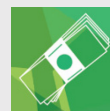


Særberetning

Investeringsfonde:

EU's foranstaltninger har endnu ikke skabt et ægte indre marked til gavn for investorerne



DEN
EUROPÆISKE
REVISIONSRET

Indhold

	Punkt
Resumé	I-X
Indledning	01-11
Investeringsfondsmarkedet i Europa	01-07
Retlig ramme	08-10
Ansvarsfordelingen mellem EU og medlemsstaterne	11
Revisionens omfang og revisionsmetoden	12-15
Bemærkninger	16-125
EU-lovgivernes mål er kun blevet opfyldt i begrænset omfang	16-33
EU-lovgiverne satte ambitiøse mål for det indre marked for investeringsfonde	16-17
Pasordningen har ikke skabt et ægte indre marked	18-25
Lovgivningsinitiativernes effekt er begrænset	26-31
Gennemførelsen har ikke altid været rettidig	32-33
ESMA har intensiveret sin indsats for at fremme tilsynsmæssig konvergens og et effektivt tilsyn, men fremskridtene er begrænsede	34-68
ESMA råder over værktøjer til fremme af tilsynsmæssig konvergens	39
ESMA har intensiveret sit konvergensarbejde	40-41
Der er begrænset dokumentation af effekten, og der er ikke indført nogen mekanisme til måling af effektivitet	42-60
ESMA's arbejde har afsløret svagheder i tilsynet og potentielle konkurrenceforvridninger	61-68
Kommissionen og ESMA har taget skridt til at beskytte investorerne bedre, men omkostningerne er fortsat høje	69-92
EU-lovgivningen omfatter mange foranstaltninger til beskyttelse af investorerne	70-72
Trods forskellige EU-tiltag er gennemsigtighed fortsat et problem	73-82
ESMA, Kommissionen og de kompetente nationale myndigheder har bidraget til en nedadgående tendens for UCITS-omkostningerne	83-92

Identificering af systemiske risici kræver yderligere fremskridt	93-111
Vurderingen og opfølgningen af systemiske risici er i en tidlig fase	94-102
Der gennemføres ingen stresstest som led i tilsynsprocessen, og den påbegyndte opfølgning på stresssimuleringen er endnu ikke tilstrækkelig	103-107
De interne retningslinjer for stresstest er passende, men resultaterne af stresstestene anvendes ikke effektivt	108-111
Identificeringen af risici for den finansielle stabilitet og investorerne hæmmes af mangler og overlapninger i dataindsamlingen	112-125
Manglen på en harmoniseret rapporteringsordning for UCITS'er hæmmer ESMA's evne til at vurdere fondenes kriseberedskab og gennemføre stresstest	114-120
Nogle væsentlige rapporteringskrav er ikke obligatoriske i FAIF-direktivet	121-122
De nationale centralbanker indsamler data til statistisk rapportering, men de er ikke tilgængelige for ESMA eller ESRB	123-125
Konklusioner og anbefalinger	126-138

Bilag

Bilag - Indsamling af data og udveksling af oplysninger vedrørende AIF'er og UCITS'er

Akronymer og forkortelser

Glossar

Kommissionens og ESMA's svar

Tidslinje

Revisionsholdet

Resumé

I Investeringsfonde samler kapital og investerer den via en portefølje af aktiver. De spiller en vigtig rolle i kapitalmarkedsunionen - ved sætte skub i væksten, skabe job og forbedre EU's autonomi. EU-borgerne er direkte indehavere af ca. en fjerdedel af alle fonde i EU, men er også indirekte betydeligt eksponeret for investeringsfonde gennem livsforsikrings- og pensionskontrakter. EU's mål er at skabe et indre konkurrencepræget marked, der giver EU-borgerne et bredere udvalg af billigere, men pålidelige investeringsprodukter, og som sikrer finansiel stabilitet i hele EU.

II Investeringsfonde med hjemsted i EU rådede i 2020 over 18,8 billioner euro i aktiver. Næsten to tredjedele heraf ejes af private husholdninger, hvilket understreger behovet for effektiv forbrugerbeskyttelse. EU har etableret en retlig ramme for investeringsfonde for at sikre, at der gælder ensartede regler i hele det indre marked. Trods bestræbelserne på at udvikle det indre marked er investeringsfundsbranchen fortsat koncentreret i nogle få medlemsstater. Den retlige ramme består hovedsagelig af direktiver, som kræver, at medlemsstaterne gennemfører nationale regler, hvilket fører til betydelige reguleringsmæssige forskelle. EU-agenturet ESMA har til opgave at sikre et effektivt og konsekvent tilsyn i hele EU og sammen med ESRB overvåge risici for den finansielle stabilitet.

III Vores revision dækker perioden fra 2016 til juli 2021. Vi undersøgte, hvordan EU oprettede et indre marked for investeringsfonde. Vi vurderede, om den retlige ramme er effektiv, om EU's arbejde har fremmet tilsynsmæssig konvergens blandt medlemsstaterne, og om EU effektivt har afbødet risiciene for investorerne, markederne og den finansielle stabilitet. I denne revision peger vi på svagheder i Kommissionens lovgivningsmæssige tilgang og i ESMA's foranstaltninger vedrørende investeringsfonde og fremsætter anbefalinger til forbedringer. Revisionen bidrager således til at øge effektiviteten og produktiviteten af det finansielle tilsyn og investorbeskyttelsen.

IV Vi konkluderer, at EU's foranstaltninger har gjort det muligt at etablere et indre marked for investeringsfonde, navnlig gennem pasordningen, men at ægte grænseoverskridende aktiviteter og fordelene for investorerne stadig er begrænsede. Desuden mangler der konsekvens og effektivitet i tilsynet med fondene, og investorbeskyttelsen er mangelfuld. Mindre revisioner af de retlige rammer vil ikke være tilstrækkeligt til at opnå et ægte indre marked.

V ESMA har bestræbt sig på at fremme tilsynsmæssig konvergens, hvilket har resulteret i en let forbedret kvalitet af tilsynet og har mindsket forskellene. ESMA kan imidlertid ikke måle disse fremskridt og har begrænset viden om, hvorvidt tilsynsniveauet er lige højt i alle medlemsstaterne. Ikke desto mindre har ESMA's arbejde afsløret svagheder i det nationale tilsyn samt visse divergerende praksis. For at opnå et konsekvent tilsyn er ESMA afhængig af de nationale tilsynsmyndigheders gode vilje og sit eget tilsynsråds villighed. Vi konstaterede, at begge foretrak bløde konvergensværktøjer, hvis effektivitet endnu ikke er påvist, og som ofte ikke førte til et effektivt og konsekvent tilsyn.

VI EU's foranstaltninger har øget investorbekyttelsen. De øger f.eks. gennemsigtigheden for investorerne, navnlig med hensyn til investeringsrisici, resultater og omkostninger. Investorerne er dog stadig ikke tilstrækkeligt beskyttet mod unødige omkostninger eller partisk rådgivning fra finansielle formidlere. Som følge heraf udsættes investorerne for højere omkostninger og kan sælges mindre egnede produkter, end det er ønskeligt.

VII ESMA og ESRB overvåger og rapporterer om systemiske risici. Indtil videre er der ikke foretaget nogen opgørelse over de eksisterende praksis i medlemsstaterne med hensyn til overvågning af systemiske risici. ESMA har ikke - som krævet - foretaget stresstest som led i tilsynsprocessen, men derimod simuleret stress på grundlag af markedsdata. Effektiv overvågning af systemiske risici og risici for investorer afhænger af, at der foreligger egnede data. Der findes imidlertid ingen harmoniseret rapporteringsordning for UCITS'er, og der mangler desuden også oplysninger om rapporteringen om AIF'erne. Indtil videre har ESMA og ESRB ikke fuldt ud undersøgt muligheden for at anvende eksisterende data indsamlet af centralbankerne, men forlader sig i stedet på mindre pålidelige data fra kommercielle udbydere.

VIII Vi anbefaler, at Kommissionen:

- vurderer, om den eksisterende ramme er egnet til at opfylde de ønskede mål
- overvejer at foreslå ændringer af ESMA's ledelsesstruktur
- strømliner dataindsamlingen og ajourfører rapporteringsordningerne.

IX Vi anbefaler, at ESMA:

- styrker effektiviteten af sit konvergensarbejde
- i samarbejde med ESRB forbedrer identificeringen af systemiske risici.

X Kommissionen og ESMA bør:

- beskytte investorerne bedre mod unødige omkostninger og vildledende oplysninger.

Indledning

Investeringsfondsmarkedet i Europa

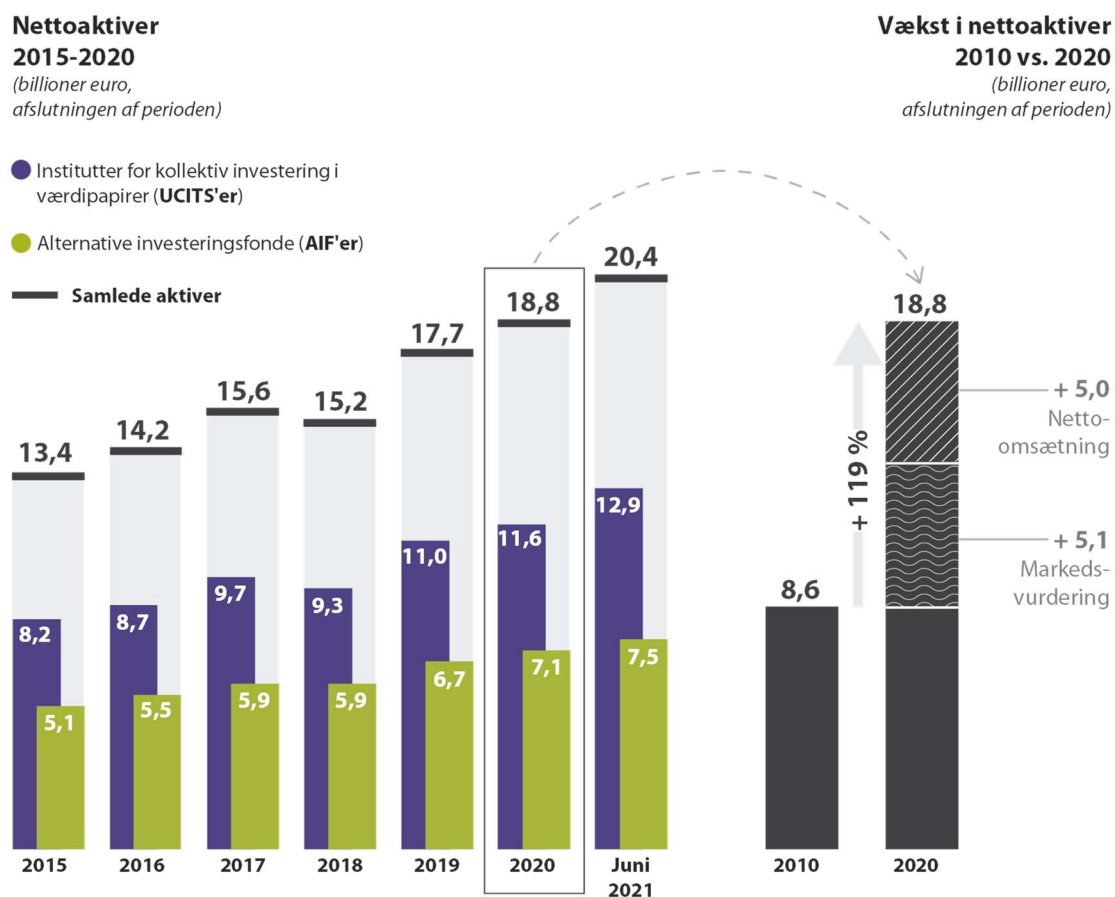
01 Investeringsfonde samler investorers kapital og investerer den kollektivt via en portefølje af aktiver såsom aktier, obligationer og fast ejendom i overensstemmelse med en fastlagt investeringspolitik og princippet om risikospredning. De spiller en vigtig rolle i kapitalmarkedsunionen, som er det EU-initiativ, der skal få investeringer til at bevæge sig på tværs af EU og derved sætte skub i væksten, skabe job og forbedre EU's autonomi. Målet er at skabe et indre konkurrencepræget marked og give investorerne et bredere udvalg af billigere, men pålidelige produkter.

02 Ved udgangen af 2020 var den indre værdi af de 64 000 investeringsfonde, der er hjemmehørende i EU, på 18,8 billioner euro, hvilket gør EU til det næststørste marked for investeringsfonde i verden for så vidt angår forvaltede aktiver, lige efter USA. Mere end 60 % af dette beløb (11,6 billioner euro) blev investeret i institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS'er), som hovedsagelig er rettet mod detailinvestorer. Alternative investeringsfonde (AIF'er), som tegner sig for 7,1 billion euro i indre værdi, omfatter alle andre fonde end UCITS'er (dvs. ejendomsinvesteringsfonde, private equity-fonde, visse pengemarkedsforeninger, hedgefonde og andre fonde). Denne type fond er primært rettet mod professionelle investorer.

03 De europæiske investeringsfonde er vokset støt i de seneste år. Mellem 2011 og 2020 steg deres indre værdi med 119 % (dvs. over 10 billioner euro), og der blev hvert år registreret en nettotilstrømning, da værdien af nye køb konstant oversteg indløsningsne. Ca. halvdelen af denne vækst kan forklares ved investeringsforeningernes nettosalg, den anden halvdel af markedets stigning (jf. [figur 1](#)). Siden direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet)¹ blev vedtaget i 2011, er EU-AIF'ernes indre værdi vokset hurtigere end UCITS'ernes, hvilket har øget deres markedsandel blandt EU-fondene fra 27 % ved udgangen af 2010 til 38 % ti år senere.

¹ [Direktiv 2011/61/EU](#) af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde.

Figur 1 - Europæiske investeringsfondes nettoaktiver efter fondstype (2015-2020) og deres vækst i nettoaktiver (2009-2020)

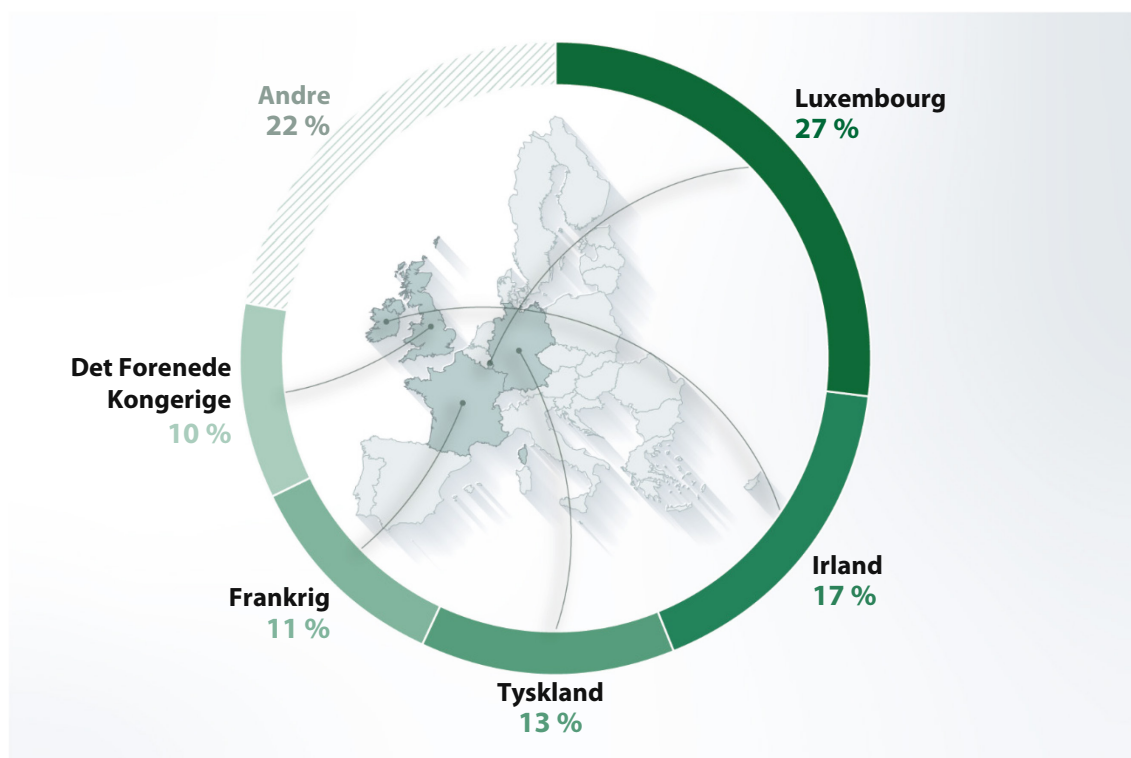


Kilde: EFAMA, Fact Book 2020, s. 8.

04 De i EU hjemmehørende fondes størrelse er vokset, men de er fortsat meget mindre end tilsvarende amerikanske fonde. Desuden er de fleste af verdens største kapitalforvaltere fortsat hjemmehørende i USA. Kun to af verdens 20 største kapitalforvaltere har hovedsæde i EU.

05 Langt størstedelen af de europæiske investeringsfonde er hjemmehørende i blot nogle få lande. Næsten 80 % af alle nettoaktiver under forvaltning blev i 2020 forvaltet af fonde i Luxembourg (4,7 billioner euro), Irland (3,08 billioner euro), Tyskland (2,39 billioner euro), Frankrig (1,97 billioner euro) og Det Forenede Kongerige (1,75 billioner euro) (jf. figur 2). Hvad angår UCITS'er er over halvdelen af alle nettoaktiver hjemmehørende i Luxembourg eller Irland. Ca. 70 % af alle aktiver under forvaltning i EU blev forvaltet af investeringsfonde, der udelukkende var godkendt eller registreret med henblik på distribution i én medlemsstat. 37 % af UCITS'erne og 3 % af AIF'erne var registreret med henblik på distribution i mere end tre medlemsstater.

