

Erityiskertomus

Sijoitusrahastot:

EU:n toimilla ei ole vielä luotu todellisia sisämarkkinoita, jotka hyödyttäisivät sijoittajia



EUROOPAN
TILINTARKASTUS-
TUOMIOISTUIN

Sisällys

	Kohta
Tiivistelmä	I–X
Johdanto	01–11
Sijoitusrahastomarkkinat Euroopassa	01–07
Säätelykehys	08–10
EU:n ja jäsenvaltioiden velvollisuudet	11
Tarkastuksen laajuus ja tarkastustapa	12–15
Huomautukset	16–125
EU:n lainsäätäjien tavoitteet on saavutettu vain rajoitetusti	16–33
EU:n lainsäätäjät asettivat sijoitusrahastojen sisämarkkinoille kunnianhimoisia tavoitteita	16–17
Passijärjestelmä ei ole luonut todellisia sisämarkkinoita	18–25
Lainsäädäntöaloitteiden vaikutus on vähäinen	26–31
Saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä ei aina ole ollut oikea-aikaista	32–33
ESMA on tehostanut toimiaan valvontakäytäntöjen lähentymisen ja vaikuttavan valvonnan edistämiseksi, mutta edistyminen on vähäistä	34–68
ESMAlla on välineet, joilla edistetään valvontakäytäntöjen lähentymistä	39
ESMA on tehostanut lähentämistyötään	40–41
Vaikutuksista on rajallista näyttöä, eikä käytössä ole vaikuttavuutta mittaavaa mekanismia	42–60
ESMAN työ on paljastanut heikkouksia valvonnassa ja mahdollisia kilpailun vääristymiä	61–68
Komissio ja ESMA ovat toteuttaneet toimia sijoittajien suojelun parantamiseksi, mutta kulut ovat edelleen suuria	69–92
EU:n lainsäädäntö sisältää useita toimenpiteitä sijoittajien suojelemiseksi	70–72
Useista EU:n toimista huolimatta avoimuuden puute on edelleen ongelma	73–82
ESMA, komissio ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat edesauttaneet yhteissijoitusyritysten kulujen kääntymistä laskuun	83–92

Järjestelmäriskien tunnistaminen edellyttää lisätoimia	93–111
Järjestelmäriskien arviointi ja seuranta on vasta alkuvaiheessa	94–102
Valvonnallisia stressitestejä ei ole, ja simuloinnin perusteella toteutetut jatkotoimet ovat riittämättömiä, joskin tämän osalta on ryhdytty toimiin	103–107
Stressitestejä koskevat sisäiset ohjeet ovat tarkoituksenmukaisia, mutta stressitestien tuloksia ei hyödynnetä vaikuttavalla tavalla	108–111
Tiedonkeruun puutteet ja päällekkäisyydet vaikeuttavat rahoitusvakauteen ja sijoittajiin kohdistuvien riskien tunnistamista	112–125
Yhteissijoitusyrityksiä koskevan yhdenmukaistetun raportointijärjestelmän puuttuminen haittaa ESMAn kykyä arvioida rahastojen kriisivalmiutta ja suorittaa stressitestejä	114–120
Joitakin olennaisia raportointivaatimuksia ei ole tehty pakollisiksi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä	121–122
Kansalliset keskuspankit keräävät tilastoraportointiin käytettäviä tietoja, mutta ne eivät ole ESMAn tai EJRK:n käytettävissä	123–125
Johtopäätökset ja suositukset	126–138

Liite

Liite – vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ja yhteissijoitusyrityksiä koskevien tietojen keruu ja jakaminen

Lyhenteet

Sanasto

Komission ja ESMAn vastaukset

Tarkastuksen eteneminen

Tarkastustiimi

Tiivistelmä

I Sijoitusrahastot kokoavat pääoman ja sijoittavat sen sijoitussalkun avulla. Sijoitusrahastoilla on tärkeä rooli pääomamarkkinaunionissa – ne vauhdittavat kasvua, luovat työpaikkoja ja parantavat EU:n riippumattomuutta. EU:n kansalaisilla on hallussaan suoraan noin neljännes kaikista EU:n varoista, mutta he altistuvat myös välillisesti sijoitusrahastoihin liittyvälle merkittävälle riskille henkivakuutus- ja eläkesopimusten kautta. EU:n tavoitteena on luoda kilpailulle avoimet sisämarkkinat, jotka tarjoavat EU:n kansalaisille laajemman valikoiman edullisempia, mutta luotettavia sijoitustuotteita, ja varmistavat rahoitusvakauden kaikkialla EU:ssa.

II Sijoitusrahastoilla, joiden kotipaikka on EU:ssa, oli 18,8 biljoonaa euroa varoja vuonna 2020. Niistä kotitalouksien omistuksessa oli lähes kaksi kolmasosaa, mikä korostaa tehokkaan kuluttajansuojan tarvetta. EU on luonut sijoitusrahastoille sääntelykehityksen varmistukseksi, että samoja sääntöjä sovelletaan kaikkialla sisämarkkinoilla. Vaikka sisämarkkinoita on pyritty kehittämään, sijoitusrahastoala on edelleen keskittynyt vain muutamaan jäsenvaltioon. Oikeudellinen kehitys koostuu pääasiassa direktiiveistä, joiden nojalla jäsenvaltioiden on pantava täytäntöön kansallisia sääntöjä. Näin syntyy merkittäviä sääntelyeroja. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA), joka on EU:n virasto, tehtävänä on varmistaa vaikuttava ja yhdenmukainen valvonta kaikkialla EU:ssa ja seurata rahoitusvakautta uhkaavia riskejä yhdessä Euroopan järjestelmäriskikomitean (EJRK) kanssa.

III Tilintarkastustuomioistuimen tarkastus kattaa ajanjakson, joka ulottuu vuodesta 2016 vuoden 2021 heinäkuuhun. Tarkastuksessa tutkittiin, miten EU perusti sijoitusrahastojen sisämarkkinat. Tilintarkastustuomioistuin arvioi, onko sääntelykehitys tehokas, onko EU:n työ edistänyt valvontakäytäntöjen lähentymistä jäsenvaltioiden välillä ja onko EU vähentänyt vaikuttavalla tavalla sijoittajiin, markkinoihin ja rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. Tarkastuksen perusteella havaittiin puutteita komission lainsäädännöllisessä lähestymistavassa ja ESMA:n sijoitusrahastoihin liittyvissä toimissa. Havaintojen pohjalta annetaan parannussuosituksia. Tarkastus auttaa näin ollen lisäämään rahoitusvalvonnan ja sijoittajansuojan vaikuttavuutta ja tehokkuutta.

IV Tilintarkastustuomioistuin totesi, että EU:n toimet ovat mahdollistaneet sijoitusrahastojen sisämarkkinoiden luomisen, erityisesti toimilupajärjestelmän (passporting) avulla, mutta todellinen rajat ylittävä toiminta ja sijoittajien saama hyöty ovat edelleen vähäisiä. Lisäksi rahastojen valvonnan ja sijoittajansuojan

johdonmukaisuus ja vaikuttavuus ovat puutteellisia. Oikeudelliseen kehykseen kohdistetut vähäiset tarkistukset eivät riitä todellisten sisämarkkinoiden saavuttamiseen.

V ESMA on pyrkinyt edistämään valvontakäytäntöjen lähentymistä, mikä on parantanut hieman valvonnan laatua ja vähentänyt eroja. ESMA ei kuitenkaan voi mitata tätä edistystä, ja sillä on rajallisesti tietoa siitä, suoritetaanko kaikissa jäsenvaltioissa samantasoista valvontaa. ESMAn työ on kuitenkin paljastanut heikkouksia kansallisessa valvonnassa ja joitakin keskenään erilaisia käytäntöjä. Johdonmukaisen valvonnan aikaansaaminen edellyttää kansallisilta valvontaviranomaisilta hyväntahtoisuutta ja ESMAn omalta hallintoneuvostolta halua puuttua tilanteeseen. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että molemmat suosivat ei-sitovia lähentymisvälineitä, joiden vaikuttavuutta ei ole vielä osoitettu käytännössä ja joiden avulla ei useinkaan onnistuttu toteuttamaan vaikuttavaa ja johdonmukaista valvontaa.

VI EU:n toimet ovat parantaneet sijoittajansuojaa. Ne esimerkiksi lisäävät sijoittajien avoimuutta erityisesti sijoitusriskien, tuloksellisuuden ja kustannusten osalta. Sijoittajia ei kuitenkaan edelleenkään suojata riittävästi kohtuuttomilta kustannuksilta tai rahoituksen välittäjien puolueellisilta neuvoilta. Tämän seurauksena sijoittajien kustannukset ovat suuremmat, ja heille voidaan myydä vähemmän sopivia tuotteita kuin on toivottavaa.

VII ESMA ja EJRK seuraavat järjestelmäriskejä ja raportoivat niistä. Toistaiseksi ei ole laadittu luetteloa käytännöistä, joiden avulla jäsenvaltiot seuraavat järjestelmäriskejä. ESMA ei ole suorittanut vaadittuja valvonnallisia stressitestejä, mutta se on simuloinut stressiä markkinatietojen perusteella. Järjestelmäriskien ja sijoittajille aiheutuvien riskien seurannan vaikuttavuus riippuu soveltuvien tietojen saatavuudesta. Yhteissijoitusyrityksille ei kuitenkaan ole olemassa yhdenmukaistettua raportointijärjestelmää, ja vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevasta raportoinnista puuttuu yksityiskohtia. ESMA ja EJRK eivät ole tähän mennessä tutkineet täysimääräisesti mahdollisuutta käyttää olemassa olevia keskuspankkien keräämiä tietoja, vaan ne tukeutuvat kaupallisilta palveluntarjoajilta saataviin vähemmän luotettaviin tietoihin.

VIII Tilintarkastustuomioistuin suosittaa, että komissio

- o arvioi nykyisen sääntelykehyksen soveltuvuutta haluttujen tavoitteiden saavuttamiseen

- o harkitsee muutosten ehdottamista ESMA:n hallintorakenteeseen
- o järkeistää tiedonkeruuta ja päivittää raportointijärjestelmiä.

IX Tilintarkastustuomioistuin suosittaa, että ESMA

- o lisää lähentämistyönsä vaikuttavuutta
- o parantaa järjestelmäriskien tunnistamista yhteistyössä EJRK:n kanssa.

X Komission ja ESMA:n olisi

- o suojattava sijoittajia paremmin kohtuuttomilta kustannuksilta ja harhaanjohtavilta tiedoilta.

Johdanto

Sijoitusrahastomarkkinat Euroopassa

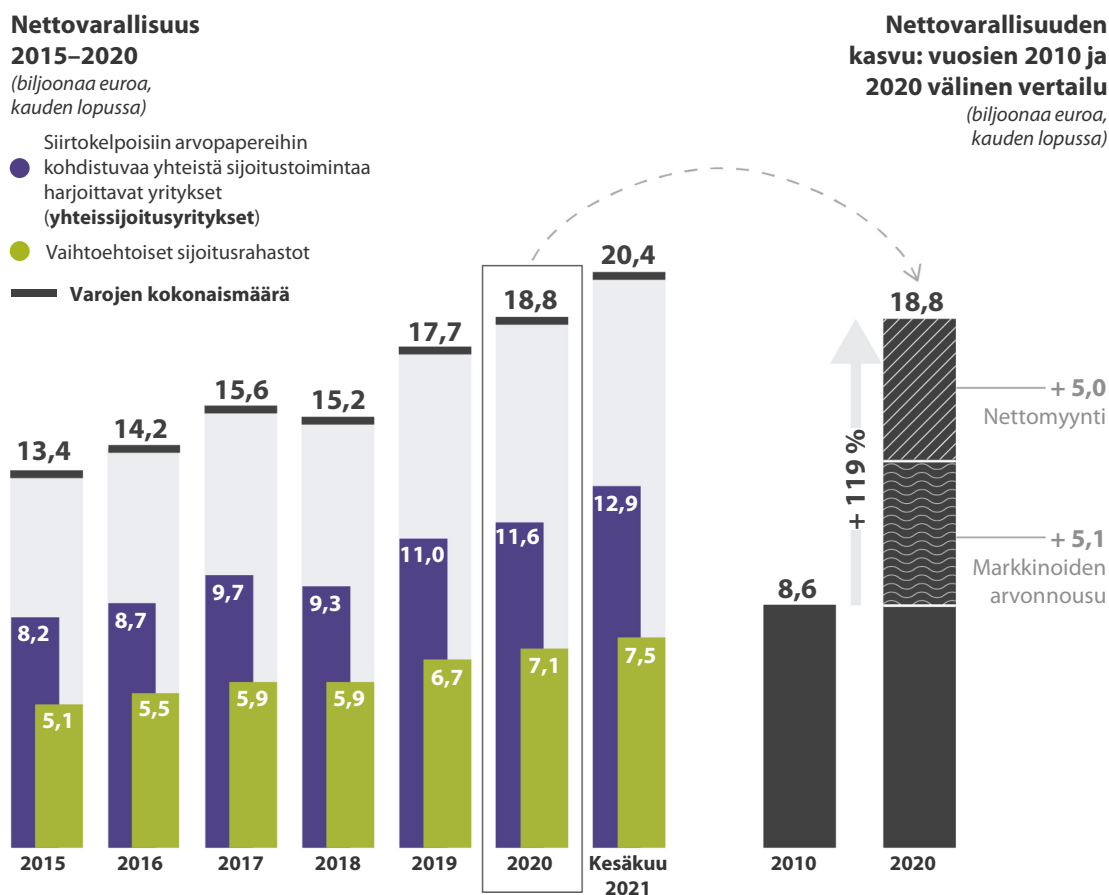
01 Sijoitusrahastot kokoavat pääoman ja sijoittavat sen kollektiivisesti esim. osakkeista, joukkolainoista ja kiinteistöistä koostuvan sijoitussalkun avulla. Toiminta tapahtuu määritellyn sijoituspolitiikan ja riskin hajauttamisen periaatteen mukaisesti. Sijoitusrahastoilla on huomattava merkitys pääomamarkkinaunionissa, joka on sijoitusten liikettä edistävä EU:n aloite. Rahastot vauhdittavat kasvua, luovat työpaikkoja ja parantavat EU:n riippumattomuutta. Tavoitteena on luoda kilpailulle avoimet sisämarkkinat ja tarjota sijoittajille laajempi valikoima edullisempia, mutta luotettavia tuotteita.

02 Vuoden 2020 lopussa 64 000 sijoitusrahaston, joiden kotipaikka on EU:ssa, nettoarvo oli 18,8 biljoonaa euroa, mikä tekee hoidettavina olevien varojen osalta EU:sta maailman toiseksi suurimman sijoitusrahastojen markkina-alueen Yhdysvaltain jälkeen. Yli 60 prosenttia tästä määrästä (11,6 biljoonaa euroa) sijoitettiin siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin (yhteissijoitusyritykset), jotka on pääasiassa tarkoitettu vähittäissijoittajille. Vaihtoehtoiset sijoitusrahastot, joiden osuus on 7,1 biljoonaa euroa nettoarvolla mitattuna, sisältävät kaikki muut rahastot paitsi yhteissijoitusyritykset (esim. kiinteistösijoitusrahastot, pääomasijoitusrahastot, tietyt rahamarkkinarahastot, hedgerahastot ja muut rahastot). Tämäntyyppinen rahasto on tarkoitettu pääasiassa ammattimaisille sijoittajille.