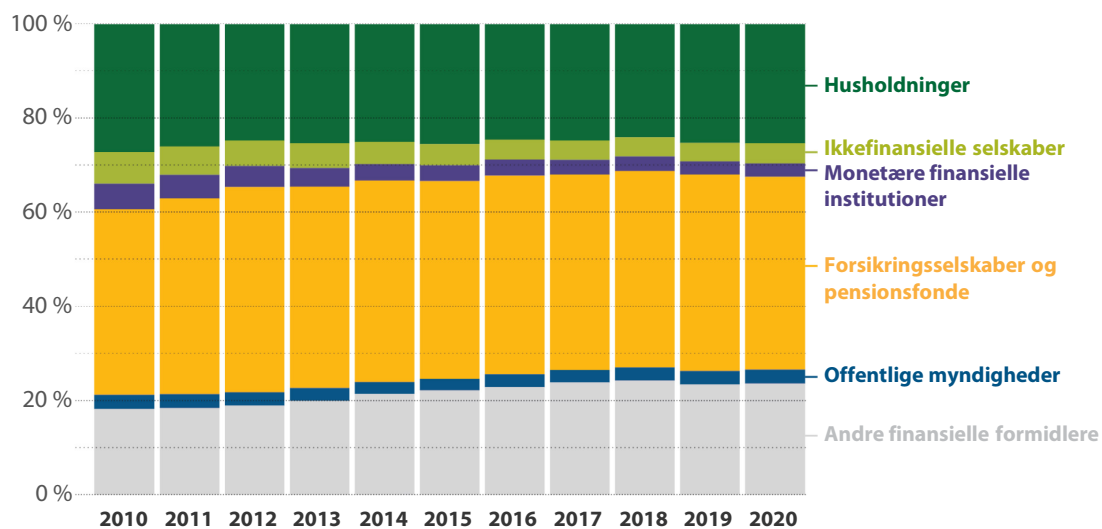
Figur 2 - Fordeling af nettoaktiver efter hjemsted i EU i 2019



Kilde: Revisionsretten på grundlag af data fra EFAMA.

06 De institutionelle investorer tegner sig for næsten to tredjedele af investeringsfondenes indre værdi. De private husholdninger tegner sig direkte for ca. en fjerdedel af alle fonde (jf. [figur 3](#)), men er også indirekte betydeligt eksponeret for investeringsfonde gennem livsforsikrings- og pensionskontrakter.

Figur 3 - Investeringsfondenes ejerskab efter sektor (procentdel)



Kilde: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Trods en rente på næsten nul opbevarer de europæiske husholdninger stadig en stor del (37 % ved udgangen af 2020) af deres finansielle aktiver som indlån, hvilket er mere end dobbelt så meget som i USA (16 %). Investeringsfondenens andel steg fra 8,3 % i 2011 til 12,1 % i 2017.

Retlig ramme

08 Den vigtigste lovgivning er direktivet om institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS-direktivet)² og direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet). Disse direktiver er forskellige med hensyn til anvendelsesområde og indhold. UCITS-direktivet er en retsakt om et produkt, mens FAIF-direktivet fokuserer på kravene til forvaltere. Begge direktiver er minimumsharmoniseringsdirektiver, der giver de nationale lovgivere mulighed for at fastsætte flere og strengere regler end de minimumsstandarder, der er fastsat i EU-lovgivningen. Direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID II) fastsætter krav til god forretningsskik og organisatoriske krav til investeringselskaber, dvs. de institutter, der sælger fonde til detailkunder.

09 Det oprindelige UCITS-direktiv er blevet revideret flere gange, og Kommissionen foreslog endnu en ændring den 25. november 2021 i forbindelse med gennemgangen af FAIF-direktivet. I 2019 blev UCITS- og FAIF-rammerne ændret med henblik på at fjerne de lovgivningsmæssige hindringer for distribution af investeringsfonde på tværs af grænserne (pakken vedrørende grænseoverskridende aktiviteter). Herudover dækker EU-retten specifikke fondstyper, f.eks. pengemarkedsforeninger (via forordningen om disse).

10 Et af hovedformålene med UCITS-direktivet og FAIF-direktivet er at lette fondsforvalteres og investeringsfondes grænseoverskridende aktiviteter. Med disse direktiver blev der indført forvaltnings- og markedsføringspas for fonde og fondsforvaltere med hjemsted i EU:

- **Forvaltningspasset** giver et UCITS-administrationselskab eller en AIF-forvalter (FAIF), der er godkendt i en medlemsstat, tilladelse til at udøve sin virksomhed i andre EU-medlemsstater, enten gennem fri udveksling af tjenesteydelser eller oprettelse af en filial. En sådan grænseoverskridende aktivitet er underlagt en

² [Direktiv 2009/65/EF](#) af 13. juli 2009 om samordning af love og administrative bestemmelser om visse institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter) (omarbejdning).

anmeldelsesprocedure mellem de kompetente nationale myndigheder i de involverede medlemsstater, men fondsforvalteren skal ikke igennem en yderligere godkendelsesproces.

- **Markedsføringspasset** giver tilladelse til, at UCITS'er eller AIF'er, der er godkendt af den kompetente nationale myndighed i en EU-medlemsstat, markedsføres på tværs af grænserne i andre EU-medlemsstater uden at skulle godkendes af værtsmedlemsstaternes kompetente nationale myndigheder. UCITS-markedsføringspasset giver tilladelse til at markedsføre UCITS'er til detailinvestorer og institutionelle investorer, mens AIF-markedsføringspasset kun er beregnet til markedsføring over for professionelle investorer. I lighed med forvaltningspasset træder en anmeldelsesprocedure mellem de kompetente nationale myndigheder i de forskellige EU-medlemsstater i stedet for en godkendelse.

Ansvarsfordelingen mellem EU og medlemsstaterne

11 Det europæiske system for fondstilsyn består af en række europæiske og nationale interessenter. EU-organerne er ansvarlige for det underliggende lovgivnings- og koordineringsarbejde, mens de enkelte medlemsstater er ansvarlige for gennemførelsen af EU-retten og tilsynet med de investeringsfonde, der er hjemmehørende på dens område:

- Europa-Kommissionen, navnlig Generaldirektoratet for Finansiell Stabilitet, Finansielle Tjenesteydelser og Kapitalmarkedsunionen (GD FISMA), er ansvarlig for politiske initiativer vedrørende den finansielle sektor, herunder forslag til direktiver og forordninger.
- Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA) er et uafhængigt EU-agentur med ansvar for investorbeskyttelse og fremme af stabile og ordnede finansielle markeder. ESMA's ansvarsområder omfatter tilsynsmæssig konvergens og identificering af risici for den finansielle stabilitet og investorerne, hvilket svarer til ansvarsområderne for de andre europæiske tilsynsmyndigheder, som har samme selskabsstruktur og relaterede udfordringer.
- Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici (ESRB) er ansvarligt for makrotilsyn med EU's finansielle system. Det arbejder tæt sammen med ESMA og de øvrige tilsynsmyndigheder.

- Ansvaret for at føre tilsyn med fonde og fondsforvaltere ligger hos de kompetente nationale myndigheder på grundlag af national lovgivning, der skal overholde de minimumsstandarder, der er fastsat i EU-retten eller i umiddelbart gældende EU-ret. De kompetente nationale myndigheder er stemmeberettigede medlemmer af ESMA's bestyrelse og deltager i ESRB's arbejde.

Revisionens omfang og revisionsmetoden

12 Vi udførte denne revision for at imødekomme det høje niveau af offentlig interesse i investeringsfonde, for hvilke det gælder, at de er særligt vigtige for EU's udvikling af kapitalmarkedsunionen. De indebærer risici for investorerne og den finansielle stabilitet. Revisionen dækker perioden fra 2016 til juli 2021.

13 Revisorerne undersøgte, om EU har skabt et ægte indre marked for investeringsfonde, som sikrer investorbeskyttelse og finansiell stabilitet. De søgte også svar på følgende underspørgsmål:

- Har EU's foranstaltninger tilvejebragt en passende retlig ramme, der gør det muligt at skabe et ægte indre marked for investeringsfonde?
- Har EU's foranstaltninger fremmet tilsynsmæssig konvergens?
- Beskytter EU's foranstaltninger investorerne effektivt?
- Bliver risiciene for den finansielle stabilitet vurderet og afbødet effektivt via EU's foranstaltninger?
- Råder EU's myndigheder over pålidelige data, der gør det muligt at identificere risici for den finansielle stabilitet og investorerne?

14 Vores revisionskriterier er hentet fra de internationale standarder fastsat af IOSCO og fra EU-retten (navnlig UCITS-direktivet, FAIF-direktivet, forordningen om pengemarkedsforeninger og ESMA-forordningen). I nogle tilfælde sammenligner vi EU's marked med USA's, som er det mest udviklede kapitalmarked.

15 Revisionen fokuserer på de foranstaltninger, som de tre reviderede enheder - Kommissionen, ESMA og ESRB - har truffet. Vi gennemførte interviews med ansatte fra disse institutioner og undersøgte relevant dokumentation. For at få yderligere oplysninger interviewede vi repræsentanter for fem kompetente nationale myndigheder, for flere nationale kapitalforvaltningssammenslutninger og for tre forbrugerorganisationer. Vi mødtes desuden med EBA og EIOPA. For at supplere disse oplysninger gennemførte vi en elektronisk spørgeundersøgelse hos de kompetente nationale myndigheder, finansministerierne og investeringsfondssammenslutningerne i alle 27 medlemslande for at indhente synspunkter fra disse centrale interessenter. Vi reviderede ikke de kompetente nationale myndigheder direkte, men dækkede deres rolle som medlemmer af ESMA.

Bemærkninger

EU-lovgivernes mål er kun blevet opfyldt i begrænset omfang

EU-lovgiverne satte ambitiøse mål for det indre marked for investeringsfonde

16 Kommissionen og medlovgiverne har sat ambitiøse mål for det indre marked for investeringsfonde. I 1985 blev det første UCITS-direktiv vedtaget for at skabe de nødvendige vilkår for, at fonde og fondsforvaltere med hjemsted i én medlemsstat kunne markedsføre deres fonde i hele EU, uden at der førtes tilsyn i andre medlemsstater. Medlovgiverne sigtede mod at:

- gøre det lettere at markedsføre fonde i andre medlemsstater
- sikre en mere effektiv og ensartet beskyttelse af investorerne
- nærme sig konkurrencevilkår.

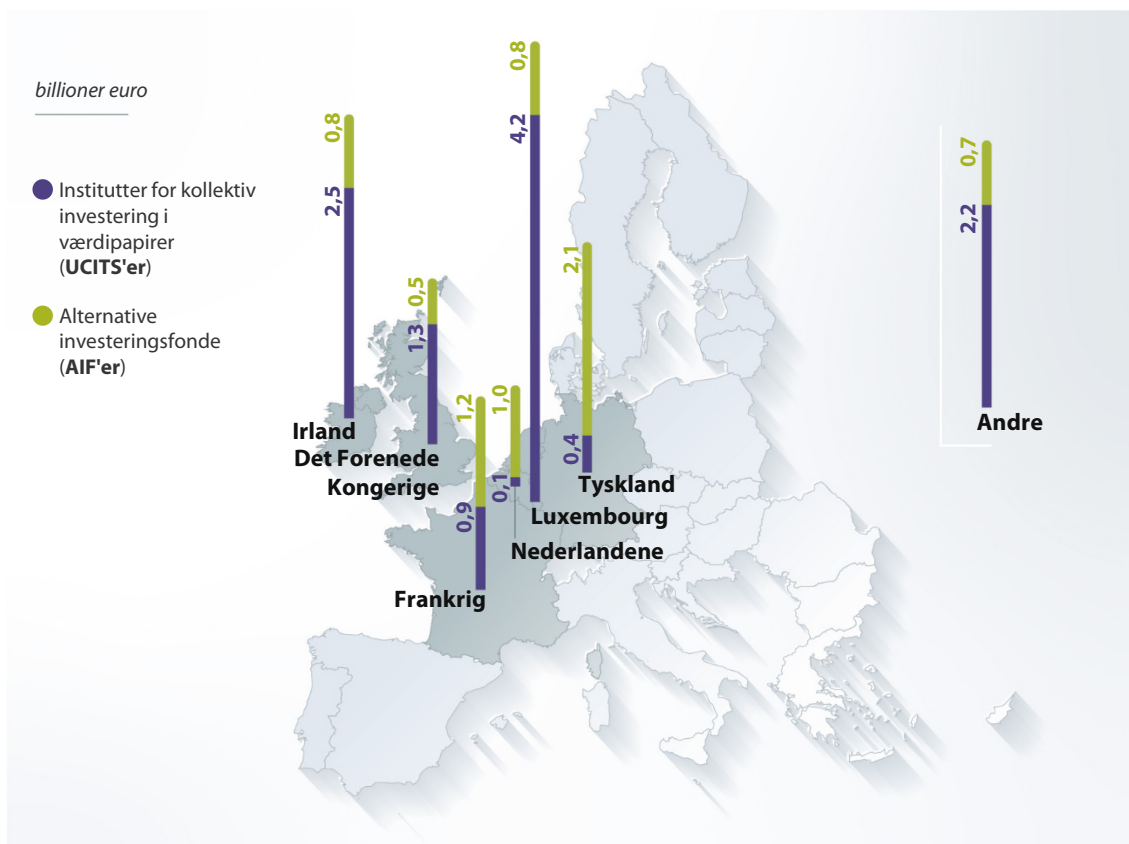
17 Forventningen var, at et mere integreret marked for investeringsfonde ville give EU-investorerne flere valgmuligheder, og at det ville skabe nye forretningsmuligheder for fondsbranchen. Relevansen af disse generelle principper og betydningen af at sikre lige konkurrencevilkår blev gentaget i forbindelse med vedtagelsen af FAIF-direktivet i 2013³.

Pasordningen har ikke skabt et ægte indre marked

18 Pasordningen har bidraget til en koncentration af fondenes hjemsteder. Med EU's foranstaltninger er der blevet indført markedsførings- og forvaltningspas for fondene (jf. punkt 10). Ikke desto mindre er markedet for de europæiske fonde stadig fragmenteret, og størstedelen af fondene er hjemmehørende i nogle få lande (jf. figur 4).

³ Jf. betragtningerne i [direktiv 2011/61/EU](#) af 8. juni 2011 om forvaltere af alternative investeringsfonde.

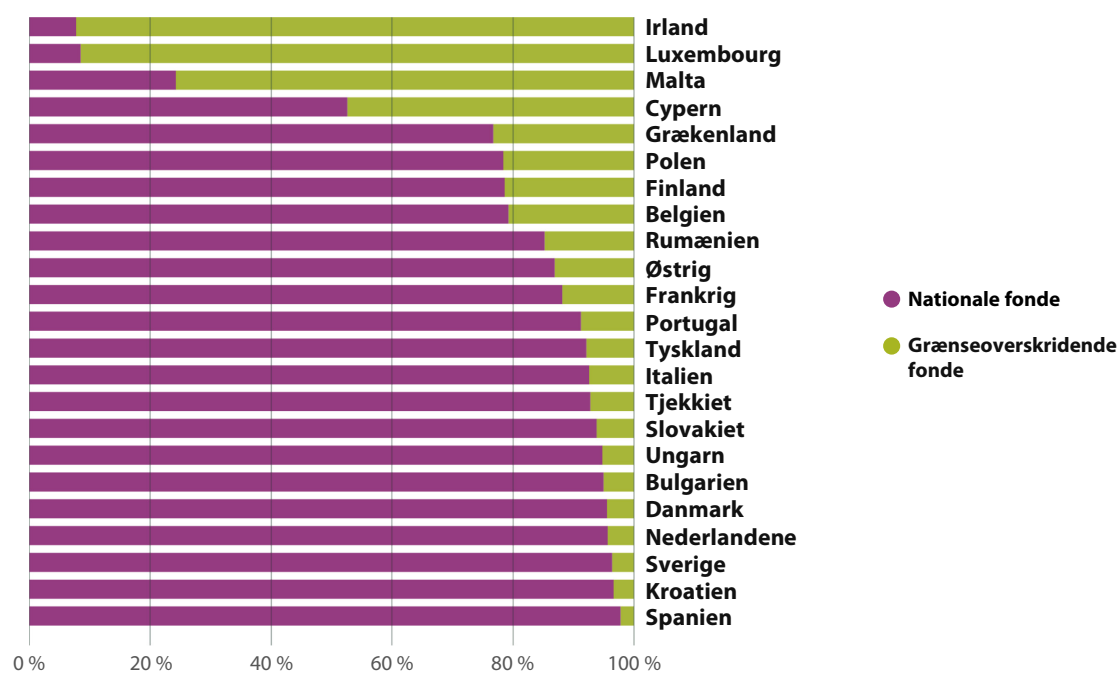
Figur 4 - UCITS'ers og AIF'ers indre værdi fordelt efter hjemsted (billioner euro)



Kilde: Revisionsretten på grundlag af tal fra EFAMA.

19 I de fleste medlemsstater distribueres fondene hovedsagelig på deres hjemmemarked. Omvendt sælges fonde med hjemsted i nogle få lande overvejende i udlandet (jf. [figur 5](#)). Ifølge de europæiske investeringsforeningers brancheorganisation (EFAMA) tegner lokale fonde sig for 67 % af fondsmidlerne i Europa mod 73 % for ti år siden.

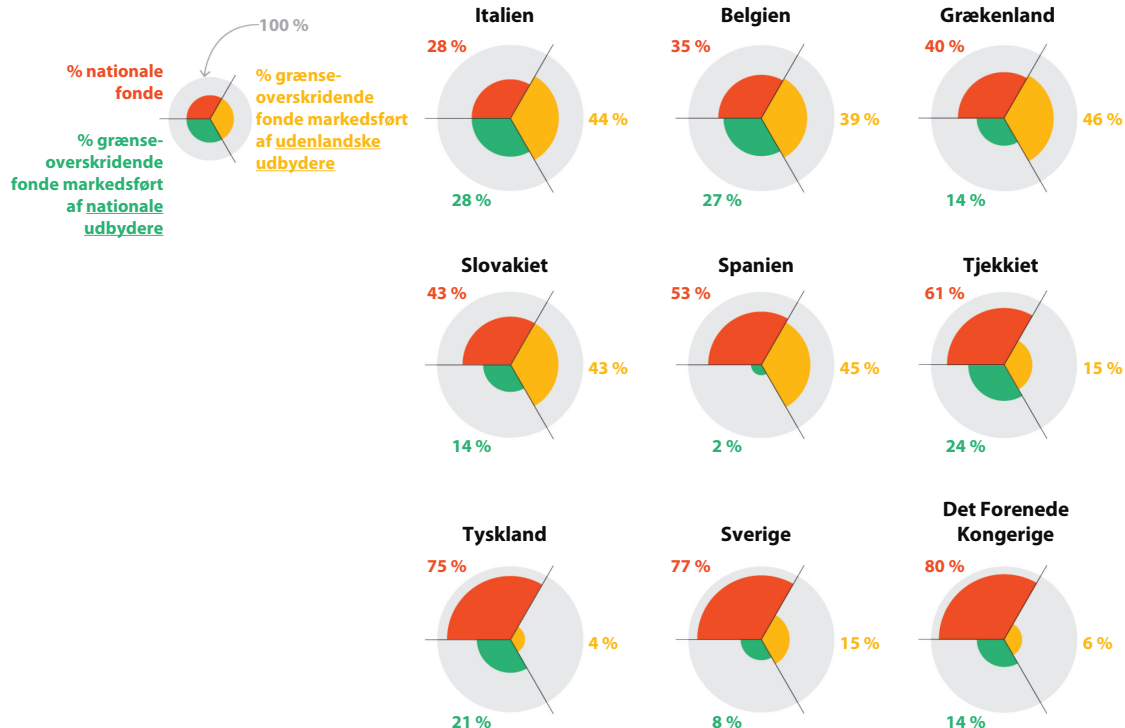
Figur 5 - Nationale fonde sammenlignet med grænseoverskridende fonde



Kilde: EFAMA, *Factbook 2021*, figur 3.16, s. 50.