03 Euroopan investointirahastot ovat kasvaneet tasaisesti viime vuosina. Vuosina 2011–2020 niiden nettoarvo kasvoi 119 prosenttia (eli yli 10 biljoonaa euroa), ja nettovirrat kirjattiin vuosittain, koska uusien ostojen arvo ylitti jatkuvasti lunastukset. Noin puolet kasvusta selittyy sijoitusrahastojen nettomyynnillä ja puolet markkinoiden arvonnousulla (ks. *kaavio 1*). Siitä lähtien, kun vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi¹ hyväksyttiin vuonna 2011, unioniin sijoittautuneiden vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen nettoarvo on kasvanut yhteissijoitusyritysten nettoarvoa nopeammin. Niiden markkinaosuus oli vuoden 2010 lopussa 27 prosenttia EU:n varoista. Osuus on kasvanut siten, että se oli kymmenen vuotta myöhemmin 38 prosenttia.

¹ [Direktiivi 2011/61/EU](#), annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista.

Kaavio 1 – Euroopan investointirahastojen nettovararastot rahastotyypeittäin (2015–2020) ja niiden nettovarallisuuden kasvu (2009–2020)



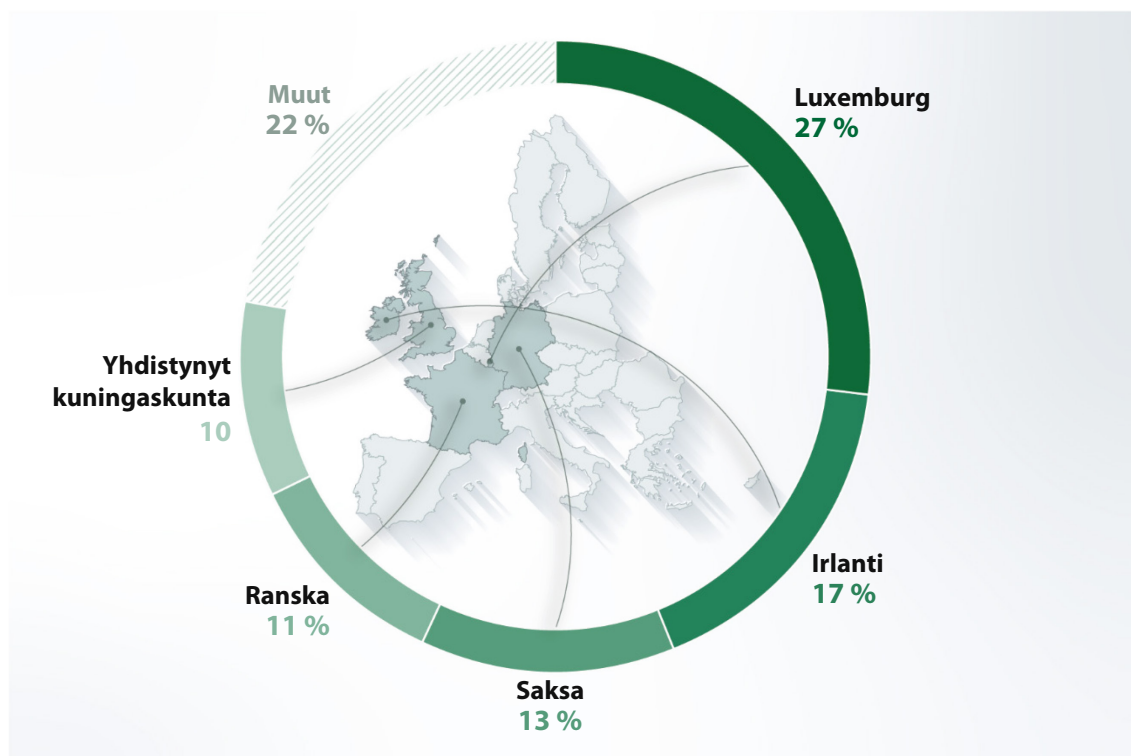
Lähde: EFAMA Fact Book 2020, s. 8.

04 Vaikka EU:ssa kotipaikkaa pitävät rahastot ovat kasvaneet suuremmiksi, ne ovat edelleen paljon pienempiä kuin niiden amerikkalaiset vastineet. Lisäksi enemmistö maailman suurimmista omaisuudenhoitajista toimii edelleen Yhdysvalloissa. Vain kahdella maailman 20 suurimmasta omaisuudenhoitajasta on päätoimipaikka EU:ssa.

05 Suurimmalla osalla Euroopan investointirahastoista on kotipaikka vain muutamassa maassa. Vuonna 2020 lähes 80 prosenttia kaikesta hoidettavana olevasta nettovarallisuudesta hoidettiin Luxemburgissa (4,70 biljoonaa euroa), Irlannissa (3,08 biljoonaa euroa), Saksassa (2,39 biljoonaa euroa), Ranskassa (1,97 biljoonaa euroa) ja Yhdistyneessä kuningaskunnassa (1,75 biljoonaa euroa) olevilla rahastoilla (ks. [kaavio 2](#)). Yhteissijoitusyritysten osalta yli puolet kaikesta nettovarallisuudesta sijoittuu yrityksiin, joiden kotipaikka on Luxemburgissa tai Irlannissa. Sijoitusrahastot, joiden toimilupa tai rekisteröinti markkinointia varten kattaa ainoastaan yhden jäsenvaltion, hoitivat 70 prosenttia kaikista EU:ssa hoidettavana olevista varoista. Yhteissijoitusyrityksistä 37 prosenttia ja vaihtoehtoisista sijoitusrahastoista

kolme prosenttia oli rekisteröity markkinoitaviksi useammassa kuin kolmessa jäsenvaltiossa.

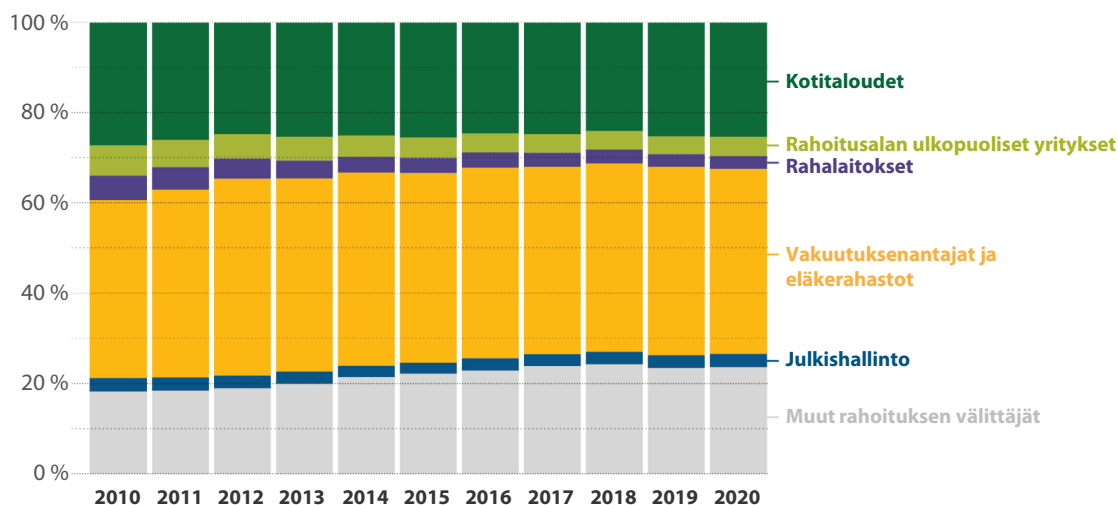
Kaavio 2 – Nettovarallisuuden jakautuminen kotipaikan mukaan EU:ssa vuonna 2019



Lähde: Euroopan tilintarkastustuomioistuin EFAMA:n tietojen perusteella.

06 Yhteisösjoitajilla on hallussaan lähes kaksi kolmasosaa sijoitusrahastojen nettoarvosta. Kotitalouksilla on hallussaan suoraan noin neljännes kaikista rahastoista (ks. [kaavio 3](#)), mutta ne altistuvat myös välillisesti sijoitusrahastoihin liittyvälle merkittävälle riskille henkivakuutus- ja eläkesopimusten kautta.

Kaavio 3 – Sijoitusrahasto-omistukset aloittain (prosenttiosuus)



Lähde: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Lähellä nollaa olevasta korkotasosta huolimatta eurooppalaiset kotitaloudet säilyttävät edelleen suuren osan rahoitusvaroistaan talletuksina (37 prosenttia vuoden 2020 lopussa). Osuus on yli kaksi kertaa suurempi kuin Yhdysvalloissa (16 prosenttia). Sijoitusrahastojen osuus kasvoi 8,3 prosentista 12,1 prosenttiin vuosien 2011 ja 2017 välisenä aikana.

Säätelykehys

08 Keskeisenä lainsäädäntönä ovat siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä koskeva direktiivi (yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi)² ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi. Näiden direktiivien soveltamisalat ja sisällöt poikkeavat toisistaan. Yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi on sijoitustuotteita koskeva asetus, kun taas vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä keskitytään rahastonhoitajia koskeviin vaatimuksiin. Molemmat direktiivit ovat vähimmäistason yhdenmukaistamiseen tähtäviä direktiivejä, joiden avulla kansalliset lainsäätäjät voivat laatia enemmän ja tiukempia sääntöjä kuin EU:n lainsäädännön vähimmäisvaatimukset edellyttävät. Rahoitusmarkkinadirektiivissä II (MiFID II) säädetään sijoituspalveluyritysten eli rahoitusosuuksia yksityisasiakkaille myyvien

² Direktiivi 2009/65/EY, annettu 13 päivänä heinäkuuta 2009 siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavia yrityksiä (yhteissijoitusyritykset) koskevien lakien, asetusten ja hallinnollisten määräysten yhteensovittamisesta (uudelleenlaadittu toisinto).

laitosten liiketoiminnan menettelytapasäännöistä ja toiminnan järjestämistä koskevista vaatimuksista.

09 Alkuperäistä yhteissijoitusyrityksiä koskevaa direktiiviä on tarkistettu useita kertoja. Komissio teki viimeisimmän muutosehdotuksen 25. marraskuuta 2021 sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin uudelleentarkastelun yhteydessä. Vuonna 2019 otettiin käyttöön yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien sääntelykehyksiin kohdistuneita muutoksia, joilla pyrittiin poistamaan sijoitusrahastojen rajat ylittävän markkinoinnin sääntelyesteitä (rajat ylittävä paketti). Lisäksi EU:n lainsäädäntö kattaa tietyntyyppisiä rahastoja, kuten rahamarkkinarahastoja.

10 Yksi yhteissijoitusyrityksiä ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevien direktiivien keskeisistä tavoitteista on helpottaa rahastojen hoitajien ja sijoitusrahastojen rajat ylittävää toimintaa. Direktiiveissä otettiin käyttöön hallinnointi- ja markkinointipassit rahastoille ja rahastonhoitajille, joiden kotipaikka on EU:ssa:

- o **Hallinnointipassi** sallii yhteissijoitusyrityksen rahastoyhtiön tai vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajan, jolla on jäsenvaltiossa toimilupa, harjoittaa liiketoimintaa muissa EU:n jäsenvaltioissa joko hyödyntämällä palvelujen tarjoamisen vapautta tai perustamalla sivuliikkeen. Vaikka rajat ylittävään toimintaan sovelletaan asianomaisten jäsenvaltioiden kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välistä ilmoitusmenettelyä, rahaston hoitajan ei tarvitse suorittaa uutta lupamenettelyä.
- o **Markkinointipassi** sallii sen, että yhteissijoitusyrityksiä tai vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja, joille kansallinen toimivaltainen viranomainen on myöntänyt toimiluvan EU:n jäsenvaltiossa, voidaan markkinoida muissa EU:n jäsenvaltioissa yli rajojen ilman, että vastaanottavan jäsenvaltion kansalliset toimivaltaiset viranomaiset tarvitsevat tähän toimiluvan. Vaikka yhteissijoitusyritysten markkinointipassi sallii yhteissijoitusyritysten markkinoimisen vähittäis- ja yhteisö-sijoittajille, vaihtoehtoisen sijoitusrahaston markkinointipassi sallii ainoastaan ammattimaisille sijoittajille markkinoimisen. Hallinnointipassin tavoin toimilupa korvataan eri EU:n jäsenvaltioiden kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välisellä ilmoitusmenettelyllä.

EU:n ja jäsenvaltioiden velvollisuudet

11 Eurooppalainen rahastojen valvontajärjestelmä muodostuu useista eurooppalaisista ja kansallisista sidosryhmistä. Vaikka EU:n elimet vastaavat taustalla olevasta lainsäädäntö- ja koordinoituvuudesta, kukin jäsenvaltio vastaa EU:n lainsäädännön saattamisesta osaksi kansallista lainsäädäntöä ja sijoitusrahastojen valvonnasta alueellaan:

- o Euroopan komissio ja erityisesti sen rahoitusvakauden, rahoituspalvelujen ja pääomamarkkinaunionin pääosasto (FISMA) vastaa rahoitusalaan koskevista poliittisista aloitteista, myös direktiivien ja asetusten ehdottamisesta.
- o Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA) on riippumaton EU:n virasto, joka vastaa sijoittajansuojasta sekä vakaiden ja hyvin järjestettyjen rahoitusmarkkinoiden edistämisestä. ESMAn velvollisuuksiin kuuluu valvontakäytäntöjen lähentäminen sekä rahoitusvakauteen ja sijoittajiin kohdistuvien riskien tunnistaminen. Velvollisuudet ovat verrattavissa muiden vastaavien Euroopan valvontaviranomaisten velvollisuuksiin; ESMAlla on niiden kanssa samanlaiset yritysstruktuurit ja niihin liittyvät haasteet.
- o Euroopan järjestelmäriskikomitea (EJRK) vastaa EU:n rahoitusjärjestelmän vakauden makrotason valvonnasta. Se tekee tiivistä yhteistyötä ESMAn ja muiden valvontaviranomaisten kanssa.
- o Vastuu rahastojen ja rahastonhoitajien valvonnasta on kansallisilla toimivaltaisilla viranomaisilla. Vastuu perustuu sellaisiin kansallisiin lakeihin, joissa on noudatettava EU:n lainsäädännössä asetettuja vähimmäisvaatimuksia, tai suoraan sovellettavaan EU:n lainsäädäntöön. Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat äänioikeutettuja ESMAn hallintoneuvoston jäseniä ja osallistuvat EJRK:n työhön.

Tarkastuksen laajuus ja tarkastustapa

12 Tilintarkastustuomioistuin toteutti tämän tarkastuksen vastatakseen laajaan yleiseen kiinnostukseen, joka on kohdistunut sijoitusrahastoihin. Ne ovat erityisen tärkeitä EU:n pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi. Sijoitusrahastot ovat alttiita sijoittajiin ja rahoitusvakauteen kohdistuville riskeille. Tarkastus kattaa ajanjakson, joka ulottuu vuodesta 2016 ja heinäkuuhun 2021.

13 Tarkastuksessa tutkittiin, onko EU luonut sijoitusrahastoille todelliset sisämarkkinat, joilla varmistetaan sijoittajansuoja ja rahoitusvakaus.

Tilintarkastustuomioistuin esitti seuraavat alakysymykset:

- o Onko EU:n toimilla luotu sopiva sääntelykehys todellisten sisämarkkinoiden luomiseksi sijoitusrahastoille?
- o Ovatko EU:n toimet edistäneet valvontakäytäntöjen lähentymistä?
- o Suojelevatko EU:n toimet sijoittajia vaikuttavalla tavalla?
- o Arvioidaanko ja vähennetäänkö EU:n toimilla rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä vaikuttavalla tavalla?
- o Onko EU:n viranomaisilla luotettavia tietoja rahoitusvakauteen ja sijoittajiin kohdistuvien riskien tunnistamiseksi?