20 I flere EU-medlemsstater sælges de fleste grænseoverskridende fonde af nationale kapitalforvaltere, ikke af udenlandske kapitalforvaltere. **Figur 6** viser en oversigt over investeringsfondenes ejerskab, herunder ejerskabet for grænseoverskridende fonde, der markedsføres af nationale udbydere.

Figur 6 - Fondenes ejerskab og "ægte" grænseoverskridende fonde



Kilde: EFAMA, *Fact Book 2021*, s. 45.

21 Kommissionen kalder dette fænomen for "round-tripping-fonde", en kategori af fonde, som den ikke betragter som "ægte" grænseoverskridende fonde. Ifølge ESMA anmeldes fonde ofte med henblik på grænseoverskridende markedsføring, men bliver ikke nødvendigvis markedsført sådan. Den faktiske grænseoverskridende markedsføring er således mere begrænset, end tallene viser. I den konsekvensanalyse, der ledsagede forslagene til pakken vedrørende grænseoverskridende aktiviteter i 2018, konkluderede Kommissionen, at round-tripping-fonde ikke udgør en reel uddybning af det indre marked eller øger investorernes valgmuligheder, og anså tilfælde, hvor en fond markedsføres i mindst én medlemsstat uden for forvalterens hjemmemarked og hjemstedet, for at være en bedre indikation for grænseoverskridende virksomhed⁴.

⁴ SWD(2018) 54 final af 12.3.2018, s. 12.

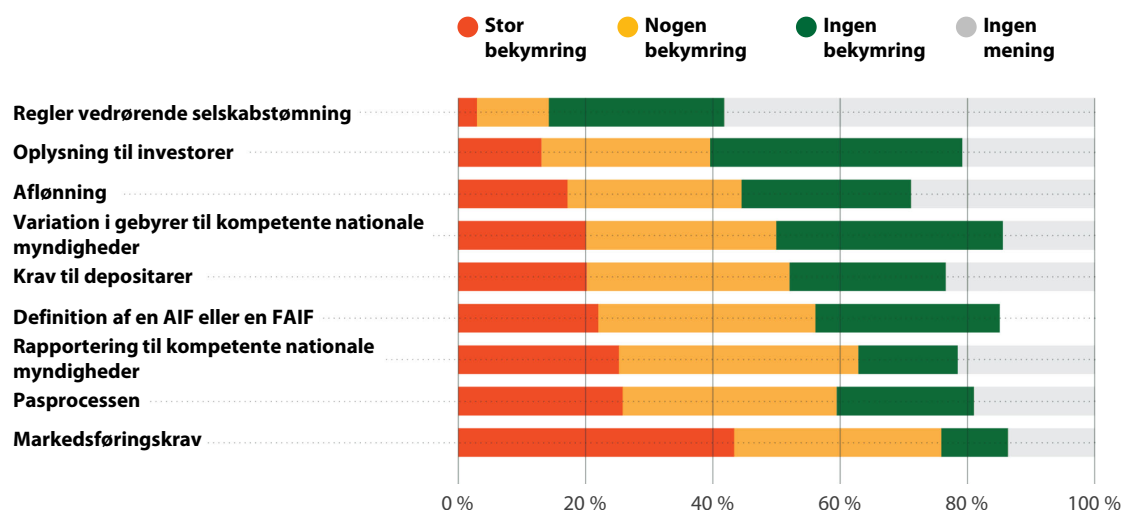
22 På grundlag af den konsekvensanalyse fra Kommissionen, der ledsager pakken vedrørende grænseoverskridende aktiviteter⁵, pegede medlovgiverne på divergerende regulerings- og tilsynsmetoder som en årsag til, at EU-fondsmarkederne er fragmenterede. De bemærkede også, at hindringer for grænseoverskridende markedsføring betød, at fondene ikke kunne markedsføres i andre medlemsstater⁶. Lovgivningspakken fokuserede derfor på at adressere divergerende nationale krav og reguleringspraksis vedrørende anvendelsen af EU-pas, herunder markedsføringskrav, lovbestemte gebyrer, administrative krav og anmeldelseskrav.

23 Selv om der fortsat er divergerende tilgange, konstaterede vi, at Kommissionen ikke påviste, at de deraf følgende hindringer for markedsadgang faktisk er hovedårsagen til markedsfragmenteringen og det lave antal ægte grænseoverskridende fonde. Vi bemærker, at næsten halvdelen af de adspurgte deltagere i en rapport fra 2018 om, hvordan FAIF-direktivet fungerer, anførte, at FAIF-direktivet ikke anvendes konsekvent i hele EU. Problemet er således ikke lovgivningen, men dens anvendelse i medlemsstaterne. For de fleste af deltagerne i rapporten gav denne inkonsekvens imidlertid ikke anledning til større bekymringer (jf. [figur 7](#)).

⁵ SWD(2018) 54 final af 12.3.2018, s. 7 og 14.

⁶ Forordning (EU) 2019/1156 af 20. juni 2019 om lettere grænseoverskridende distribution af kollektive investeringsinstitutter, betragtning 1.

Figur 7 - Bekymringer vedrørende den inkonsekvente anvendelse af FAIF-direktivet



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

24 Direktiver er lovgivningsinstrumenter, der anvendes af medlovgiverne til at fastsætte minimumsstandarder. De respektive EU-direktiver fastsætter udtrykkeligt, at et hjemland som hovedregel kan fastsætte strengere regler end dem, der er fastsat i de pågældende direktiver⁸. De Larosière-rapporten fremhævede, at direktiverne ikke når det nødvendige harmoniseringsniveau, og anbefalede, at man i fremtiden undgår at vedtage lovgivning, der tillader inkonsekvent gennemførelse og anvendelse⁹. Halvdelen af de kompetente nationale myndigheder, der besvarede vores spørgeundersøgelse, sagde, at lovgivningen i deres medlemsstat rent faktisk indførte strengere regler. Vi bemærker, at det vil være mere hensigtsmæssigt med ensartede regler i form af forordninger, hvis man vil skabe lige konkurrencevilkår i hele EU.

25 Endvidere bemærker vi, at direktiverne har givet anledning til et kapløb mod bunden. Praksissen med "overregulering" (dvs. fastsættelse af højere standarder) og vores drøftelser med interessenterne tyder på, at de lande, som blot gennemfører minimumskravene i direktiverne, har en konkurrencemæssig fordel som hjemstedslande i forhold til de lande, der har indført højere standarder. Sammen med en gunstig skatteordning og muligheden for at overføre overskud skaber dette stærke

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

⁸ UCITS-direktivet, betragtning 15; FAIF-direktivet, betragtning 17.

⁹ Højniveaugruppen vedrørende Finansielt Tilsyn, 25. februar 2009, betragtning 100-109 og anbefaling 10.

incitamentet for fondsbranchen til at inkludere sig på forumshopping, hvilket fører til konkurrenceforvridninger.

Lovgivningsinitiativernes effekt er begrænset

26 Vi konstaterede, at Kommissionen i sin egen analyse erkender, at effekten af dens lovgivningsforslag er begrænset. Kommissionen konstaterede, at væsentlige drivkræfter såsom beskatning, lokal efterspørgsel og distributionsnettet har en indvirkning på, hvor kapitalforvaltere vælger at distribuere deres investeringsfonde, men at disse drivkræfter ikke kan håndteres i henhold til EU-retten.

27 Desuden bemærker vi, at et af de største problemer, som Kommissionen selv peger på, ikke er den retlige ramme i sig selv, men at værtslandene skaber hindringer for markedsadgang. Kommissionen har værktøjer til at løse sager, hvor medlemsstaterne skaber hindringer for markedsadgang, eller hvor de kompetente nationale myndigheder potentielt overtræder EU-retten, nemlig i form af dens beføjelse til som traktaternes vogter at indlede traktatbrudssager eller til at opfordre ESMA til at anlægge en sag vedrørende "overtrædelse af EU-retten". Ikke desto mindre konkluderede Kommissionen, at de resterende hindringer kan afhjælpes mest effektivt på EU-plan (gennem lovgivning)¹⁰.

28 Konsekvensanalyser, som f.eks. den om pakken vedrørende grænseoverskridende aktiviteter, omfatter ofte en efterfølgende evaluering af det pågældende initiativs bestemmelser. Gennemgangen af UCITS-direktivet, som oprindeligt forventedes at være afsluttet i september 2017, er imidlertid blevet forsinket.

29 Kommissionen har aldrig foretaget en fuldstændig kvalitetskontrol af hele den retlige ramme for investeringsfonde. Der er ikke planlagt en sådan kvalitetskontrol i den nærmeste fremtid. Den eneste kvalitetskontrol, der delvist omfattede investeringsfonde, var en kvalitetskontrol af EU's tilsynskrav, som blev gennemført af Kommissionen i 2017-2019¹¹.

¹⁰ SWD(2018) 54 final af 12.3.2018, s. 14.

¹¹ Europa-Kommissionen, *Kvalitetskontrol af EU's tilsynskrav*, SWD(2019) 402 og SWD(2019) 403.

30 Kommissionen udarbejder flerårige strategiske planer og årlige forvaltningsplaner og aflægger rapport om opfyldelsen af sine mål. Vi konstaterede mangler i Kommissionens resultatmåling. For eksempel var den vigtigste resultatindikator for UCITS'er i den strategiske plan for 2016-2020 andelen af grænseoverskridende UCITS'er i forhold til det samlede antal UCITS'er, der blev solgt i EU. Vi bemærker, at Kommissionen senere sænkede barren for, hvad der udgør en grænseoverskridende fond, fra at fonde skal sælges i mindst fem medlemsstater til i stedet kun at skulle sælges i tre.

31 Den strategiske plan for 2020-2024 indeholder hovedsagelig specifikke horisontale mål og relaterede resultatindikatorer. Vi konstaterede, at de fleste af de mellemliggende delmål og mål, der er fastsat for resultatindikatorerne i den strategiske plan for 2020-24, ikke er specifikke. Indikatorerne skal være relevante, accepterede, troværdige, lette at overvåge og robuste, jf. Kommissionens interne kontrolramme. Udtryk som "forøgelse", "positiv tendens" og "fald" anvendes, men uden at det præciseres, hvor stor en forøgelse eller hvor stort et fald der anses for tilfredsstillende. Desuden er målene for nogle resultatindikatorer uambitiøse. For eksempel var målet for faldet i detailinvestorers omkostninger allerede nået, da det blev fastsat.

Gennemførelsen har ikke altid været rettidig

32 Kommissionen kontrollerer, at medlemsstaternes direktivgennemførelse er rettidig, fuldstændig og overensstemmende. Forsinket og/eller ukorrekt gennemførelse kan forhindre, at der skabes lige konkurrencevilkår, og hindre et velfungerende indre marked, og Kommissionen skal indlede traktatbrudssager for at opfordre medlemsstaterne til at handle, når de træffer de nødvendige foranstaltninger for sent.

33 Hvad angår UCITS-direktivet og FAIF-direktivet har kun 12 medlemsstater givet meddelelse om gennemførelsen inden for fristerne. Desuden tog det yderligere otte år, før Kommissionen vurderede, at gennemførelsen af FAIF-direktivet var fuldført.

ESMA har intensiveret sin indsats for at fremme tilsynsmæssig konvergens og et effektivt tilsyn, men fremskridtene er begrænsede

34 Som beskrevet ovenfor (jf. punkt **08**) fører de kompetente nationale myndigheder tilsyn med investeringsfondene og deres forvaltere samt investeringselskaber og andre finansielle formidlere på grundlag af harmoniserede nationale love, men ikke på grundlag af ensartede standarder. Retlige krav og reguleringspraksis kan således stadig variere fra den ene medlemsstat til den anden.

35 På denne baggrund gav EU-lovgiverne ESMA til opgave at:

- bidrage til at sikre en konsekvent, hensigtsmæssig og effektiv anvendelse af gældende EU-lovgivning
- fremme konvergens af tilsynspraksis for yderligere at styrke konsekvensen i tilsynsresultaterne på tværs af de kompetente nationale myndigheder med det formål at skabe en fælles tilsynskultur¹².

36 Tilsynsmæssig konvergens betyder ikke, at der anvendes en standardtilgang, men snarere at der foretages en konsekvent og effektiv gennemførelse og anvendelse af de samme regler og anvendes tilstrækkeligt ensartede tilgange til identiske risici. Det generelle mål er at stræbe efter sammenlignelige regulerings- og tilsynsresultater. Dette betyder imidlertid ikke, at det er nok til at opnå sammenlignelige resultater, uanset hvilken tilsynsmetode der anvendes.

37 De Larosière-rapporten fremhævede betydningen af konvergens for EU's finansielle markeder¹³. I 2014 offentliggjorde IMF, Kommissionen og Parlamentet rapporter om, hvordan Det Europæiske Finanstilsynssystem fungerer. I disse rapporter anerkendtes ESMA's bidrag til udarbejdelsen af et fælles regelsæt, men det blev også foreslået at øge fokuset på tilsynsmæssig konvergens¹⁴.

38 Kommissionen understregede også, at et mere effektivt og konsekvent tilsyn er afgørende for at fjerne mulighederne for tilsynsarbitrage, og at ESMA spiller en central

¹² Artikel 1 i [ESMA-forordningen](#).

¹³ [Højniveaugruppen vedrørende Finansielt Tilsyn](#), 25. februar 2009.

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

rolle med hensyn til at fremme integrationen af kapitalmarkederne¹⁵. Denne erklæring blev gentaget i forbindelse med revisionen i 2019 af ESA-forordningerne. EU-lovgiverne understregede, at "yderligere fremskridt for så vidt angår tilsynsmæssig konvergens [derfor er] særlig hastende for at fuldføre kapitalmarkedunionen"¹⁶.

ESMA råder over værktøjer til fremme af tilsynsmæssig konvergens

39 Til fremme af konvergens råder ESMA over mange værktøjer, der kan inddeles i tre kategorier: forberedende værktøjer, gennemførelsesværktøjer og vurderings-/afhjælpningsværktøjer. Der gives et overblik i **figur 8**. ESMA har indført yderligere værktøjer såsom drøftelser af sager og fælles tilsynsforanstaltninger.

Figur 8 - Oversigt over ESMA's værktøjer til tilsynsmæssig konvergens



Kilde: Revisionsretten på grundlag af ESMA-forordningen.

ESMA har intensiveret sit konvergensarbejde

40 ESMA har intensiveret sin indsats på området for tilsynsmæssig konvergens. I sine strategiske retningslinjer for 2016-2020 forpligtede ESMA sig til at afsætte flere ressourcer til fremme af tilsynsmæssig konvergens. Herudover præciserede ESMA sine mål og rettede sigtet mod målrettede sit konvergensarbejde mod en række specifikke områder. ESMA har siden øget antallet af medarbejdere, der arbejder med konvergens på dette område, fra 5 (5,7 fuldtidsækvivalenter) til 8 i 2020 (8,7 fuldtidsækvivalenter).

¹⁵ COM(2017) 292 final af 8.6.2017, kapitel 4.1.

¹⁶ Betragtning 7 i forordning (EU) 2019/2175 af 18. december 2019.

41 I 2020 skabte ESMA en ramme for en mere risikobaseret tilgang til sine aktiviteter inden for tilsynsmæssig konvergens. Et varmekort viser de relevante risici, men indeholder kun få oplysninger om uensartet anvendelse af reglerne og divergerende praksis. Ikke desto mindre er varmekortet et positivt skridt. Det har været effektivt med hensyn til at identificere områderne for risikobaseret tilsyn i hele EU, men i mindre grad med hensyn til at finde frem til emner for yderligere konvergensarbejde. Vi konstaterede endvidere, at ESMA med vellykket resultat havde gennemført en mere systematisk og evidensbaseret tilgang til konvergensarbejdet.

Der er begrænset dokumentation af effekten, og der er ikke indført nogen mekanisme til måling af effektivitet

Det er ikke blevet påvist, at retningslinjerne er effektive

42 Tidligere har forberedende værktøjer såsom retningslinjer været blandt ESMA's vigtigste konvergensværktøjer. Retningslinjerne er underlagt "følg eller forklar"-mekanismen, dvs. at de kompetente nationale myndigheder skal underrette ESMA om, hvorvidt de har til hensigt at gennemføre dem eller ej. ESMA offentliggør tabeller for overholdelsen af hver enkelt retningslinje, og disse ajourføres regelmæssigt¹⁷.

43 Vi konstaterede, at det ikke altid sikres, at de kompetente nationale myndigheder overholder retningslinjerne. ESMA skal i henhold til sine interne retningslinjer¹⁸ kontrollere og vurdere disse myndigheders anvendelse af retningslinjerne. ESMA spørger årligt de kompetente nationale myndigheder om deres overholdelse af retningslinjerne, men kontrollerede kun én gang den faktiske overholdelse via en peerevaluering. Evalueringen viste, at retningslinjerne havde været ineffektive med hensyn til at fremme tilsynsmæssig konvergens, og at de kompetente nationale myndigheder generelt kun i begrænset omfang havde overholdt retningslinjerne som rapporteret (jf. [tekstboks 1](#)).

¹⁷ ESMA's bekendtgørelser om overholdelse af retningslinjerne - oversigtstabel.

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

Tekstboks 1

Resultaterne af peerevalueringen af retningslinjerne for ETF'er og andre UCITS'er

Peerevalueringen dækkede de seks store fondshjemsteder i EU og viste, at ingen af dem havde gennemført retningslinjerne fuldt ud. To kompetente nationale myndigheders overholdelse af retningslinjerne var delvis eller utilstrækkelig. I disse lande betegnede ESMA endda tilsynspraksis som værende i strid med retningslinjerne og uforenelige med sikring af lige konkurrencevilkår for UCITS'er på det indre marked. Overordnet set konstaterede ESMA divergerende praksis i anvendelsen af retningslinjerne og flere områder, hvor målsætningen for tilsynsmæssig konvergens ikke var nået.

Fælles tilsynsforanstaltninger har fremmet regelmæssige udvekslinger mellem tilsynsmyndighederne og gjort det muligt for ESMA at koordinere de kompetente nationale myndigheders tilsynsaktiviteter

44 Fælles tilsynsforanstaltninger er et konvergensværktøj, som ESMA har udviklet, hvilket også er tilfældet med netværkene for tilsynskoordinering og udvekslingerne med de kompetente nationale myndigheder på baggrund af klager. ESMA værdsætter disse værktøjer på grund af deres fremadrettede karakter, og fordi de bidrager til at identificere konvergensproblemer. ESMA har allerede iværksat flere fælles tilsynsforanstaltninger vedrørende UCITS'er og MiFID II.

45 De fælles tilsynsforanstaltninger og koordinationsnetværkene er værktøjer, der giver tilsynsmyndighederne mulighed for at udveksle erfaringer og lære af hinanden, hvilket fører til den konklusion, at de med tiden bør bidrage til en fælles tilsynskultur. De fælles tilsynsforanstaltninger hjælper også ESMA med at indkredse forskelle i tilsynspraksis og potentielle mangler i de kompetente nationale myndigheders tilsyn og give vejledning i den praktiske anvendelse af EU-retten, f.eks. i tilfælde, hvor enkelte kompetente nationale myndigheder stadig mangler en pålidelig metode.

46 De fælles tilsynsforanstaltninger giver ESMA mulighed for at koncentrere sin tilsynsmæssige opmærksomhed omkring specifikke risici samt fremme og koordinere tilsynsaktiviteter. Dette kan medføre en tung arbejdsbyrde, et problem, som flere kompetente nationale myndigheder gav udtryk for i vores spørgeundersøgelse.

Der er yderst sjældent anvendt vurderings- og afhjælpningsværktøjer trods deres potentielt større effekt

47 Peerevalueringer er et potentielt effektivt værktøj, men anvendes sjældent på investeringsfondsområdet. ESMA agter at anvende peerevalueringer mere i den nærmeste fremtid, men fremhævede også ressourcebegrænsninger og behovet for at opretholde en balance på tværs af alle sektorer under dens mandat. En peerevaluering adskiller sig fra andre konvergensværktøjer ved, at ESMA skal foretage og offentliggøre en formel vurdering ikke blot af den grad af konvergens, der er opnået med hensyn til tilsynspraksis og håndhævelse, men også af tilsynskapaciteten. Dette giver ESMA mulighed for at udsende retningslinjer og anbefalinger til afhjælpning af eventuelle konstaterede svagheder. ESMA har siden sin oprettelse i 2011 kun udført to peerevalueringer af investeringsfonde: én vedrørende retningslinjerne for pengemarkedsforeninger i 2013 og en anden vedrørende retningslinjerne for ETF'er og andre UCITS-relaterede spørgsmål i 2018¹⁹.

48 ESMA råder også over to afhjælpningsværktøjer, nemlig mægling og anlæggelse af sager om "overtrædelse af EU-retten", som giver ESMA beføjelse til at undersøge og afhjælpe påståede overtrædelser af EU-retten eller bilægge tvister mellem kompetente nationale myndigheder. I én sag bistod ESMA med et godt resultat to kompetente nationale myndigheder med at bilægge en tvist. I nogle få tilfælde blev der uformelt indledt undersøgelser vedrørende overtrædelse af EU-retten. Der har været én formel sag vedrørende overtrædelse af EU-retten, som resulterede i en ændring af den kompetente nationale myndigheds praksis.

ESMA er berørt af udfordringer for så vidt angår effektiv anvendelse af sine værktøjer

49 ESMA er berørt af en række udfordringer i forbindelse med at udnytte disse beføjelser effektivt. ESMA afhænger af de kompetente nationale myndigheders villighed til at levere input, teknisk ekspertise og personale til at deltage i ESMA's konvergensarbejde. Det samme gælder EBA og EIOPA, som vores revisioner af disse agenturer har vist²⁰. ESMA har taget skridt til at sikre, at deltagerne fra de kompetente nationale myndigheder har den nødvendige ekspertise. De kompetente nationale myndigheders deltagelse i ESMA's konvergensaktiviteter er imidlertid i vid udstrækning frivillig - bortset fra peerevalueringer, mæglinger og sager om overtrædelse af EU-retten - og dette hæmmer sommetider effektiviteten af ESMA's arbejde.

¹⁹ ESMA/2013/476 af 15. april 2013 og ESMA42-111-4479 af 30. juli 2018.

²⁰ Revisionsrettens særberetning nr. 29/2018 og nr. 10/2019.

50 Vi konstaterede, at de fleste kompetente nationale myndigheder deltager i og bidrager til ESMA's arbejde, men at nogle kompetente nationale myndigheder er mere tilbageholdende med at gøre det. I forbindelse med fælles tilsynsforanstaltninger er mindre kompetente nationale myndigheder f.eks. tilbøjelige til at være mere aktive med hensyn til at præsentere sager, mens nogle større kompetente nationale myndigheder foretrækker en mere passiv tilgang. Nogle kompetente nationale myndigheder tog ikke imod opfordringen, når ESMA's medarbejdere anmodede dem om at deltage aktivt og præsentere sager; f.eks. bidrog kompetente nationale myndigheder, der aldrig havde gjort brug af deres sanktionsbeføjelser, ikke til en relateret ESMA-workshop i 2020.

51 ESMA's beslutningstagende organ består af repræsentanter for de kompetente nationale myndigheder. Sidstnævnte skal udelukkende handle i EU's interesse som helhed, men dette er ikke altid tilfældet. Kommissionens forslag om at tage hånd om disse spørgsmål vedrørende virksomhedsledelse i forbindelse med gennemgangen af de europæiske tilsynsmyndigheder blev afvist. Den mest åbenlyse interessekonflikt er blevet afhjulpet: De kompetente nationale myndigheder kan ikke længere deltage i drøftelsen af og afstemningen om anbefalinger vedrørende overtrædelse af EU-retten, som vedrører dem selv. ESMA's regler for mægling adresserer interessekonflikter på samme måde. Imidlertid vedrører alt konvergensarbejde de kompetente nationale myndigheder, da det er deres tilsynspraksis og -resultater, arbejdet er rettet mod. Dette gælder også ESMA's indsats for at fremme et effektivt tilsyn.

52 ESMA er afhængig af de kompetente nationale myndigheders villighed. Et eksempel herpå er ansvarsfordelingen mellem hjemlandets og værtslandets myndigheder i en grænseoverskridende sammenhæng - et fremtrædende og tilbagevendende punkt på ESMA's konvergensdagsorden (jf. [tekstboks 2](#)). ESMA har kun været delvis effektiv med hensyn til at fremme en gnidningsløs anvendelse af EU-pas til markedsføring og forvaltning, og ESMA har derfor ikke været i stand til at fjerne tilsynspraksis, der skaber hindringer for markedsadgang.

Tekstboks 2

Ansvarsfordelingen mellem hjemland og værtsland drøftes stadig

ESMA og Det Fælles Udvalg for ESA'erne præciserede i henholdsvis 2017 og 2019 de eksisterende regler og deres myndigheders respektive roller. Der blev afholdt yderligere drøftelser gennem forskellige arbejdsstrømme og på en workshop i 2020. Alligevel respekteres pasordningen, ifølge hvilken hjemlandets myndigheder er eneansvarlige for at føre tilsyn med fondsforvaltere og fonde, ikke fuldt ud, samtidig med at værtsmyndighedernes rolle er begrænset til at sikre overholdelse af de lokale adfærdsregler.

53 Vi bemærker også, at alle de spørgsmål vedrørende konvergens, som ESMA fremhævede i sin skrivelse til Kommissionen om FAIF-direktivets gennemgang²¹, i vid udstrækning var blevet dækket af konvergensarbejdet. Dette viser, at ESMA's indsats kun har været effektiv i begrænset omfang.

54 Et andet eksempel vedrører delegering. Både UCITS-direktivet og FAIF-direktivet giver administrationselskaber mulighed for at uddelegere funktioner til tredjeparter. Ifølge ESMA varierer tilsynsmetoderne og -resultaterne dog fortsat, når det gælder omfanget af den tilladte delegering og de funktioner, der kan delegeres (jf. [tekstboks 3](#)).

²¹ ESMA's skrivelse vedrørende gennemgang af FAIF-direktivet, ESMA34-32-550, 18. august 2020.

Tekstboks 3

Delegeringens omfang

ESMA fremhævede, at porteføljepleje i nogle medlemsstater i vid udstrækning eller endda fuldt ud uddelegeres til tredjeparter inden for eller uden for FAIF- eller UCITS-administrationselskabet koncern, hvilket potentielt kan være uden for EU. I disse tilfælde arbejder størstedelen af de operationelle medarbejdere, der udfører porteføljepleje/risikostyring, administrationsarbejde og andre funktioner, på delegationsbasis for de relevante fonde og er derfor ifølge ESMA ikke direkte ansat af det godkendte FAIF- eller UCITS-administrationselskab. Desuden betales en stor del af forvaltningsgebyrerne til de delegerede. For ESMA rejser sådanne (markeds-)praksis i nogle medlemsstater spørgsmålet om, hvorvidt disse AIF'er og UCITS'er stadig kan forvaltes effektivt af de godkendte FAIF- eller UCITS-administrationselskaber.

Kilde: ESMA's skrivelse vedrørende gennemgang af FAIF-direktivet, ESMA34-32-550, 18. august 2020.

55 Vi bemærkede endvidere, at ESMA oplever en vis modstand fra de kompetente nationale myndigheder i dens bestræbelser på at øge gennemsigtigheden. Obligatoriske publikationer som f.eks. årsberetningen om sanktioner eller den årlige statistiske rapport om performance for og omkostninger ved EU-detailinvesteringsprodukter giver værdifulde oplysninger, herunder indblik i forskellene mellem medlemsstaterne med hensyn til markedsforhold og tilsynets indgribende karakter. Der er imidlertid betydelig modstand fra de kompetente nationale myndigheder, når det drejer sig om at offentliggøre resultaterne af de fælles tilsynsforanstaltninger. De endelige rapporter om de fælles tilsynsforanstaltninger er aldrig blevet offentliggjort.

De kompetente nationale myndigheder foretrækker de mindre indgribende forberedende værktøjer, der ikke er så effektive

56 Tidligere anvendte ESMA primært retningslinjer, udtalelser og dokumenter med spørgsmål og svar. Vi fandt dokumentation for, at disse forberedende værktøjer ikke er særlig effektive med hensyn til at fremme tilsynsmæssig konvergens. ESMA har for nylig fokuseret mere på gennemførelsesværktøjer såsom koordineringsnetværk og fælles tilsynsforanstaltninger.

57 Næsten halvdelen af de kompetente nationale myndigheder mente ikke, at de mere indgribende værktøjer såsom mægling og anlæggelse af sager om overtrædelse af EU-retten var nyttige, og foretrak klart forberedende værktøjer. ESMA har stort set aldrig anvendt de mere indgribende værktøjer. Disse beføjelser ville imidlertid give ESMA mulighed for at påvirke tilsynsforanstaltninger og -resultater direkte i enkeltsager eller tage hånd om tilfælde af manglende eller ukorrekt anvendelse af EU-retten.

ESMA har ingen mekanisme til måling af effektivitet

58 ESMA's årlige arbejdsprogrammer fastsætter mål, men beskriver overvejende planlagte aktiviteter frem for at fastlægge specifikke output eller verificerbare mål. Hvad angår de anvendte værktøjer, viser de, at ESMA foretrækker at fremme udvekslinger mellem tilsynspraktikere om tilsynspraksis gennem drøftelser af specifikke konkrete tilfælde eller af de nyligt indførte fælles tilsynsforanstaltninger. Dette er en nyttig tilgang til at opnå en bedre forståelse af tilsynspraksis, som med tiden kan bidrage til udviklingen af en fælles tilsynskultur.

59 At tilsynsmyndigheder fra forskellige kompetente nationale myndigheder taler med hinanden, udveksler erfaringer og potentielt lærer af hinanden, er i sig selv et vigtigt resultat. Vi konstaterede, at det i nogen grad lykkedes ESMA at fremme fælles tilgange og forbedre tilsynskvaliteten, når ESMA indledte, koordinerede og støttede specifikke tilsynsaktiviteter for at afhjælpe individuelle risici i hele EU, f.eks. gennem fælles tilsynsforanstaltninger. ESMA har imidlertid ikke megen dokumentation for, at dens aktiviteter i væsentlig grad har mindsket de eksisterende forskelle.

60 Vi anerkender, at det er en kompleks opgave at måle virkningen af ESMA's konvergensarbejde. ESMA's nuværende resultatfokuserede performancemåling (herunder nye resultatorienterede nøgleresultatindikatorer, der blev indført i 2019) gør det imidlertid ikke muligt at måle, i hvilket omfang ESMA har bidraget til at mindske de eksisterende forskelle i tilsynspraksis og -resultater. ESMA er ikke i stand til at vurdere graden af forskel, undtagen på nogle områder, hvor ESMA har gennemført peerevalueringer eller drøftelser af sager og fælles tilsynsforanstaltninger. ESMA har desuden ikke et fuldstændigt billede af, hvordan de kompetente nationale myndigheder anvender EU-retten i praksis. Dette billede er i vid udstrækning baseret på, hvad de kompetente nationale myndigheder deler. ESMA har ikke førstehåndsviden om de kompetente nationale myndigheders tilsynsaktiviteter eller adgang til faktiske beviser, f.eks. i form af tilsynsdokumenter.

ESMA's arbejde har afsløret svagheder i tilsynet og potentielle konkurrenceforvridninger

61 I henhold til IOSCO's kerneprincipper²², som udgør de globale standarder for regulering af værdipapirer, er en stærk og streng håndhævelse af værdipapirlovgivningen afgørende for at fremme investorenes tillid. UCITS-direktivet og FAIF-direktivet indeholder et omfattende sæt lovgivningsmæssige beføjelser til at gribe ind over for fondes og fondsforvalteres overtrædelser af lovgivningsmæssige krav. Disse beføjelser spænder fra administrative sanktioner til forbud og endda inddragelse af tilladelser og giver mulighed for effektiv retshåndhævelse.

62 ESMA's arbejde viser, at kvaliteten af tilsynet varierer fra medlemsstat til medlemsstat. ESMA har været effektiv med hensyn til at øge de kompetente nationale myndigheders fokus på overvågning og har sikret, at der findes fælles tilgange til indsamling af oplysninger (herunder identifikation af branchens manglende overholdelse af de lovgivningsmæssige krav). ESMA's arbejde med skabsindeksering og omkostninger og gebyrer samt de fælles tilsynsforanstaltninger om likviditetsrisikostyring er gode eksempler herpå.

63 Vi konstaterede desuden, at ESMA for så vidt angår de kompetente nationale myndigheders opfølgning i langt mindre grad har påvirket tilsynspraksis og -resultater i de tilfælde, hvor ESMA's aktiviteter afslørede manglende overholdelse af de lovgivningsmæssige krav. Den viden, som ESMA har fået gennem sit konvergensarbejde, viser, at der generelt mangler håndhævelsesaktiviteter for alle kompetente nationale myndigheder i EU, om end i forskelligt omfang.

64 Vi konstaterede, at de kompetente nationale myndigheder generelt er tilbageholdende med at anvende formelle tilsynsbeføjelser på trods af ESMA's indsats for at fremme anvendelsen heraf. Vores analyse af interne ESMA-dokumenter viser, at fondsforvaltere, der overtræder de lovgivningsmæssige krav, nærmest kun løber en risiko for at blive anmodet af den kompetente nationale myndighed om at overholde kravene, blive bedt om at tilbagebetale de ulovligt opkrævede gebyrer eller i værste fald få en lille bøde.

²² *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, maj 2017, afsnit C.1, "Principles relating to enforcement", præambel, s. 63.

65 F.eks. fremgår det af ESMA's årsberetninger om anvendelsen af sanktioner over for UCITS'er, at sanktionsbeføjelserne ikke anvendes i samme grad blandt de kompetente nationale myndigheder, og at de nationalt udstedte sanktioners antal og omfang er relativt lavt, undtagen hos visse kompetente nationale myndigheder²³. I 2020 var der 13 kompetente nationale myndigheder, der ikke pålagde nogen sanktioner. ESMA's aktiviteter, jf. ovenfor, afslører lignende svagheder i håndhævelsen.

66 Vores gennemgang af ESMA's interne rapporter viser, at der har været tilfælde af svag håndhævelse fra de kompetente nationale myndigheders side, hvorved de ikke har opfyldt deres forpligtelser. Vi konstaterede, at ESMA på trods af sin indsats ikke har formået at fremme en effektiv håndhævelse af EU-retten. I nogle tilfælde forklarede de kompetente nationale myndigheder, at de lovgivningsmæssige krav i deres land ikke er klare nok, hvilket tyder på problemer med gennemførelsen eller anvendelsen af direktiverne i de respektive medlemsstater. Efter vores opfattelse kunne sådanne tilfælde potentielt være blevet afhjulpet ved at anlægge sager om overtrædelse af EU-retten i medfør af ESMA's håndhævelsesrolle.

67 Et af målene med at fremme tilsynsmæssig konvergens er at forhindre konkurrenceforvridninger og tilsynsarbitrage, som skyldes forskellige tilsynspraksis, og at sikre, at finansielle aktiviteter ikke flyttes til lande med lempeligt tilsyn. ESMA konstaterede divergerende praksis på områder såsom delegering, der potentielt kan føre til sådanne forvridninger.

68 Dette var en af de bekymringer, der lå bag ESMA's brexitrelaterede arbejde. I den forbindelse konstaterede vi, at ESMA havde været i stand til at fastsætte fælles tilsynsstandarder for godkendelse (herunder på delegeringsområdet) af fonde og fondsforvaltere, der ikke længere havde adgang til det indre marked. ESMA havde oprettet et tilsynskoordineringsnetværk, der drøftede 250 enkeltsager på tværs af forskellige sektorområder, herunder investeringsforvaltning. Vi konstaterede, at ESMA gennem sit omfattende engagement forud for de tilsynsafgørelser, den traf, bidrog til at forhindre sådanne konkurrenceforvridninger i at opstå.