14 Tarkastuskriteerit perustuvat IOSCO:n asettamiin kansainvälisiin standardeihin ja EU:n lainsäädäntöön (erityisesti yhteissijoitusyrityksiä ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeviin direktiiveihin, rahamarkkinarahastoja koskevaan asetukseen ja ESMAn perustamisesta annettuun asetukseen). Joissakin tapauksissa vertaamme EU:n markkinoita Yhdysvaltojen markkinoihin, jotka ovat kehittyneimmät pääomamarkkinat.

15 Tarkastuksessa keskityttiin seuraavien kolmen tarkastuskohteen toteuttamiin toimiin: komissio, ESMA ja EJRK. Tilintarkastustuomioistuin haastatteli näiden elinten henkilöstöä ja tutki relevantteja asiakirjoja. Saadaksesen vielä tarkempia tietoja tilintarkastustuomioistuin haastatteli viiden kansallisen toimivaltaisen viranomaisen, useiden kansallisten omaisuudenhoitoyhdistysten ja kolmen kuluttajajärjestön edustajia. Tilintarkastustuomioistuin järjesti kokouksen myös Euroopan pankkiviranomaisen ja Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen kanssa. Tilintarkastustuomioistuin täydensi näitä tietoja osoittamalla sähköisen kyselyn kaikkien 27 jäsenvaltion kansallisille toimivaltaisille viranomaisille,

valtiovarainministeriöille ja sijoitusrahastoyhdistyksille kootakseen näiden keskeisten sidosryhmien näkemykset. Tilintarkastustuomioistuin ei kohdistanut tarkastusta suoraan kansallisiin toimivaltaisiin viranomaisiin. Tarkastus kattoi kuitenkin tehtävät, joista viranomaiset vastaavat ESMAn jäseninä.

Huomautukset

EU:n lainsäätäjien tavoitteet on saavutettu vain rajoitetusti

EU:n lainsäätäjät asettivat sijoitusrahastojen sisämarkkinoille kunnianhimoisia tavoitteita

16 Komissio ja EU:n lainsäätäjät ovat asettaneet sijoitusrahastojen sisämarkkinoille kunnianhimoisia tavoitteita. Vuonna 1985 annettiin ensimmäinen yhteissijoitusyhtiöksiä koskeva direktiivi, jolla luotiin edellytykset sille, että rahastot ja rahastonhoitajat, joiden kotipaikka on yhdessä jäsenvaltiossa, voivat markkinoida tuotteitaan kaikkialla EU:ssa ilman, että toimiin kohdistettaisiin valvontaa muissa jäsenvaltioissa. Lainsäätäjien tavoitteena oli

- o helpottaa rahastojen markkinointia muissa jäsenvaltioissa
- o varmistaa sijoittajille vaikuttavampi ja yhdenmukaisempi suoja
- o lähentää kilpailuedellytyksiä.

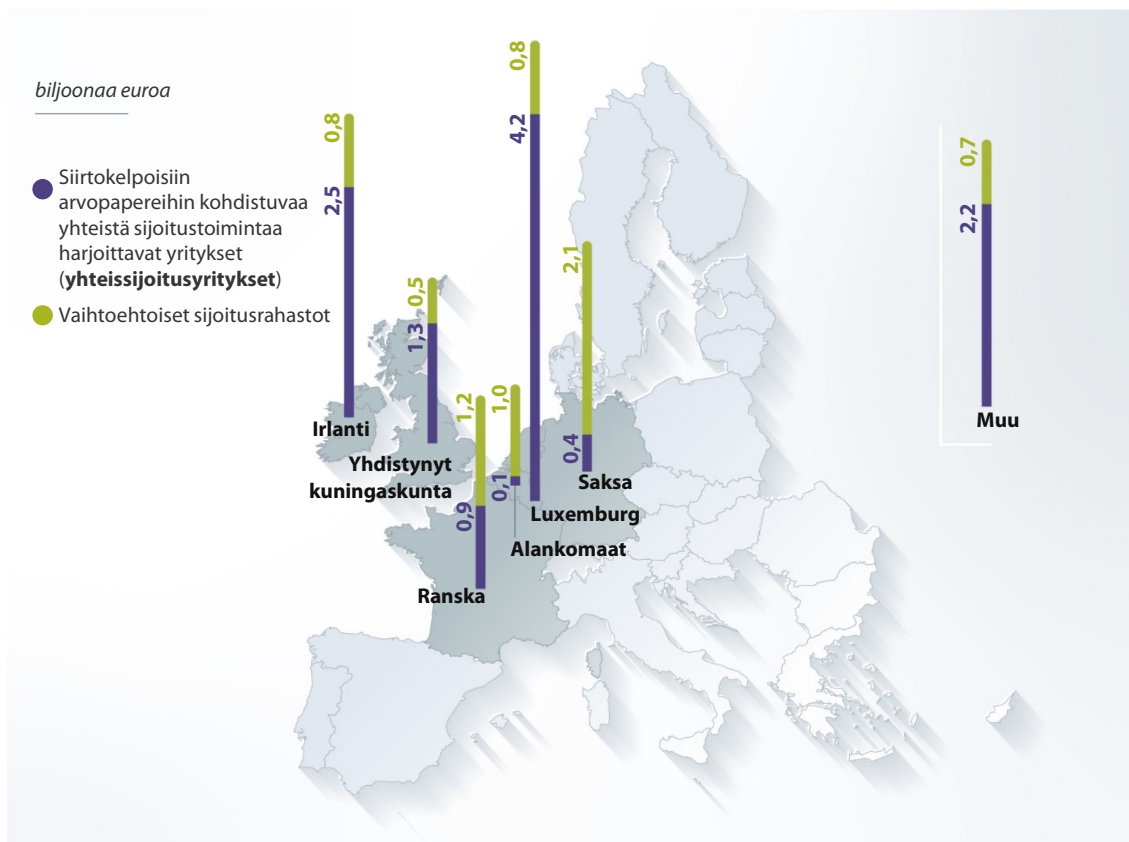
17 Sijoitusrahastomarkkinoiden yhdentymisen odotettiin antavan EU:n sijoittajille enemmän valinnanvaraa ja luovan rahastoalalle uusia liiketoimintamahdollisuuksia. Näiden yleisten periaatteiden merkitys ja tasapuolisten toimintaedellytysten varmistamisen tärkeys toistettiin, kun vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi hyväksyttiin vuonna 2013³.

Passijärjestelmä ei ole luonut todellisia sisämarkkinoita

18 Passijärjestelmä vaikutti osaltaan rahastojen kotipaikkojen keskittymiseen. EU:n toimilla on vahvistettu rahastoille markkinointi- ja hallinnointipassit (ks. kohta **10**). Euroopan sijoitusrahastomarkkinat ovat kuitenkin edelleen hajanaiset, ja valtaosa rahastoista on sijoittautunut vain muutamaa maahan (ks. *kaavio 4*).

³ [Direktiivi 2011/61/EU](#), annettu 8 päivänä kesäkuuta 2011, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista, johdanto-osan kappaleet.