²³ [Pressemeddelelse fra ESMA.](#)

Kommissionen og ESMA har taget skridt til at beskytte investorerne bedre, men omkostningerne er fortsat høje

69 Investeringsprodukter er komplekse, og det kan være vanskeligt at sammenligne dem eller fuldt ud at forstå de risici, de indebærer, navnlig for ikkeprofessionelle (detail-)investorer. Detailinvestorer bør derfor informeres behørigt om potentielle risici. EU's retlige ramme har til formål at reducere risikoen for uhensigtsmæssigt salg, hvor der til detailinvestorer sælges finansielle produkter, der ikke passer til deres behov og forventninger²⁴.

EU-lovgivningen omfatter mange foranstaltninger til beskyttelse af investorerne

70 EU-lovgivningen til beskyttelse af investorerne fordeler sig over en lang række forordninger, direktiver, delegerede retsakter fra Kommissionen og retningslinjer fra ESMA. Nogle af disse foranstaltninger indgår i UCITS- og FAIF-direktiverne, andre i MiFID/MiFIR og PRIIP'er.

71 For detailinvestoren giver EU-rammen en relativ høj grad af beskyttelse, men den reducerer også i sig selv investorerens mulighed for at investere i ikke-EU-fonde, som ofte har lavere omkostninger.

72 Alle de kompetente nationale myndigheder og kapitalforvaltningssammenslutninger, vi spurgte, var enige eller meget enige i, at EU's retlige ramme har været effektiv med hensyn til at fremme høje standarder for investorbeskyttelse. Et betydeligt mindretal af de kompetente nationale myndigheder, herunder de kompetente nationale myndigheder i hjemstedslandene for nogle af de vigtigste UCITS'er, var imidlertid af den opfattelse, at detailinvestorer i UCITS-fonde stadig ikke er tilstrækkeligt beskyttet mod risici for

- utilstrækkelige eller ukorrekte oplysninger om skattemæssige konsekvenser (39 %)
- uforholdsmæssigt høje omkostninger og gebyrer (34 %)
- ukorrekt værdiansættelse af aktiver (26 %)
- utilstrækkelige eller ukorrekte oplysninger om aktivfordeling (18 %).

²⁴ Punkt 48 i [Europa-Parlamentets beslutning af 8. oktober 2020](#).

Trods forskellige EU-tiltag er gennemsigtighed fortsat et problem

Investorerne har nu adgang til flere oplysninger om UCITS'er

73 Ifølge UCITS-direktivet skal UCITS'er offentliggøre tre rapporter: et prospekt, en årsberetning og en halvårsrapport²⁵. I den kvalitetskontrol, Kommissionen foretog af tilsynsrapporteringen i 2019²⁶, konstaterede den, at selv om UCITS-direktivet kræver et minimumsindhold for disse dokumenter, er meget overladt til de kompetente nationale myndigheders skøn. Det betyder, at rapporteringen kan variere fra medlemsstat til medlemsstat.

74 Dokumentet med central investorinformation, der blev indført i 2011, har til formål at give detailinvestorer bedre oplysninger og indhold, der er lettere at forstå, og at gøre det lettere at sammenligne produkter. I henhold til forordningen om central investorinformation²⁷ skal det dække de væsentlige træk ved en UCITS, som en investor bør informeres om, og give (potentielle) investorer nøjagtige, redelige, tydelige og ikkevildledende oplysninger forud for aftaleindgåelsen.

75 Nøjagtigheden og pålideligheden af de oplysninger, der offentliggøres i dokumentet med central investorinformation, er omstridt. Den irske centralbank²⁸ konstaterede tilfælde, hvor det afsnit om tidligere resultater, der indgår i dokumentet med central investorinformation, ikke omfattede relevante benchmarkoplysninger. ESMA udsendte i 2019 spørgsmål og svar om benchmarkoplysninger, der præciserede disse forhold.

76 Som nogle af respondenterne i Revisionsrettens spørgeundersøgelse påpegede, er omkostningsoplysningerne i det nuværende dokument med central investorinformation ufuldstændige og kan vildlede investorerne ved at få dem til at tro, at omkostningerne er lavere, end de rent faktisk er. Navnlig er transaktionsomkostninger ikke medregnet i nøgletallet for de samlede udgifter.

²⁵ Artikel 68-74 i direktiv 2009/65/EF.

²⁶ SWD(2019) 402 final.

²⁷ Kommissionens forordning (EU) nr. 583/2010 af 1. juli 2010 om gennemførelse af direktiv 2009/65/EF for så vidt angår central investorinformation.

²⁸ Irlands centralbank, "Thematic review of closet indexing" (skrivelse til branchen af 18. juli 2019).

77 PRIIP-forordningen²⁹, som trådte i kraft i 2018, indførte et ensartet dokument med central information, som finder anvendelse på en lang række detailinvesteringsprodukter. UCITS'er og AIF'er var dog midlertidigt undtaget fra dette krav. Efter langvarige høringer af interessenterne indgik Det Fælles Udvalg for ESA'erne i januar 2021 et kompromis om at medtage tidligere resultater i dokumentet med central information, og i september 2021 vedtog Kommissionen en delegeret forordning om spørgsmålet.

ESMA har gjort omkostninger og gebyrer mere gennemsigtige, men der er stadig problemer med dataene

78 ESMA har siden 2019 offentliggjort en årlig rapport om resultaterne for og omkostningerne ved EU-detailinvesteringsprodukter. Rapporten har til formål at advare investorerne om omkostningernes betydelige indvirkning på det endelige afkast på deres investeringer. ESMA's rapport giver et godt overblik over resultaterne for og omkostningerne ved forskellige typer fonde, men lider under en række svagheder:

- Den angiver omkostninger efter aktivklasse (egenkapital/obligationer/blandede/alternative), efter forvaltningstype (aktiv eller passiv) og efter fondshjemsted, men ikke efter distributionsland, hvilket gør det vanskeligt at vurdere, om det indre marked har mindsket omkostningsforskellene mellem de nationale markeder.
- Der er en begrænset opdeling af omkostninger efter type (f.eks. administrationsgebyrer), eller også er der slet ingen (f.eks. hvad angår distribution og tilskyndelser). Dette hænger sammen med manglen på detaljerede tilgængelige data og afhængigheden af undersøgelser, som de kompetente nationale myndigheder har foretaget, og det begrænser forklaringerne på, hvorfor omkostningerne er højere på nogle fondshjemsteder end på andre.
- Rapporten er baseret på data, der er mere end ét år gamle, og det samme gælder for ESMA's årsberetning om AIF'er.

²⁹ Europa-Parlamentets og Rådets forordning (EU) nr. 1286/2014 af 26. november 2014 om dokumenter med central information om sammensatte og forsikringsbaserede investeringsprodukter til detailinvestorer (PRIIP'er).

79 ESMA påpeger i sine metodologiske bilag, at en vurdering af resultaterne for og omkostningerne ved de investeringsprodukter, der ligger inden for ESMA's ansvarsområde, hindres strukturelt af manglen på relevante reguleringsmæssige data,

- eftersom der ikke foreligger UCITS-fondsdata på EU-plan, og de kommercielt tilgængelige data har en begrænset detaljeringsgrad og nøjagtighed.
- ESMA påpeger desuden, at FAIF-direktivets reguleringsmæssige data ikke omfatter detaljeret dokumentation af fondsomkostninger.

ESMA og Kommissionen har endnu ikke udarbejdet sammenligningsværktøjer til detailinvestorerne

80 Der har været fokus på at give investorerne tilstrækkelige oplysninger om individuelle fonde, men det er fortsat vanskeligt at få et overblik over alle de fonde, der udbydes, og sammenligne produkter. Europa-Parlamentet³⁰ har efterlyst "initiativer, der er rettet specifikt mod detailinvestorer, og som bl.a. fremmer udviklingen af uafhængige webbaserede EU-sammenligningsværktøjer, for at hjælpe detailinvestorer med at finde de produkter, som er bedst egnede hvad angår risiko, investeringsafkast og værdi i forhold til deres særlige behov og præferencer".

Grønvaskning udgør en stigende risiko

81 Et stigende antal UCITS'er markedsføres som ESG-fonde, hvilket skaber risiko for "grønvaskning". Forordningen om oplysninger om bæredygtig finansiering finder anvendelse på investeringsfonde. Den har som målsætning at øge gennemsigtigheden og bekæmpe grønvasnkning. Da de fleste oplysningsforpligtelser først trådte i kraft den 10. marts 2021, er det for tidligt at vurdere forordningens effekt. ESMA har på grundlag af sit [svar](#) på Kommissionens høring om den nye strategi for bæredygtig finansiering for nylig opfordret til lovgivningsmæssige tiltag vedrørende ESG-vurderinger og -vurderingsværktøjer³¹.

³⁰ Europa-Parlamentets beslutning af 8. oktober 2020 om den videre udvikling af kapitalmarkedsunionen: bedre adgang til kapitalmarkedsfinansiering, navnlig for SMV'er, og yderligere fremme af detailinvestors deltagelse (2020/2036(INI)).

³¹ Skrivelse fra ESMA's formand Steven Maijor til kommissær Mairead McGuinness, 28. januar 2021, ESMA30-379-423.

82 Markedet for ESG-vurderinger og andre vurderingsværktøjer er i øjeblikket ureguleret, og der føres heller ikke tilsyn med det. Når man hertil lægger de stigende lovgivningsmæssige krav om at medtage ESG-oplysninger, er der øget risiko for grønvaskning, fejlallokering af kapital og uhensigtsmæssigt salg af produkter.

ESMA, Kommissionen og de kompetente nationale myndigheder har bidraget til en nedadgående tendens for UCITS-omkostningerne

Omkostningerne er fortsat høje

83 UCITS-omkostningerne er siden 2017 faldet en smule efter i mange år at have ligget stabilt på et højt niveau. De er dog stadig meget højere end for en gennemsnitlig fond med hjemsted i USA. Dette tilskrives som regel, at fondene i EU har en mindre størrelse (jf. punkt 04), og at de passive fonde og ETF'erne har en lavere markedsandel (8,3 %). Det gælder bl.a. for fonde med hjemsted i Luxembourg og Irland, at de opkræver omkostninger, der ligger over gennemsnittet³².

84 Aktivt forvaltede aktiefonde klarede sig brutto en smule bedre end passivt forvaltede fonde, men underpræsterede på nettobasis på grund af højere omkostninger. ESMA konstaterede, at større fonde havde lavere omkostninger takket være stordriftsfordele i forvaltningen af fondene. For aktiefondene var omkostningerne i gennemsnit 1,4 % for de største fonde og 1,8 % for de mindste fonde.

Brugen af skabsindeksering er faldet, men fortsætter

85 En ESMA-undersøgelse fra 2019 viste, at der fortsat er forskelle i den måde, hvorpå begrebet "uberettigede omkostninger" fortolkes på tværs af EU, og i den tilsynsmæssige tilgang til omkostningsrelaterede bestemmelser. Ifølge ESMA³³ giver denne manglende konvergens ikke blot mulighed for tilsynsarbitrage og risikerer at hæmme konkurrencen på EU-markedet, men kan også føre til forskellige niveauer af investorbeskyttelse, afhængigt af hvor en fond er hjemmehørende.

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

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

86 Skabsindeksering er en praksis, hvor kapitalforvaltere hævder, at de forvalter deres fonde aktivt med henblik på at overgå benchmarkindekset. I virkeligheden lægger de sig dog meget tæt op ad et benchmark, hvilket kræver en mindre indsats af kapitalforvalteren. For disse fonde opkræves der normalt højere administrationsgebyrer end for passivt forvaltede fonde³⁴. ESMA udførte for fem år siden en analyse, der viste, at mellem 5 % og 15 % af de EU-aktiefonde, der hævder, at de er aktivt forvaltet, muligvis reelt er indekstrackere (jf. også [tekstboks 4](#)). Nyere tal fra 2020 viser, at denne procentdel er faldet til mellem 2 % og 6 %.

Tekstboks 4

Skabsindeksering

I 2018-2019 foretog Irlands centralbank en tematisk gennemgang af skabsindeksering³⁵, der omfattede alle de godkendte irske UCITS-fonde, der var klassificeret som aktivt forvaltede. De vigtigste resultater af gennemgangen er som følger:

- Investorerne fik ikke altid tilstrækkelige eller nøjagtige oplysninger om fondens investeringsstrategi i prospektet og dokumentet om central investorinformation.
- Der var tilfælde af ringe forvaltning og kontrol.
- Der var tilfælde, hvor fonden havde et mål om at overgå et indeks, der var mindre end det gebyr, der blev opkrævet, hvilket betød, at gebyret ville ophæve en eventuel overopfyldelse af målet.
- I nogle tilfælde blev der i afsnittet om tidligere resultater i dokumentet med central investorinformation ikke medtaget noget sammenligningsgrundlag, hvilket betyder, at investorer i disse fonde ikke var i stand til at fastslå, om fonden gav god værdi i forhold til dens benchmark.

87 I 2021 iværksatte ESMA en fælles tilsynsforanstaltning om omkostninger med henblik på at undersøge, om fondsforvaltere: 1) overholder bestemmelserne om omkostningsrelaterede oplysninger og udfører deres forretningsaktiviteter med passende dygtighed, omhu og hurtighed og til gavn for den fond, de forvalter,

³⁴ ESMA's erklæring "Supervisory work on potential closet index tracking", 2. februar 2016, ESMA/2016/165. Jf. også TRV-rapport nr. 1/2021.

³⁵ Irlands centralbank, "Thematic review of closet indexing" (skrivelse til branchen af 18. juli 2019).

2) handler ærligt og redeligt og 3) ikke pålægger investorerne unødige omkostninger³⁶. De fælles tilsynsforanstaltninger omfatter både UCITS'er og AIF'er, der markedsføres til detailinvestorer, og de skal bidrage til at kontrollere, dels om forvalterne har indført prispolitikker, der gør det muligt klart at bestemme og kvantificere alle de omkostninger, der pålægges fonden, dels om politikkerne anvendes korrekt i praksis. Resultaterne forventes tidligt i 2022.

EU har ikke truffet tilstrækkelige foranstaltninger mod tilskyndelser

88 Hvorvidt potentielle investorer i fonde er godt beskyttet og er i stand til at vælge den investering, der passer bedst til deres behov, afhænger ikke kun af de krav, der stilles til fondene og fondsforvalterne, men også af den rådgivning, de modtager fra deres finansielle formidlere.

89 Op mod halvdelen af omkostningerne består af tilskyndelser, som stadig er tilladt i de fleste medlemsstater. Lovgivningen³⁷ fastsætter blot, at tilskyndelser ikke må skabe en interessekonflikt, og at de skal offentliggøres. De bør udformes, så de forbedrer kvaliteten af den pågældende tjeneste, som kunden ydes, og bør ikke modvirke, at selskabet overholder sin pligt til at handle ærligt, redeligt og professionelt i overensstemmelse med kundernes bedste interesser. Nogle medlemsstater, som f.eks. Nederlandene, har indført et forbud mod tilskyndelser, som for mange UCITS'er tegner sig for ca. halvdelen af de løbende omkostninger.

90 Kommissionen påpegede, at distributionsmodellen på det europæiske fastland stadig i vid udstrækning er baseret på den provisionsbaserede vederlagsmodel, hvor banker og forsikringselskaber er de mest udbredte slutkundedistributører³⁸. Undersøgelsen viser også, at de løbende gebyrer for obligationsfonde, aktiefonde og blandede fonde er meget lavere i de lande, der har indført et forbud mod tilskyndelser. Fordi provision er den vigtigste drivkraft, er passive fonde (herunder ETF'er), som sjældent betaler provision, traditionelt blevet forsømt af bankerne, der ikke er villige til at markedsføre produkter med lave gebyrer³⁹.

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

³⁷ Direktiv 2014/65/EU om markeder for finansielle instrumenter.

³⁸ Europa-Kommissionen, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, endelig rapport, 2018, s. 26.

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

91 ESMA anlagde i sin tekniske rådgivning til Kommissionen fra marts 2020⁴⁰ ikke en klar holdning til et fuldstændigt forbud mod tilskyndelser for alle MiFID-investeringserviceydelser. De forbrugerorganisationer, vi interviewede, støtter et sådant forbud. Kommissionen overvejer nu dette spørgsmål inden for rammerne af sin EU-strategi for detailinvestorer.

92 I 2017 gennemførte en privat kontrahent mystery shopping på Kommissionens vegne og konstaterede, at ikkeuafhængige rådgivere i banker og forsikringselskaber næsten udelukkende foreslog (ét eller et udvalg af få) interne produkter⁴¹. De fleste robotrådgivere anbefaler derimod som regel ETF'er. Den kompetente franske myndighed fremhævede efter at have gennemført mystery shopping, at produkter såsom ETF'er (eller andre lavprisinvesteringsfonde) ikke udbydes til detailinvestorer, selv om de tilsyneladende svarer til deres investeringsbehov⁴².

Identificering af systemiske risici kræver yderligere fremskridt

93 En systemisk risiko er en risiko for forstyrrelse af det finansielle system med potentiale til at få alvorlige negative konsekvenser for det indre marked og økonomien som helhed. ESMA skal i samarbejde med ESRB⁴³ udvikle en fælles tilgang til og kriterier for identificering og måling af den systemiske risiko, som de centrale deltagere på det finansielle marked udgør, samt en passende ordning for stresstest, som gør det muligt at evaluere den systemiske risiko. De deltagere på det finansielle marked, som udgør en systemisk risiko, underlægges skærpet tilsyn.

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

⁴¹ Europa-Kommissionen, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, endelig rapport, 2018, s. 22.

⁴² Autorité des marchés financiers: *Risk and Trend Mapping No 17*, "2016 Risk Outlook".

⁴³ ESRB blev oprettet i 2009, hvor det fik ansvaret for makrotilsynet med det finansielle system i EU med henblik på at bidrage til at forebygge eller afbøde systemiske risici for den finansielle stabilitet.

Vurderingen og opfølgningen af systemiske risici er i en tidlig fase

94 Hverken ESMA eller ESRB foretog en opgørelse over de eksisterende praksis for overvågning af systemiske risici i medlemsstaterne. De kompetente nationale myndigheder er imidlertid repræsenteret i ledelsen af både ESMA og ESRB samt i tekniske arbejdsgrupper.

95 Rådet for Finansiell Stabilitet (FSB)⁴⁴ identificerede følgende kategorier af systemiske risici:

- likviditetsmismatch mellem investeringsfondenes aktiver og indløsningsbetingelserne
- gearing i investeringsfonde
- operationelle risici
- risici fra udlånstransaktioner i værdipapirer⁴⁵.

96 Vi konstaterede, at den første kategori er omfattet af ESMA's retningslinjer, og at overvågningen i forbindelse med stresssimuleringen (jf. punkt [104-106](#)) er påbegyndt. Den anden kategori er omfattet af retningslinjerne for AIF'erne, mens gearingsrisikoen for UCITS'er er begrænset af den lovgivningsmæssige ramme. ESMA udarbejdede også et udkast til en håndbog om risikoanalyse vedrørende AIF'er til brug for de kompetente nationale myndigheder. Desuden fremsatte ESRB to henstillinger, der vedrørte aspekter af de to første risikokategorier⁴⁶, og konkluderede, at ESMA samlet set er i fuld overensstemmelse med dem. ESRB's relaterede henstillinger fra 2017 (gennemførelsesfrist: 31. december 2020) om lovgivningsmæssige ændringer (f.eks. likviditetsstyringsværktøjer, likviditetsmismatch og UCITS-rapportering) er endnu ikke blevet behandlet af Kommissionen. Kommissionen oplyste os om, at den ville foreslå de lovgivningsmæssige ændringer som led i den igangværende gennemgang af FAIF-direktivet.

⁴⁴ FSB er et internationalt organ, der overvåger og fremsætter anbefalinger om det globale finansielle system.

⁴⁵ FSB (12. januar 2017): *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*.

⁴⁶ ESRB/2017/6 og ESRB/2020/4.

97 Den lovgivningsmæssige ramme indeholder generelle bestemmelser om risikostyring og forretningskontinuitet⁴⁷. Operationelle risici (herunder risici vedrørende forretningskontinuitet og overførsel af kundeaktiver under pressede markedsforhold samt omdømmemæssige risici) er imidlertid ikke omfattet af ajourførte ESMA-retningslinjer.

98 I 2017 anbefalede FSB tilsynsmyndighederne at overvåge godtgørelser fra agenter/långivere for at identificere risici eller tilsynsarbitrage, der kan påvirke den finansielle stabilitet negativt⁴⁸. Sådanne tjenester er ikke anført i FAIF- og UCITS-direktiverne.

99 ESMA's risikovurderingsarbejde vedrørende investeringsfonde er hovedsagelig omhandlet i fire centrale rapporter:

- en risikotavle (offentliggøres to gange om året)
- en rapport om tendenser, risici og sårbarheder (TRV-rapport)
- en årlig statistisk rapport om resultater for og omkostninger ved EU-detailinvesteringsprodukter
- en årlig statistisk rapport om alternative investeringsfonde i EU.

100 ESMA's risikotavle anvender et omfattende sæt indikatorer og giver en kort og præcis analyse, men vi konstaterede, at tavlen ikke systematisk angiver landerelaterede risici, som på sin side kunne anvendes til makroprudentielle formål.

101 Vi konstaterede, at ESRB's risikoovervågning af ikkebankmæssig finansiel formidling giver en god analyse af investeringsfondssektoren ved at anvende enheds-, aktivitets- og produktbaserede metoder til at opdele fondene præcist efter type. Fondenes typer og aktiver er opdelt efter land, men det er risiciene ikke.

⁴⁷ F.eks. artikel 57, stk. 3, i den delegerede level 2-forordning (EU) 231/2013 om FAIF-direktivet og artikel 4, stk. 3 i Kommissionens level-2-direktiv 2010/43/EU om UCITS'er.

⁴⁸ FSB (12. januar 2017): *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, anbefaling 14.

102 Vi konstaterede, at et mere fuldstændigt overblik og analysens pålidelighed er begrænset af følgende:

- o manglende tilgængelighed/anvendelighed af nogle af AIF-dataene (jf. [121](#) og [123](#))
- o forsinkelser i anvendelsen af pengemarkedsforeninger/vanskeligheder ved at anvende nogle af dataene omfattet af FAIF-direktivet (jf. punkt [111](#) og [121-122](#)).

Der gennemføres ingen stresstest som led i tilsynsprocessen, og den påbegyndte opfølgning på stresssimuleringen er endnu ikke tilstrækkelig

103 Stresstest som led i tilsynsprocessen bør føre til identificering af de fonde, der udgør en systemisk risiko, og af mønstre for systemiske risici, så disse kan afbødes⁴⁹. ESMA har beføjelser til i samarbejde med ESRB at iværksætte og koordinere EU-dækkende stresstest med henblik på at vurdere modstandsdygtigheden hos deltagere på det finansielle marked over for ugunstige markedsudviklinger.

104 ESMA har endnu ikke gennemført en stresstest af investeringsfonde som led i tilsynsprocessen, men gennemførte i 2019 en stresssimulering for at vurdere EU-fondsbranchens modstandsdygtighed og påpege potentielle sårbarheder. Simuleringen blev foretaget på 6 600 UCITS-fonde med fastforrentede værdipapirer, der havde en indre værdi på i alt 2 490 milliarder euro⁵⁰. Der blev anvendt et indløsningschok på fondene, og indvirkningen heraf på markedet blev simuleret. Der blev anvendt kommercielle data, idet ESMA anså dataene fra de kompetente nationale myndigheder for at være for heterogene.

105 Stresssimuleringsrammen er et godt udgangspunkt. Der er dog svagheder ved de nuværende værktøjer, den tekniske infrastruktur og datakvaliteten. Der var ingen systematisk opfølgning på resultaterne af stresssimuleringen. Resultaterne blev udvekslet med 11 kompetente nationale myndigheder på et frivilligt grundlag, men kun fem valgte at få en opfølgende drøftelse med ESMA. Én af de kompetente nationale myndigheder, der har en betydelig fondsbranche, ønskede ikke nogen opfølgende drøftelse med ESMA. I forbindelse med de årlige statistiske rapporter sendte ESMA også lister til de kompetente nationale myndigheder om de fonde, der

⁴⁹ Artikel 22, stk. 2, og artikel 23 i [ESMA-forordningen](#).

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

viste risici, men der blev ikke foretaget nogen særlig opfølgning eller indhøstet erfaringer om de leverede oplysninger.

106 I maj 2020 henstillede ESRB, at ESMA undersøgte investeringsfondenes likviditetsrisiko⁵¹. ESMA gjorde dette i sin rapport fra november 2020, i hvilken forbindelse stresssimuleringsrammen også blev anvendt. Alle resultater blev udvekslet med de kompetente nationale myndigheder i december 2020, herunder navnene på de fonde, der ansås for potentielt risikable. ESMA's medarbejdere blev seks måneder senere enige med medlemmerne af IMSC om at rapportere om de opfølgende foranstaltninger, som blev truffet af de kompetente nationale myndigheder, herunder om listen over potentielt risikable fonde. De kompetente nationale myndigheder skulle rapportere tilbage til ESMA i oktober 2021 med et udtømmende svar. På trods af denne pause er dette en væsentlig forbedring. Individuelle navne på fonde, der ansås for potentielt risikable, blev ikke videregivet til ESRB.

107 Det konceptuelle arbejde i forbindelse med top-down-stresstest⁵² samt en omfattende model, der skal beskrive den indbyrdes forbindelse mellem bank-, fonds- og forsikringssektoren for at give et samlet billede af den systemiske risiko, har indtil videre ikke ført til en systematisk projektplan hos ESMA. Dette arbejde kunne også omfatte hedgefonde og fonde, der ikke er underlagt tilsyn i EU⁵³, men som udgør en trussel mod det finansielle system.

De interne retningslinjer for stresstest er passende, men resultaterne af stresstestene anvendes ikke effektivt

108 Stresstestning af investeringsfondenes likviditet har til formål at vurdere, hvor modstandsdygtige fondene er på individuelt plan eller brancheplan over for indløsningschok. Stresstest kan enten udføres af fondene selv (intern stresstest) eller af tilsynsmyndigheden (stresstest som led i tilsynsprocessen). Hvad angår interne stresstest er de retlige rammer forskellige for AIF'erne, UCITS'erne og

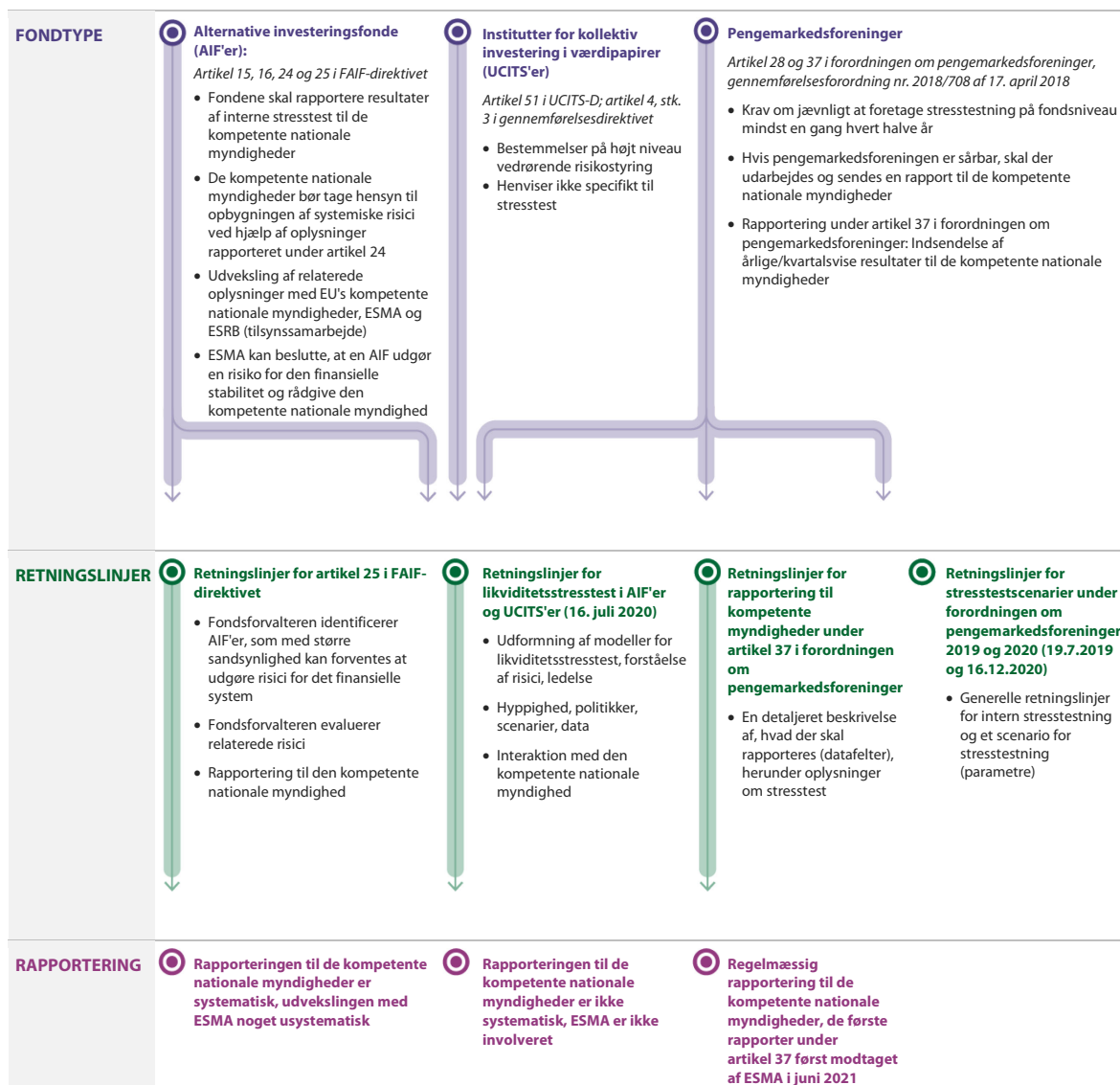
⁵¹ Det Europæiske Udvalg For Systemiske Risici henstilling om likviditetsrisici i investeringsforeninger (ESRB/2020/4).

⁵² F.eks. Gourdel, Maqui og Sydow (2019): *Investment funds under stress*, arbejdspapir fra ECB, nr. 2323.

⁵³ Fonde, der ikke er underlagt tilsyn i EU, kan være vigtige aktivklasser for investorerne, herunder de finansielle institutioner.

pengemarkedsforeningerne. **Figur 9** viser sammenhængen mellem fondstyper, lovgivning og relaterede retningslinjer.

Figur 9 - Stresstestordninger for AIF'er, UCITS'er og pengemarkedsforeninger



Kilde: Revisionsretten.

109 Vi konstaterede, at ESMA udarbejdede passende retningslinjer for interne stresstest for både UCITS'er og AIF'er. Det er imidlertid helt op til de kompetente nationale myndigheders skøn, i hvor høj grad de vil gennemgå eventuelle resultater af de interne stresstest, og ESMA har ingen oplysninger i den henseende. Herudover udfører UCITS'er interne stresstest og skal kun rapportere til deres kompetente nationale myndigheder i tilfælde af væsentlige risici. I givet fald skal de kompetente nationale myndigheder derefter underrette ESMA. Dette er imidlertid endnu ikke sket.

Selv om ESMA har adgang til stresstestresultaterne for AIF'er, er den underliggende metode op til fondsforvalterens skøn, og ESMA har derfor ikke sammenlignet eller anvendt resultaterne.

110 Med hensyn til pengemarkedsforeninger fastsætter forordningen om pengemarkedsforeninger, at ESMA skal offentliggøre retningslinjer, der indeholder fælles referenceparametre for stresstest. I den forbindelse fastsatte ESMA et kraftigt indløsningschok (en indløsningsprocent på 30-40 %), men fulgte ESRB's kalibrering af parametre (f.eks. rentesatser og valutakurser) i stedet for selv at fastsætte størrelsen af disse parametre. ESMA anmodede ikke om forudgående følsomhedsanalyser af parametrene for at få en bedre forståelse af risikofaktorerne. ESMA foretager dog efterfølgende analyser af parametrenes virkning efter modtagelse af resultaterne.

111 På grund af de retlige rammer foretages der ingen systematisk aggregering, analyse eller indberetning af UCITS-stresstestdata, undtagen vedrørende pengemarkedsforeninger. Sådanne data kan ellers anvendes til at udvikle stresstest som led i tilsynsprocessen eller backteste resultater af stresssimuleringer. For pengemarkedsforeninger blev de indberettede data modtaget meget sent, og ESMA begyndte først at analysere data fra første kvartal 2020 - modtaget medio 2021 - hen imod slutningen af året.

Identificeringen af risici for den finansielle stabilitet og investorerne hæmmes af mangler og overlapninger i dataindsamlingen

112 Effektiv overvågning af systemiske risici og risici for investorer afhænger af, at der foreligger egnede data. Dataene skal være tilstrækkeligt detaljerede, af god kvalitet og sammenlignelige på tværs af landene, så der kan foretages meningsfulde risikoanalyser. For at være effektiv bør dataindsamlingen ikke skabe unødvendige byrder for branchen og bør opfylde databehovene hos alle de myndigheder, der har brug for adgang til oplysningerne for at kunne opfylde deres mandater.

113 UCITS-direktivet, FAIF-direktivet og forordningen om pengemarkedsforeninger kræver hver især, at fonde eller fondsforvaltere indberetter data til de kompetente nationale myndigheder. Datatypen og -formatet samt den detaljeringsgrad, hvormed dataene skal indberettes, varierer imidlertid afhængigt af investeringsfondstypen, og de kompetente nationale myndigheder er ikke altid forpligtet til at dele dataene med ESMA eller ESRB. Kravene afspejler den pågældende fonds risikoniveau, men også hvor

gammel den pågældende retsakt er. Rapporteringsordningen for pengemarkedsforeninger er mere omfattende end den ordning, der er fastsat i FAIF-direktivet og UCITS-direktivet. Den er baseret på detaljerede data, hvor der anvendes internationale identifikatorer.

Manglen på en harmoniseret rapporteringsordning for UCITS'er hæmmer ESMA's evne til at vurdere fondenes kriseberedskab og gennemføre stresstest

114 FAIF-direktivet fastsætter rapporteringsforpligtelser, som FAIF'er skal opfylde over for de kompetente nationale myndigheder i deres hjemland. Dette omfatter kravet om at give nærmere oplysninger om de fonde, som en bestemt FAIF forvalter, herunder om investeringsstrategier, samt om de vigtigste markeder, de indre værdier og porteføljernes likviditetsprofil⁵⁴. De kompetente nationale myndigheder skal dele disse data regelmæssigt med ESMA (jf. *bilaget*)⁵⁵.

115 Til gengæld findes der i øjeblikket ingen harmoniseret rapporteringsramme for UCITS'er på EU-plan. UCITS-direktivet fastsætter minimumsindholdet for nogle af de centrale dokumenter, som de enkelte UCITS'er skal udstede, mens de kompetente nationale myndigheder fortsat selv vælger, hvilke andre oplysninger de vil indberette. Som følge heraf varierer rapporteringspraksis meget mellem de kompetente nationale myndigheder med hensyn til rapporteringshyppighed, omfattede UCITS'er og rapporterede data⁵⁶. De data, der genereres, er ikke sammenlignelige.

⁵⁴ FAIF-direktivet, artikel 24.

⁵⁵ FAIF-direktivet, artikel 25, stk. 2.

⁵⁶ ESRB/2017/6.

116 Manglen på detaljerede rapporteringskrav for UCITS'er gjorde det vanskeligt for ESMA at foretage de analyser, der var nødvendige for at vurdere kriseberedskabet hos investeringsfonde med betydelig eksponering for erhvervsobligationer og fast ejendom i forbindelse med covid-19-krisen⁵⁷. Dette hindrede ligeledes ESMA i at gennemføre stresssimuleringer og stresstest som led i tilsynsprocessen.

117 Desuden kræver UCITS-direktivet ikke udtrykkeligt, at de kompetente nationale myndigheder deler data, der indsamles i tilsynsøjemed, med ESMA, men ESMA kan anmode om oplysninger med henblik på at opfylde sine forpligtelser⁵⁸. Hvis den kompetente nationale myndighed ikke i tilstrækkelig grad kan imødekomme ESMA's anmodning, kan ESMA henvende sig til andre nationale myndigheder, herunder nationale centralbanker og statistiske kontorer, eller henvende sig direkte til markedsdeltagerne. Ifølge ESMA skal sådanne anmodninger om data stadig godkendes af dets tilsynsråd, og derfor fremsættes de kun undtagelsesvis.

118 Resultaterne af en undersøgelse, som ESMA foretog af ti kompetente nationale myndigheder i 2021, viser, at de fleste kompetente nationale myndigheder indsamler data om UCITS'er og UCITS-administrationselskaber, men at rapporteringsordningerne er meget forskellige. ESMA har indtil videre ikke anmodet dem om at indberette disse data, fordi der mangler direkte adgang til og konsekvens i rapporteringen.