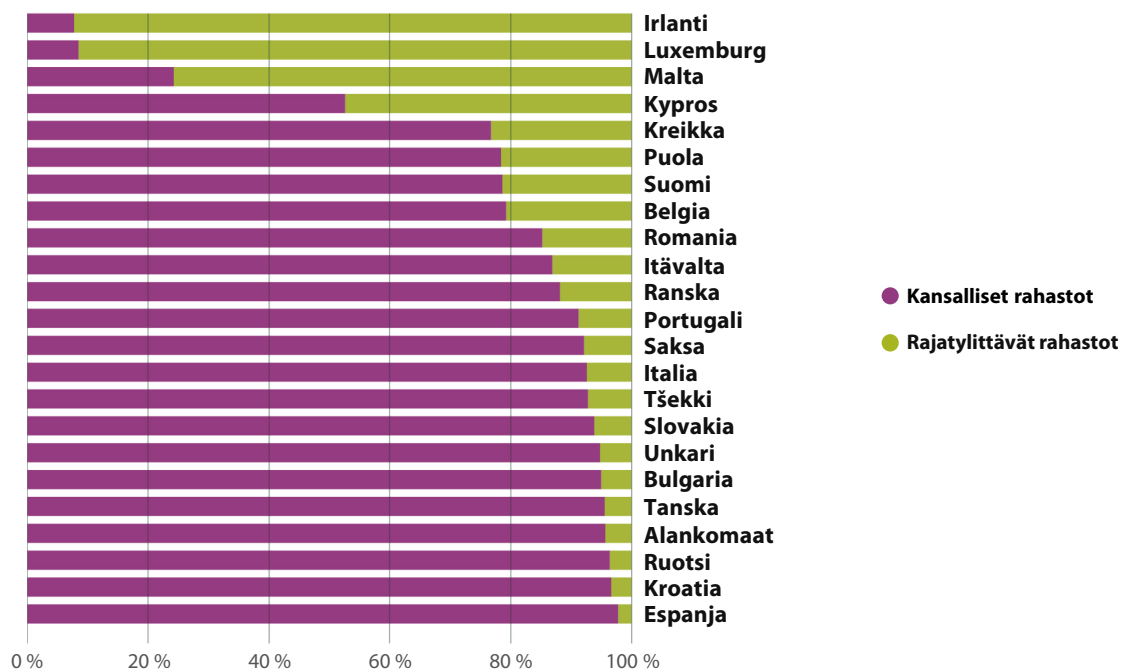
Kaavio 4 – Yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen nettoarvo kotipaikan mukaan (biljoonaa euroa)



Lähde: Euroopan tilintarkastustuomioistuin EFAMA:n lukujen perusteella.

19 Useimmissa jäsenvaltioissa rahastot jakautuvat pääasiassa kotimarkkinoille. Sen sijaan rahastoja, joiden kotipaikka on muutamassa maassa, myydään pääasiassa ulkomaille (ks. [kaavio 5](#)). Euroopan sijoitusrahastojen ja -yhtiöiden yhdistyksen (EFAMA) mukaan paikallisten rahastojen osuus rahasto-omistuksista Euroopassa on 67 prosenttia, kun se kymmenen vuotta sitten oli 73 prosenttia.

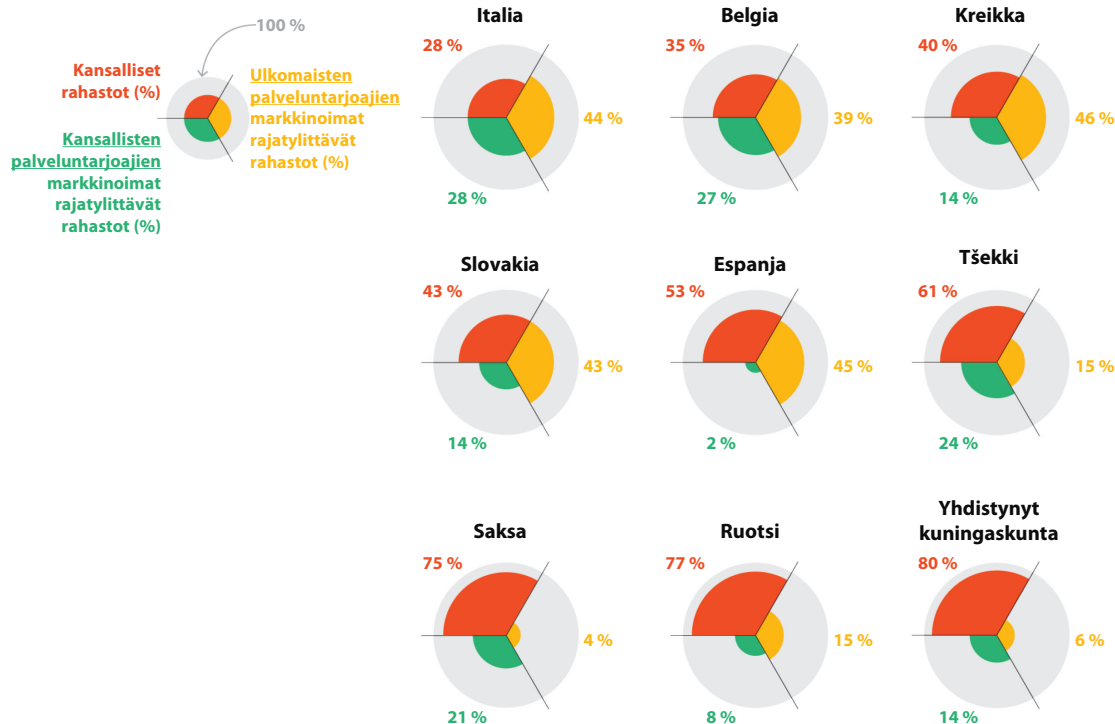
Kaavio 5 – Kotimaiset rahastot ja rajat ylittävät rahastot



Lähde: EFAMA, Factbook 2021, kaavio 3.16, s. 50.

20 Useissa EU:n jäsenvaltioissa useimpia rajat ylittäviä rahastoja myyvät kansalliset omaisuudenhoitajat, eivät ulkomaiset omaisuudenhoitajat. *Kaaviossa 6* esitetään sijoitusrahasto-omistusten jakautuminen, myös kotimaisten palveluntarjoajien markkinoimien rajat ylittävien rahastojen osalta.

Kaavio 6 – Rahasto-omistus ja ”todelliset” rajat ylittävät rahastot



Lähde: EFAMA Fact Book 2021, s. 45.

21 Komissio kutsuu tätä ilmiötä round trip -rahastoiksi. Termillä tarkoitetaan sellaisten rahastojen luokkaa, joita komissio ei pidä ”todellisina” rajat ylittävinä rahastoina. ESMAn mukaan rahastot ilmoitetaan usein rajat ylittävää markkinointia varten, mutta niitä ei välttämättä markkinoida. Näin ollen tosiasiallinen rajat ylittävä markkinointi on vähäisempää kuin mihin luvut viittaavat. Rajat ylittäviä paketteja koskeviin ehdotuksiin vuonna 2018 liittämässään vaikutustenarvioinnissa komissio totesi, että round trip -rahastot eivät edistä sisämarkkinoiden todellista syvenemistä eivätkä sijoittajien valinnanmahdollisuuksien lisääntymistä. Komissio katsoi myös, että tapaukset, joissa rahastoa markkinoidaan vähintään yhdessä jäsenvaltiossa sen hoitajan kotimarkkinoiden ja kotipaikan ulkopuolella, ovat parempi osoitus rajat ylittävästä toiminnasta⁴.