119 ESMA og ESRB er derfor afhængige af andre, hovedsagelig kommercielle, datakilder for så vidt angår rapportering om og analyse af UCITS'er (jf. [bilaget](#)). Ifølge ESMA og de interessenter, vi talte med, skaber afhængigheden af kommercielle data udfordringer med hensyn til dataenes fuldstændighed og kvalitet, selv om fondene ofte rapporterer til de kommercielle udbydere.

⁵⁷ ESRB/2020/4.

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

120 ESRB henstillede i 2017, at EU-lovgiverne iværksatte en harmoniseret rapporteringsordning for UCITS'er⁵⁹. Der er imidlertid ikke blevet fulgt op på denne henstilling. Et flertal af de kompetente nationale myndigheder og kapitalforvaltningssammenslutninger, som vi undersøgte, var enige eller meget enige i, at den retlige ramme for investeringsfonde ville drage fordel af forbedrede rapporteringskrav. De foreslår, at en fremtidig rapporteringsordning for UCITS'er tilpasses rapporteringsordningen under FAIF-direktivet, idet der tages hensyn til forskellene mellem de to typer investeringsfonde.

Nogle væsentlige rapporteringskrav er ikke obligatoriske i FAIF-direktivet

121 FAIF-direktivet indeholder en harmoniseret rapporteringsordning, men ordningens anvendelighed hæmmes af, at den ikke forpligter fondsforvaltere til at indberette visse centrale data. FAIF'er skal i henhold til FAIF-direktivet og Kommissionens delegerede forordning (EU) nr. 231/2013 angive LEI-koder (koder med identifikatorer for juridiske enheder) med henblik på at identificere sig selv og de fonde, de forvalter, men det er fortsat valgfrit, om de vil indberette LEI'er på yderligere detaljeringsniveauer (f.eks. AIF'ers prime brokere). Ifølge vejledningen skal FAIF'er også angive ISIN-koder (koder med internationalt identifikationsnummer for værdipapirer) og andre internationale koder, som AIF'en måtte have, men kun hvis de foreligger.

122 Den nuværende ordning har resulteret i en lav procentdel af FAIF'er og AIF'er, der rent faktisk indberetter fælles identifikatorer såsom LEI- og ISIN-koder. LEI-dækningen for fonde med derivatesponeringer ligger derimod over gennemsnittet. Dette skyldes, at forordningen om europæisk markedsinfrastruktur i modsætning til FAIF-direktivet direkte kræver, at modparter indberetter LEI- og ISIN-koder. En større LEI- og ISIN-dækning vil gøre det muligt for ESMA og ESRB at forbinde forskellige data om FAIF'er og AIF'er mere effektivt og identificere systemiske risici⁶⁰.

⁵⁹ ESRB/2017/6, henstilling D.

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

De nationale centralbanker indsamler data til statistisk rapportering, men de er ikke tilgængelige for ESMA eller ESRB

123 ESMA har på nuværende tidspunkt ikke fondsporteføljedata for UCITS'er og AIF'er. Der vil imidlertid være behov for data på dette niveau for at kunne foretage meningsfulde risikoanalyser og stresstest som led i tilsynsprocessen baseret på reguleringsmæssige snarere end kommercielle data.

124 Der stilles allerede krav om, at de nationale centralbanker indsamler detaljerede data om investeringsfonde - herunder AIF'er og UCITS'er, men ikke pengemarkedsforeninger - på en ensartet måde i forbindelse med statistisk indberetning til ECB⁶¹. Disse data omfatter fondsoplysninger på ISIN-niveau. De nationale centralbanker stiller dog kun disse data til rådighed for ECB i aggregeret form, da den fortrolighedsordning, som Rådet indførte i 1998, i høj grad begrænser anvendelsen af de fortrolige data, som de nationale centralbanker indsamler, til udførelsen af ESCB's opgaver⁶². Nogle af de aggregerede data, som ECB indsamler, er allerede gjort tilgængelige for ESMA og ESRB, men de er ikke tilstrækkeligt detaljerede til at muliggøre behørig overvågning af systemiske risici.

125 ESMA og ESRB har ikke fuldt ud undersøgt mulighederne for at få adgang til og anvende de mere detaljerede data på porteføljeniveau, som de nationale centralbanker indsamler (jf. punkt 117), og henviser til retlige og operationelle udfordringer. Vi bemærker, at de nationale centralbanker i nogle tilfælde også er de myndigheder, der er ansvarlige for tilsynet med investeringsfonde.

⁶¹ Forordning ECB/2013/38.

⁶² Artikel 8, stk. 5, i Rådets forordning (EF) nr. 2533/98.

Konklusioner og anbefalinger

126 Vores samlede konklusion er, at EU's foranstaltninger har gjort det muligt at etablere et indre marked for investeringsfonde, men endnu ikke har skabt de ønskede resultater, eftersom ægte grænseoverskridende aktiviteter og fordelene for investorerne stadig er begrænsede. Desuden mangler der tilstrækkelig konsekvens og effektivitet i tilsynet med fondene og i investorbeskyttelsen.

127 Kommissionen og EU-medlovgiverne satte ambitiøse mål for det indre marked for investeringsfonde ved at muliggøre en effektiv distribution af fonde i andre medlemsstater, sikre effektiv og ensartet beskyttelse af investorer og skabe lige konkurrencevilkår (jf. punkt [16-17](#)). Vi konkluderer, at Kommissionen og medlovgiverne har muliggjort grænseoverskridende forretninger gennem pasordningen, men kun i begrænset omfang har haft succes med at øge antallet af ægte grænseoverskridende fonde (dvs. fonde, der markedsføres i flere medlemsstater), hvilket var et centralt mål. Antallet af disse er kun steget marginalt (jf. punkt [18-21](#)).

128 Vi konstaterede, at de forventede gevinster for investorerne, såsom lavere gebyrer gennem konkurrence og innovation eller adgang til flere produkter, ikke er blevet virkeliggjort. Omkostningerne er fortsat høje og varierer betydeligt fra medlemsstat til medlemsstat (jf. punkt [83](#)). Desuden er der stadig ikke lige konkurrencevilkår, da tilsynspraksis og -resultater varierer betydeligt blandt medlemsstaterne, og der stadig er hindringer for markedsadgang (jf. punkt [22-23](#)). Vi bemærker, at visse markedsrealiteter og politikvalg, såsom beskatning, lokal efterspørgsel, og hvor kapitalforvalterne vælger at distribuere deres investeringsfonde, ikke kan håndteres i henhold til EU-retten.

129 Den indledende udformning af EU's retlige ramme var et skridt fremad, men de efterfølgende gentagne revisioner heraf har ikke ført til anderledes resultater og er muligvis ikke det rette redskab til at uddybe det indre marked. Kommissionen har ikke foretaget en omfattende kvalitetskontrol af den overordnede retlige ramme for investeringsfonde for at vurdere, i hvilket omfang de forskellige mål er blevet opfyldt. Vi konkluderer, at Kommissionen ikke altid har været i stand til at påvise fordelene ved eller effektiviteten af sine lovgivningsinitiativer til forbedring af de eksisterende regler. De forudgående konsekvensanalyser kan have overvurderet de potentielle virkninger af ny lovgivning. Desuden bør efterfølgende evalueringer være grundigere (jf. punkt [26-30](#)). Endelig er Kommissionens resultatmåling ikke i overensstemmelse med dens egne kriterier (jf. punkt [31](#)).

Anbefaling 1 - Vurdere, om den eksisterende ramme er egnet til at opfylde de ønskede mål

Kommissionen bør:

- a) udføre en omfattende kvalitetskontrol af lovgivningen om investeringsfonde og afhængig af resultatet træffe foranstaltninger til at opfylde målene for det indre marked mere effektivt
- b) forbedre sin resultatmåling ved at fastsætte passende indikatorer.

Tidsramme: senest i 2024.

130 ESMA har intensiveret sin indsats på området for tilsynsmæssig konvergens. ESMA skabte f.eks. en ramme for identificering af og fokusering på centrale tilsynsrisici (jf. punkt [40-41](#)). ESMA står imidlertid over for udfordringer hvad angår effektiv anvendelse af de værktøjer, den råder over, såsom dens egen ledelsesstruktur og dens afhængighed af samarbejdet med de kompetente nationale myndigheder. De kompetente nationale myndigheder foretrækker klart konvergensværktøjer, der er "ikke-invasive" (jf. punkt [56-57](#)).

131 ESMA har hovedsagelig anvendt forberedende værktøjer såsom retningslinjer og spørgsmål og svar. Vi konstaterede, at det ikke er påvist, at disse værktøjer er effektive, da ESMA ikke måler effekten af alle sine konvergensaktiviteter (jf. punkt [42-43](#)). ESMA har for nylig indført nye værktøjer, som den anvender på prioriterede områder. ESMA fokuserede mere på værktøjer såsom de fælles tilsynsforanstaltninger, som skaber et rum, hvor de deltagende kompetente nationale myndigheder kan udveksle og drøfte praksis (jf. punkt [44-46](#)). ESMA har dog sjældent anvendt sin håndhævelsesrolle (jf. punkt [42-48](#)).

132 Som følge heraf havde ESMA's indsats kun en begrænset effekt med hensyn til at skabe et konsekvent og ensartet tilsyn. Vi fandt dog tilfælde, hvor ESMA's arbejde forbedrede kvaliteten af det nationale tilsyn og reducerede forekomsten af divergerende praksis. ESMA er endnu ikke i stand til at påvise sine fremskridt, da den ikke måler opfyldelsen af sine mål (jf. punkt [58-60](#)). ESMA's arbejde har også afsløret visse svagheder i tilsynet på nationalt plan, navnlig hvad angår håndhævelse (jf. punkt [61-68](#)).

Anbefaling 2 - Styrke effektiviteten af ESMA's konvergensarbejde

Kommissionen bør:

- a) overveje at foreslå ændringer af ESMA's ledelsesstruktur, som vil gøre det muligt for ESMA at udnytte sine beføjelser mere effektivt, herunder gøre de kompetente nationale myndigheders deltagelse i ESMA's konvergensarbejde obligatorisk og give ESMA's personale det operationelle lederskab.

ESMA bør:

- b) indføre en mere struktureret tilgang til valg af konvergensværktøjer, styrke opfølgningen og anvende afhjælpningsværktøjer, herunder om nødvendigt anlæggelse af sager om overtrædelse af EU-retten
- c) forbedre sin evne til at overvåge fremskridt ved at kortlægge tilsynspraksis, vurdere redskabernes effektivitet og foretage et eftersyn af resultatmålingen.

Tidsramme: senest i 2024.

133 Kommissionen og ESMA har øget investeringsfondenenes gennemsigtighed og gennemsigtigheden af deres risici og omkostninger. De vigtigste værktøjer i denne henseende var indførelsen af dokumentet med central investorinformation og offentliggørelsen af en årlig rapport om resultater og omkostninger. Der er dog stadig svagheder i de oplysninger, der gives til investorerne, og det er fortsat meget vanskeligt for investorerne at sammenligne fonde (jf. punkt [73-80](#)).

134 Investorernes omkostninger er i de seneste år langsomt faldet, men investorerne er stadig ikke tilstrækkeligt beskyttet mod, at fondsforvaltere opkræver unødige omkostninger (f.eks. via skabsindeksering), eller mod partisk rådgivning fra finansielle formidlere, som fortsat modtager tilskyndelser i de fleste medlemsstater (jf. punkt [83-92](#)). Herudover er vurderinger af miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige faktorer stort set uregulerede, og der føres heller ikke tilsyn på området (jf. punkt [81-82](#)).

Anbefaling 3 - Beskytte investorerne bedre mod unødige omkostninger og vildledende oplysninger

Kommissionen bør:

- a) beskytte detailinvestorer bedre, navnlig gennem strengere regler om tilskyndelser.

ESMA bør:

- b) forfine sin analyse af detailinvesteringsprodukters resultater og omkostninger, navnlig ved at opdele disse efter distributionsland og omkostningstype
- c) udvikle et værktøj, hvormed investorerne for alle de fonde, der udbydes, kan indhente oplysninger, som opfylder visse kriterier, og sammenligne disse fondes omkostninger og resultater.

Tidsramme: senest i 2024.

135 ESMA overvåger systemiske risici gennem regelmæssig intern og ekstern ad hoc-rapportering, men risiciene opdeles ikke efter land. Der er ikke foretaget nogen formel opgørelse over de eksisterende praksis i medlemsstaterne med hensyn til overvågning af systemiske risici (jf. punkt [94](#) og [99-102](#)). Rådet for Finansiell Stabilitet identificerede risici ved kapitalforvaltningsaktiviteter. ESMA har behandlet de to centrale risici - gearing og likviditet - og lovgivningen indeholder generelle bestemmelser, men vi konstaterede, at operationelle risici ikke er omfattet af ajourførte ESMA-retningslinjer (jf. punkt [95-98](#)).

136 ESMA gennemførte ikke stresstest som led i tilsynsprocessen, selv om dette var påtænkt i dens oprettelsesforordning. ESMA gennemførte kun stresssimuleringer baseret på markedsdata, og først nu er ESMA begyndt at følge op på resultaterne, om end langsomt. Det konceptuelle arbejde vedrørende stresstest som led i tilsynsprocessen er ikke påbegyndt. Vi konstaterede, at ESMA udarbejdede passende retningslinjer for interne stresstest. Stresstestdata indberettes ikke systematisk, undtagen for pengemarkedsforeninger. De indberettede data er endnu ikke blevet anvendt til at udvikle stresstest som led i tilsynsprocessen eller backteste resultater af stresssimuleringer (jf. punkt [103-111](#)).

Anbefaling 4 - Forbedre identificeringen af systemiske risici

ESMA bør i samarbejde med ESRB fastlægge, for hvilke fondstyper der er behov for stresstest som led i tilsynsprocessen, undersøge, hvordan resultaterne af eksisterende stresstest og simuleringer kan anvendes mere effektivt, og udvikle en omfattende model, der gør det muligt at analysere indbyrdes forbundethed.

Tidsramme: senest i 2025.

137 Der findes i øjeblikket ingen harmoniseret rapporteringsordning for UCITS'er på EU-plan. Som følge heraf er de tilsynsmæssige data, som de kompetente nationale myndigheder indsamler i medlemsstaterne, ikke sammenlignelige. Rapporteringen om alternative investeringsfonde er harmoniseret på EU-plan, men rapporteringsrammen forpligter ikke deres forvaltere til at indberette fælles identifikatorer og porteføljeoplysninger. Dataenes utilstrækkelige kvalitet, tilgængelighed og anvendelse har en negativ indvirkning på overvågningen af risici og udførelsen af relaterede stresstest (jf. punkt [112-122](#) og punkt [102](#)).

138 De nationale centralbanker indsamler allerede detaljerede porteføljeoplysninger om UCITS'er og alternative investeringsfonde med henblik på statistisk indberetning. De indberetter imidlertid kun disse data i aggregeret form til ECB, som dernæst deler nogle af disse data med ESMA og ESRB. Deres respektive oprettelsesforordninger giver dem beføjelse til at anmode om oplysninger på ad hoc-basis, men de har ikke anvendt denne beføjelse til at indhente de eksisterende data. Generelt kræves det, at deres tilsynsråd godkender sådanne anmodninger, hvilket bevirker, at denne proces muligvis ikke er egnet til regelmæssig overvågning af systemiske risici (jf. punkt [117](#) og [124-125](#)).

Anbefaling 5 - Strømline dataindsamlingen og ajourføre rapporteringsordningerne

Kommissionen bør:

- a) støtte ESMA og ESRB i at få adgang til nødvendige fondsoplysninger, som de kompetente nationale myndigheder og centralbankerne i Eurosystemet har adgang til, og foreslå en harmoniseret rapporteringsordning for UCITS'er
- b) vurdere, hvilke yderligere fondsdata der er behov for, og hvordan de bør indsamles, for bedre at kunne overvåge risici, samtidig med at branchens rapporteringsbyrde holdes på et minimum.

Tidsramme: senest i 2024.

Vedtaget af Afdeling IV, der ledes af Mihails Kozlovs, medlem af Revisionsretten, i Luxembourg den 18. januar 2022.