22 Lainsäätäjät totesivat rajat ylittävään pakettiin liitetyn komission vaikutustenarvioinnin perusteella⁵, että erilaiset sääntely- ja valvontatavat aiheuttavat EU:n rahastomarkkinoiden hajanaisuutta. He huomauttivat myös, että rajat ylittävän markkinoinnin esteet voivat olla esteenä rahastojen markkinoinnille muissa

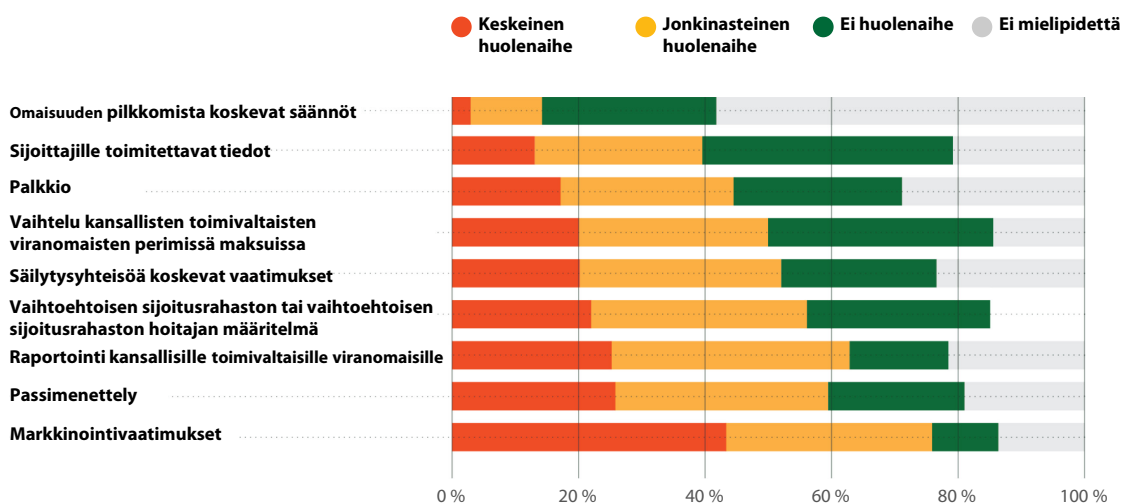
⁴ SWD(2018) 54 final, 12.3.2018, s. 12.

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

jäsenvaltioissa⁶. Näin ollen lainsäädäntöpaketissa keskityttiin puuttumaan EU:n passien käyttöä koskeviin erilaisiin kansallisiin vaatimuksiin ja sääntelykäytäntöihin, mukaan lukien markkinointivaatimukset, lakisääteiset maksut sekä hallinnolliset ja ilmoitusvaatimukset.

23 Erilaisia lähestymistapoja on edelleen havaittavissa. Tilintarkastustuomioistuin totesi kuitenkin, että komissio ei osoittanut, että erilaisista lähestymistavoista johtuvat markkinoille pääsyn esteet olisivat suurin syy markkinoiden hajanaisuuteen ja todellisten rajat ylittävien rahastojen vähäiseen määrään. Tilintarkastustuomioistuin pani merkille, että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin toimintaa koskevassa vuoden 2018 raportissa lähes puolet kyselytutkimuksen osallistujista totesi, että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaa direktiiviä ei sovelleta johdonmukaisesti kaikkialla EU:ssa. Ongelma ei siis ole lainsäädännössä, vaan sen soveltamisessa jäsenvaltioissa. Tämä epä johdonmukaisuus ei kuitenkaan ollut keskeinen huolenaihe useimmille raportin kyselytutkimuksen osallistujille (ks. [kaavio 7](#)).

Kaavio 7 – Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin soveltamisen epä johdonmukaisuuden osalta esiin tulleita huolenaiheita



Lähde: Report on the operation of the alternative investment fund managers directive (AIFMD)⁷.

⁶ Asetus (EU) 2019/1156, annettu 20 päivänä kesäkuuta 2019, yhteistä sijoitustoimintaa harjoittavien yritysten rajatylittävän markkinoinnin helpottamisesta, johdanto-osan 1 kappale.

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

24 Direktiivit ovat lainsäätäjien käyttämiä lainsäädäntövälineitä, joissa vahvistetaan vähimmäisvaatimukset. Kyseisissä unionin direktiiveissä säädetään nimenomaisesti, että kotijäsenvaltio voi pääsääntöisesti antaa tämän direktiivin sääntöjä tiukempia sääntöjä⁸. Jacques de Larosièren raportissa korostettiin, että direktiiveillä ei saavuteta tarvittavaa yhdenmukaistamisen tasoa. Raportissa suositeltiin välttämään sellaista lainsäädäntöä, jonka saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä ja soveltaminen on mahdollista toteuttaa epäjohdonmukaisesti⁹. Puolet tilintarkastustuomioistuimen kyselyyn vastanneista kansallisista toimivaltaisista viranomaisista totesi, että niiden edustamien jäsenvaltioiden lainsäädännössä todella määrättiin tiukempia sääntöjä. Tilintarkastustuomioistuin panee merkille, että asetusten muodossa annettavat yhtenäiset säännöt voisivat olla sopivampia keinoja tasapuolisten toimintaedellytysten luomiseen kaikkialla EU:ssa.

25 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi myös, että direktiivit ovat käynnistäneet kilpailamisen alhaisimmalla sääntelytasolla. Ylisääntelyä koskeva käytäntö (eli tiukempien vaatimusten asettaminen) ja tilintarkastustuomioistuimen sidosryhmien kanssa käymät keskustelut viittaavat siihen, että mailla, jotka vain saattavat direktiiveissä säädetyt vähimmäisvaatimukset osaksi kansallista lainsäädäntöään, on kotipaikkana kilpailuetu verrattuna maihin, jotka soveltavat tiukempia vaatimuksia. Yhdistettynä suotuisaan verojärjestelmään ja mahdollisuuteen siirtää voittoja tämä luo rahastoalalle vahvoja kannustimia oikeuspaikkakeinottelulle, mikä johtaa kilpailun vääristymiseen.

Lainsäädäntöaloitteiden vaikutus on vähäinen

26 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että komission omassa analyysissa tunnustetaan sen tekemien lainsäädäntöehdotusten vaikutusten rajallisuus. Komissio määrittä merkittäviä tekijöitä, kuten verotus, paikallinen kysyntä ja jakeluverkko, jotka vaikuttavat siihen, missä omaisuudenhoitajat päättävät markkinoida sijoitusrahastojaan, mutta joihin ei voida vaikuttaa EU:n lainsäädännössä.

27 Lisäksi tilintarkastustuomioistuin toteaa, että komission itsensä havaitsema keskeinen ongelma ei sinänsä ole oikeudellinen kehys, vaan se, että isäntävaltiot muodostavat markkinoille pääsyn esteitä. Komissiolla on välineitä, joilla voidaan

⁸ Yhteissijoitusyrityksiä koskeva direktiivi, johdanto-osan 15 kappale; vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi, johdanto-osan 17 kappale.

⁹ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 25.2.2009, johdanto-osan 100–109 kappaleet ja suositus 10.

puuttua tapauksiin, joissa jäsenvaltiot luovat markkinoille pääsyn esteitä tai kansalliset toimivaltaiset viranomaiset mahdollisesti rikkovat EU:n lainsäädäntöä. Komissio voi tällaisissa tapauksissa käyttää toimivaltaansa perussopimusten valvojana, ja käynnistää rikkomusmenettelyn tai pyytää ESMAa käynnistämään unionin oikeuden rikkomista koskevan menettelyn. Komissio kuitenkin totesi, että jäljellä oleviin esteisiin voidaan puuttua tehokkaimmin EU:n tasolla (lainsäädännön avulla)¹⁰.

28 Vaikutustenarviointeihin, kuten rajat ylittävään pakettiin kohdistettuun arviointiin, sisältyy usein aloitteen soveltamisalaan kuuluvien säännösten jälkiarviointi. Alun perin syyskuuhun 2017 mennessä toteutettavaksi odotettua yhteissijoitusyritysten direktiivin tarkistamista on kuitenkin lykätty.

29 Komissio ei ole koskaan toteuttanut kattavaa toimivuustarkastusta, joka olisi käsittänyt sijoitusrahastojen oikeudellisen kehysten kokonaisuudessaan. Tällaista tarkastusta ei myöskään ole suunnitteilla lähitulevaisuudessa. Ainoa sijoitusrahastoja osittain koskeva toimivuustarkastus oli komission vuosina 2017–2019 toteuttama EU:n valvontavaatimusten toimivuustarkastus¹¹.