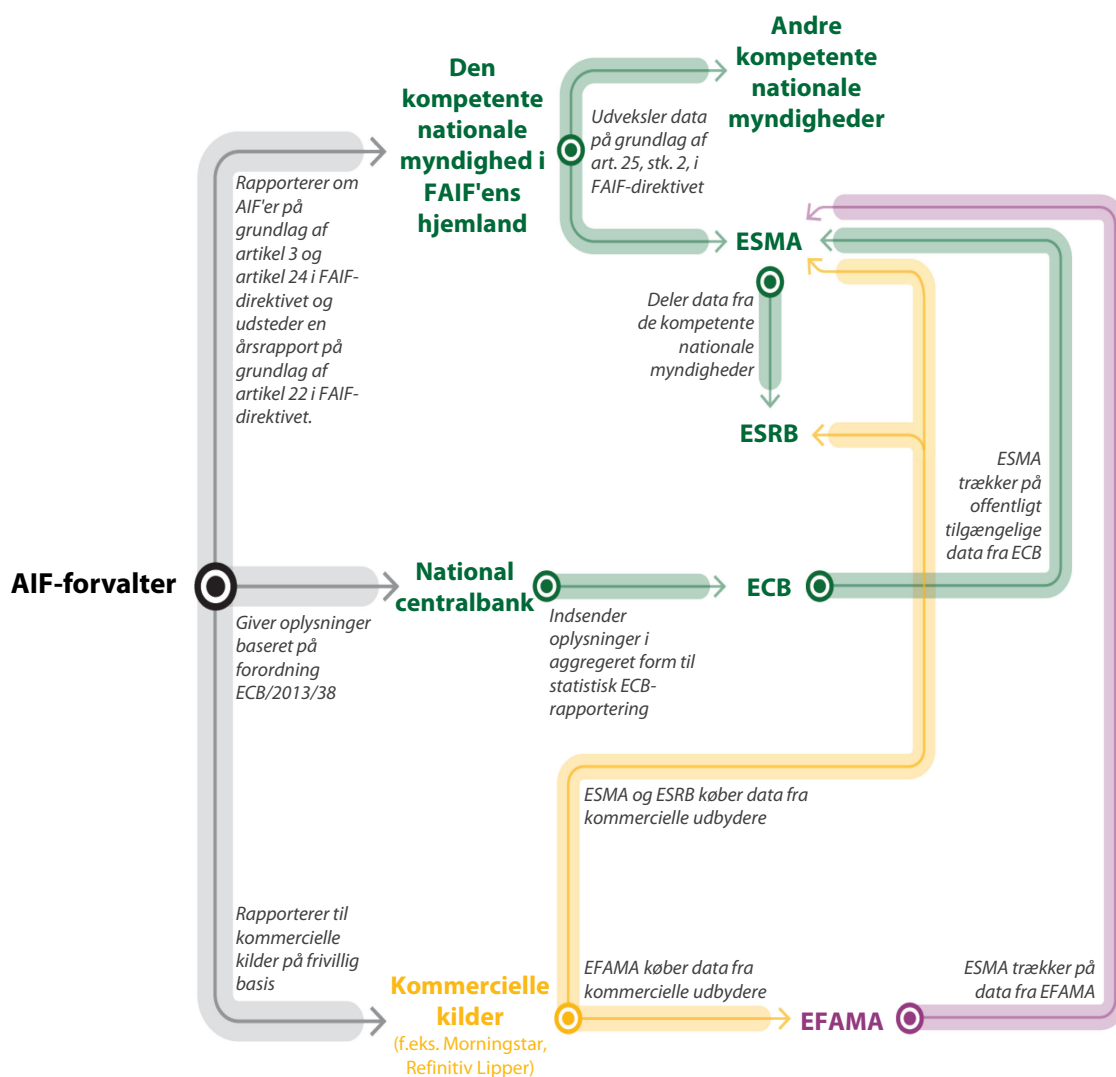
På Revisionsrettens vegne

Klaus-Heiner Lehne
Formand

Bilag

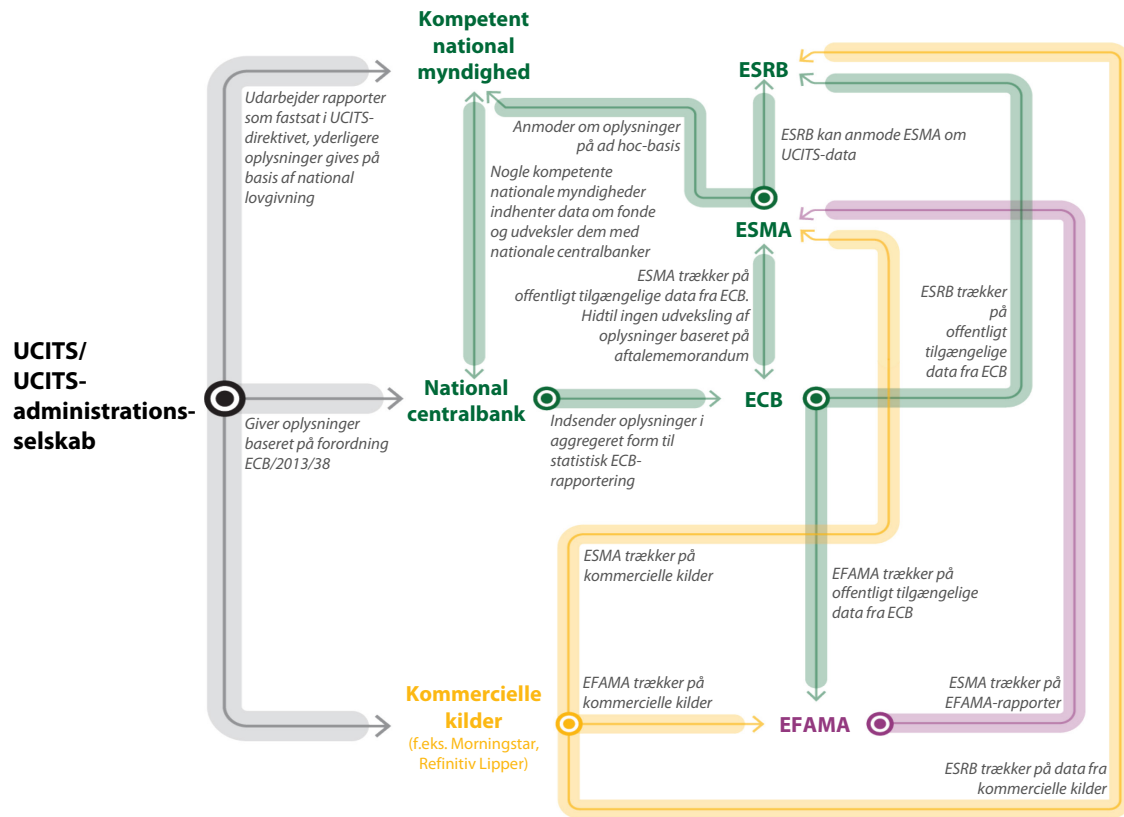
Bilag - Indsamling af data og udveksling af oplysninger vedrørende AIF'er og UCITS'er

Indsamling af data og udveksling af oplysninger vedrørende AIF'er



Kilde: Revisionsretten.

Indsamling af data og udveksling af oplysninger vedrørende UCITS'er



Kilde: Revisionsretten.

Akronymer og forkortelser

AIF: Alternativ investeringsfond

EBA: Den Europæiske Banktilsynsmyndighed

ECB: Den Europæiske Centralbank

EFAMA: De europæiske investeringsforeningers brancheorganisation

EIOPA: Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger

EMIR: Forordningen om europæisk markedsinfrastruktur

ESA: Europæisk tilsynsmyndighed

ESG: Miljømæssige, sociale og ledelsesmæssige (faktorer)

ESMA: Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed

ESRB: Det Europæiske Udvalg for Systemiske Risici

ETF: Exchange-traded fund

FAIF: Forvaltere af alternative investeringsfonde

FAIF-direktivet: Direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde

FSB: Rådet for Finansiell Stabilitet

IMF: Den Internationale Valutafond

IOSCO: Den Internationale Børstilsynsorganisation

ISIN-kode: Internationalt identifikationsnummer for værdipapirer

LEI: Identifikator for juridiske enheder

MiFID (I/II): [Direktivet](#) om markeder for finansielle instrumenter

MiFIR: Forordningen om markeder for finansielle instrumenter

PRIIP: Sammensat og forsikringsbaseret investeringsprodukt til detailinvestorer

TEUF: Traktaten om Den Europæiske Unions funktionsmåde

TRV: Tendenser, risici og sårbarheder

UCITS: Institutter for kollektiv investering i værdipapirer

Glossar

Alternativ investeringsfond (AIF): Alle investeringsfonde, der ikke er omfattet af EU's direktiv om UCITS'er og i stedet hører under direktivet om forvaltere af alternative investeringsfonde (FAIF-direktivet). Dette omfatter hedgefonde, venturekapital, private equity-fonde og ejendomsinvesteringsfonde.

Delegeringsordninger: Ordninger, hvor visse funktioner ikke varetages af den bemyndigede enhed selv, og hvor disse funktioner derfor er underlagt delegeret overvågning. Anvendelsen af delegeringsordninger kan være en effektiv måde at udføre visse funktioner eller aktiviteter på. Disse ordninger er dog ikke uden risici og skal være underlagt behørigt tilsyn.

Den Europæiske Banktilsynsmyndighed (EBA): En EU-tilsynsmyndighed, der arbejder for at sikre effektiv og konsekvent tilsynsmæssig regulering og effektivt og konsekvent tilsyn i hele den europæiske banksektor. Den har bl.a. til opgave at indlede og koordinere stresstest af den finansielle sektor på EU-plan. Den fastlægger også relevante standarder.

Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed (ESMA): En EU-tilsynsmyndighed, der bidrager til at sikre stabilitet i EU's finansielle system ved at forbedre beskyttelsen af investorer og fremme stabile og ordnede finansielle markeder. Dens opgaver omfatter fremme af tilsynsmæssig konvergens blandt de kompetente nationale myndigheder i medlemsstaterne, der er ansvarlige for værdipapir- og kapitalmarkedstilsyn.

Direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID): EU's retlige ramme for regulering af finansielle markeder og forbedring af investorbeskyttelsen. MiFID II erstattede det oprindelige direktiv i 2018.

Europæiske tilsynsmyndigheder (ESA'er): Samlebetegnelse for de tre organer, der er ansvarlige for tilsynet med den finansielle sektor: Den Europæiske Banktilsynsmyndighed, Den Europæiske Tilsynsmyndighed for Forsikrings- og Arbejdsmarkedspensionsordninger og Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed.

Exchange-traded fund (ETF): Er en type værdipapir, der tracker et [indeks](#), en sektor, en råvare eller et andet aktiv, men som kan købes eller sælges på en fondsbørs.

Finansiell formidler: En enhed, der fungerer som mellemlid mellem et finansielt instruments fondsforvalter og de endelige modtagere.

Fondsforvalter: Et organ eller en person med ansvar for at gennemføre en investeringsstrategi og forvalte en investeringsportefølje i relation til et finansielt instrument.

Forvaltningspas: Giver et UCITS-administrationsselskab eller en AIF-forvalter (FAIF), der er godkendt i en medlemsstat, tilladelse til at udøve sin virksomhed i andre EU-medlemsstater, enten gennem fri udveksling af tjenesteydelser eller oprettelse af en filial. En sådan grænseoverskridende aktivitet er underlagt en anmeldelsesprocedure mellem de kompetente nationale myndigheder i de involverede medlemsstater, men fondsforvalteren skal ikke igennem en yderligere godkendelsesproces.

Fælles regelsæt: Et sæt retsakter, som alle finansielle institutioner i EU skal overholde.

Gennemførelse af EU-retten i national ret: Den procedure, hvor EU-medlemsstaterne gennemfører EU-direktiver i deres nationale ret for at gøre direktivernes mål, krav og tidsfrister direkte anvendelige.

Grønvaskning: Er en metode, der består i at give et forkert indtryk af eller vildledende oplysninger om, at en virksomheds produkter er mere miljøvenlige, end de er.

Hedgefond: En AIF-type, der søger at opnå et positivt afkast ved at anvende mere fleksible investeringsstrategier, ofte ved at anvende gearing (dvs. optagelse af lån for at øge investeringseksponeringen såvel som risikoen), short selling og andre spekulative investeringspraksis, der sjældent anvendes af andre typer fonde.

Indløsning: Ombytning af fonde til kontanter.

Institutter for kollektiv investering i værdipapirer (UCITS'er): Et investeringsinstrument, der samler investorernes kapital og investerer den kollektivt via en portefølje af finansielle instrumenter såsom aktier, obligationer og andre værdipapirer. UCITS'er, der er omfattet af et EU-direktiv, kan distribueres offentligt til detailinvestorer i hele EU på grundlag af en enkelt godkendelse fra en medlemsstat.

IOSCO's principper: Principper fastlagt af Den Internationale Børstilsynsorganisation (IOSCO). De er baseret på tre mål for værdipapirregulering: investorbeskyttelse, sikring af, at markederne er fair, effektive og gennemsigtige, og mindskelse af systemiske risici.

Kompetent national myndighed: Et nationalt organ med ansvar for bank- og/eller værdipapirmarkedstilsyn.

Konsekvensanalyse: En analyse af de sandsynlige virkninger (forudgående analyse) eller faktiske virkninger (efterfølgende analyse) af et politisk initiativ eller en anden type tiltag.

Kvalitetskontrol: En evaluering, som har til formål at identificere eventuelle overlapninger, huller, uoverensstemmelser eller forældede foranstaltninger i den retlige ramme for et politikområde.

Markedsføringspas: Giver tilladelse til, at UCITS'er eller AIF'er, der er godkendt af den kompetente nationale myndighed i en EU-medlemsstat, markedsføres på tværs af grænserne i andre EU-medlemsstater uden at skulle godkendes af værtsmedlemsstatens kompetente nationale myndigheder. UCITS-markedsføringspasset giver tilladelse til at markedsføre UCITS'er til detailinvestorer og institutionelle investorer, mens AIF-markedsføringspasset kun er beregnet til markedsføring over for professionelle investorer. I lighed med forvaltningspasset træder en anmeldelsesprocedure mellem de kompetente nationale myndigheder i de forskellige EU-medlemsstater i stedet for en godkendelse.

Mystery shopping: En metode for undercover-research, der anvendes af de kompetente nationale myndigheder eller de markedsanalysefirmaer, som de eventuelt har anvendt, til at måle kundeservicekvaliteten og/eller indsamle oplysninger om finansielle produkter og tjenesteydelser og finansielle formidlers adfærd over for forbrugerne.

Nøgleresultatindikator: En kvantificerbar måling, som viser resultater med hensyn til opfyldelse af væsentlige mål.

Overensstemmelseskontrol: En kontrol af, at de relevante bestemmelser i et EU-direktiv er korrekt afspejlet i nationale gennemførelsesforanstaltninger.

Pengemarkedsforeninger: Fonde, der investerer i kortfristet gæld.

Stresstest som led i tilsynsprocessen: En stresstest, som gennemføres af tilsynsmyndigheden.

Stresstest: En simulationsøvelse til vurdering af en finansiell institutions evne til at modstå forskellige krisescenarier.

Systemisk risiko: En risiko for forstyrrelse af det finansielle system med potentiale til at få alvorlige negative konsekvenser for det indre marked og økonomien som helhed.

Tilskyndelser: Betalinger til tredjepart for levering af tjenesteydelser.

Tilsynsmæssig konvergens: Tilsynsmæssig konvergens mellem tilsynspraksis og -resultater beskriver processen med at fremme, at de kompetente nationale myndigheder på konsekvent og effektiv vis gennemfører og anvender harmoniserede, men ikke ensartede regler på tværs af EU. Konvergens betyder ikke, at der anvendes en standardtilgang. Det generelle mål er at stræbe efter sammenlignelige regulerings- og tilsynsresultater.

Traktatbrudssag: En procedure, hvorved Kommissionen lægger sag an mod en EU-medlemsstat, som ikke overholder de forpligtelser, der påhviler den i medfør af EU-retten.

Ægte grænseoverskridende fond: En fond, der markedsføres i mindst 3 henholdsvis 5 lande.

Kommissionens og ESMA's svar

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

Tidslinje

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

Revisionsholdet

Revisionsrettens særberetninger præsenterer resultaterne af dens revisioner vedrørende EU-politikker og -programmer eller forvaltningsspørgsmål i forbindelse med specifikke budgetområder. Med henblik på at opnå maksimal effekt udvælger og udarbejder Revisionsretten sine revisionsopgaver under hensyntagen til de risici, der knytter sig til forvaltningens resultatopnåelse eller regeloverholdelsen, de pågældende indtægters eller udgifters omfang, den fremtidige udvikling samt den politiske og offentlige interesse.

Denne forvaltningsrevision blev udført af Afdeling IV - Regulering af markeder og konkurrenceøkonomi, der ledes af Mihails Kozlovs, medlem af Revisionsretten. Revisionsarbejdet blev ledet af Rimantas Šadžius, medlem af Revisionsretten, med støtte fra kabinetschef Mindaugas Pakštys og attaché Matthias Blaas, direktør Ioanna Metaxopoulou, ledende administrator Paul Stafford, opgaveansvarlig Eddy Struyvelt og revisorerne Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska og Nadiya Sultan. Mark Smith ydede sproglig støtte.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

MEDDELELSE OM OPHAVSRET

© Den Europæiske Union, 2022.

Den Europæiske Revisionsrets politik for videreanvendelse gennemføres ved [Den Europæiske Revisionsrets afgørelse nr. 6-2019](#) om den åbne datapolitik og videreanvendelse af dokumenter.

Medmindre andet er oplyst (f.eks. i individuelle meddelelser om ophavsret), er det af Revisionsrettens indhold, der ejes af EU, licenseret i henhold til [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#). Det betyder, at videreanvendelse er tilladt med korrekt angivelse af kilde og ændringer. Brugeren må ikke fordreje dokumenternes oprindelige betydning eller budskab. Revisionsretten er ikke ansvarlig for eventuelle konsekvenser af videreanvendelsen.

Yderligere rettigheder skal cleares, hvis specifikt indhold afbilder identificerbare privatpersoner, f.eks. på billeder af ansatte i Revisionsretten, eller omfatter tredjeparts værker. Hvis der opnås tilladelse, erstatter denne tilladelse ovenstående generelle tilladelse, og den skal klart anføre eventuelle begrænsninger i anvendelsen.

Tilladelse til at anvende eller gengive indhold, der ikke ejes af EU, skal eventuelt indhentes direkte hos indehaveren af ophavsretten.

Software og dokumenter, der er omfattet af industriel ejendomsret, såsom patenter, varemærker, registrerede design, logoer og navne, er ikke omfattet af Revisionsrettens videreanvendelsespolitik og licens.

EU-institutionernes websteder på europa.eu-domænet har links til websteder uden for europa.eu-domænet. Da Revisionsretten ikke har kontrol over disse websteder, anbefales det at gennemse deres privatlivspolitik og ophavsrets politik.

Anvendelse af Den Europæiske Revisionsrets logo

Den Europæiske Revisionsrets logo må ikke anvendes uden Den Europæiske Revisionsrets forudgående samtykke.

PDF	ISBN 978-92-847-7521-7	ISSN 1977-5636	doi:10.2865/473660	QJ-AB-22-029-DA-N
HTML	ISBN 978-92-847-7500-2	ISSN 1977-5636	doi:10.2865/24204	QJ-AB-22-029-DA-Q

Investeringsfonde spiller en central rolle i den europæiske kapitalmarkedsunion, idet de hjælper investorer med effektivt at fordele deres kapital. Vi vurderede hensigtsmæssigheden af den retlige ramme, EU's indsats for at skabe et ensartet og effektivt tilsyn i alle medlemsstater og EU's arbejde med investorbeskyttelse og finansiell stabilitet.

Vi konstaterede, at EU's foranstaltninger har muliggjort et indre marked for investeringsfonde, men endnu ikke har skabt de ønskede resultater, eftersom ægte grænseoverskridende aktiviteter og fordelene for investorerne stadig er begrænsede. Der mangler tilstrækkelig konsekvens og effektivitet i tilsynet med fondene og i investorbeskyttelsen. Vi anbefaler en ajourføring af de retlige rammer, et mere effektivt konvergensarbejde, en bedre beskyttelse af investorer og en strømlinet rapporteringsramme.

Særberetning fra Revisionsretten udarbejdet i medfør af artikel 287, stk. 4, andet afsnit, TEUF.



DEN
EUROPÆISKE
REVISIONSRET



Den Europæiske Unions
Publikationskontor

DEN EUROPÆISKE REVISIONSRET
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUXEMBOURG

Tlf. +352 4398-1

Kontakt: eca.europa.eu/da/Pages/ContactForm.aspx

Websted: eca.europa.eu

Twitter: @EUAuditors