30 Komissio laatii monivuotisia strategiasuunnitelmia ja vuotuisia hallintosuunnitelmia sekä raportoi tavoitteidensa saavuttamisesta. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi puutteita komission käyttämässä tuloksellisuuden mittausjärjestelmässä. Esimerkiksi vuosien 2016–2020 strategiasuunnitelmassa yhteissijoitusyritysten tärkein tulosindikaattori oli rajat ylittävien yhteissijoitusyritysten rahastojen osuus suhteessa EU:ssa myytyyn kokonaismäärään. Tilintarkastustuomioistuin toteaa, että komissio laski myöhemmin rimaa rajat ylittävän rahaston määritelmän osalta siten, että sillä tarkoitetaan nyt rahastoa, joka on viiden jäsenvaltion sijasta myynnissä vähintään kolmessa jäsenvaltiossa.

31 Vuosien 2020–2024 strategiasuunnitelma sisältää pääasiassa erityisiä horisontaalisia tavoitteita ja niihin liittyviä tulosindikaattoreita. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että useimmat vuosien 2020–2024 strategiasuunnitelman tulosindikaattoreille asetetut välitavoitteet ja tavoitearvot eivät ole täsmällisiä. Indikaattorien on oltava komission sisäisen valvonnan kehysten perusteella merkityksellisiä, hyväksytyjä, uskottavia, helposti seurattavia ja luotettavia. Termejä ”kasvu”, ”myönteinen kehitys” ja ”lasku” käytetään, mutta ei määritellä, millaista kasvua tai laskua pidetään tyydyttävänä. Joidenkin

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

¹¹ Euroopan komissio, [Fitness check of EU supervisory requirements](#), SWD(2019) 402 ja 403.

tulosindikaattoreiden tavoitearvot eivät myöskään ole kunnianhimoisia. Esimerkiksi vähittäissijoittajiin liittyvien kustannusten lasku oli jo saavutettu, kun tavoitearvoa asetettiin.

Saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä ei aina ole ollut oikea-aikaista

32 Komissio tarkistaa, ovatko jäsenvaltiot saattaneet direktiivit ajoissa, täydellisesti ja vaatimustenmukaisesti osaksi kansallista lainsäädäntöään. Viivästynyt ja/tai virheellinen saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä voi estää tasapuolisten toimintaedellytysten luomisen ja sisämarkkinoiden moitteettoman toiminnan. Komission on määrä käynnistää rikkomusmenettelyt, joissa jäsenvaltioita kehoitetaan toimimaan, kun ne ovat myöhässä tarvittavien toimenpiteiden toteuttamisessa.

33 Yhteissijoitusyrityksiä koskevan direktiivin ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin osalta vain 12 jäsenvaltiota ilmoitti saattaneensa direktiivin osaksi kansallista lainsäädäntöä määräajassa. Lisäksi kesti toiset kahdeksan vuotta ennen kuin komissio katsoi, että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi oli saatettu kokonaisuudessaan osaksi kansallista lainsäädäntöä.

ESMA on tehostanut toimiaan valvontakäytäntöjen lähentymisen ja vaikuttavan valvonnan edistämiseksi, mutta edistyminen on vähäistä

34 Kuten edellä on kuvattu (ks. kohta **08**), kansalliset toimivaltaiset viranomaiset valvovat sijoitusrahastoja ja niiden hoitajia sekä sijoituspalveluyrityksiä ja muita rahoituksen välittäjiä yhdenmukaistetun kansallisen lainsäädännön perusteella, mutta eivät yhdenmukaisten standardien perusteella. Näin ollen oikeudelliset vaatimukset ja sääntelykäytännöt voivat edelleen vaihdella jäsenvaltiosta toiseen.

35 Tätä taustaa vasten EU:n lainsäätäjät antoivat ESMAlle tehtäväksi

- o edistää osaltaan voimassaolevan EU:n lainsäädännön johdonmukaisen, tehokkaan ja vaikuttavan soveltamisen varmistamista

- o edistää valvontakäytäntöjen lähentämistä, jotta voidaan edelleen vahvistaa valvontatulosten johdonmukaisuutta kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välillä yhteisen valvontakulttuurin luomiseksi¹².

36 Valvontakäytäntöjen lähentyminen ei tarkoita yhtä ainoaa oikeaa lähestymistapaa, vaan pikemminkin samojen sääntöjen johdonmukaista ja vaikuttavaa täytäntöönpanoa ja soveltamista sekä riittävän samankaltaisia lähestymistapoja samankaltaisiin riskeihin. Yleisenä tavoitteena on saavuttaa vertailukelpoisia sääntely- ja valvontatuloksia. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että vertailukelpoisten tulosten saavuttaminen olisi riittävää sovelletuista valvontatavoista riippumatta.

37 Jacques de Larosièren raportissa korostettiin lähentymisen merkitystä EU:n rahoitusmarkkinoille¹³. Kansainvälinen valuuttarahasto, komissio ja parlamentti julkaisivat vuonna 2014 kertomuksia Euroopan finanssivalvontajärjestelmän toiminnasta. Ne pitivät myönteisenä ESMAn panosta yhteisen sääntökirjan laatimiseen, mutta ehdottivat, että valvontakäytäntöjen lähentymiseen¹⁴ keskittymistä lisätään.

38 Komissio korosti myös, että vaikuttavampi ja johdonmukaisempi valvonta on olennaisen tärkeää, jotta mahdollisuus sääntelyerojen hyväksikäyttöön voidaan poistaa, ja että ESMAlla on keskeinen rooli pääomamarkkinoiden yhdentymisen edistämiseksi¹⁵. Tämä lausunto toistettiin vuonna 2019 toteutettujen Euroopan valvontaviranomaisia koskevien asetusten tarkistusten yhteydessä. EU:n lainsäätäjät korostivat, että valvontakäytäntöjen lähentämisessä olisikin edistyttävä erityisen ripeästi, jotta pääomamarkkinaunionin toteuttaminen voidaan saada päätökseen¹⁶.

ESMAlla on välineet, joilla edistetään valvontakäytäntöjen lähentymistä

39 Lähentymisen edistämiseksi ESMAlla on käytössään useita välineitä, jotka voidaan ryhmitellä kolmeen luokkaan: valmistelu-, täytäntöönpano- ja arviointi-/korjausvälineet. *Kaaviossa 8* esitetään tästä yleiskatsaus. ESMA on luonut uusia

¹² ESMAn perustamisesta annettu asetus, 1 artikla.

¹³ The High-Level Group on Financial Supervision in the EU, 25.2.2009.

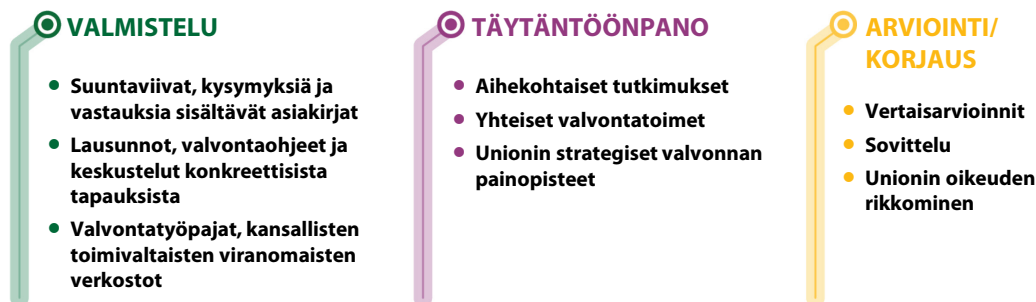
¹⁴ ESMA Strategic Orientation 2016-2020, ESMA/2015/935, s. 3.

¹⁵ COM(2017) 292 final, 8.6.2017, luku 4.1.

¹⁶ Asetus (EU) 2019/2175, annettu 18 päivänä joulukuuta 2019, johdanto-osan 7 kappale.

välineitä, joita ovat esimerkiksi keskustelut konkreettisista tapauksista ja yhteiset valvontatoimet.

Kaavio 8 – Yleiskatsaus ESMA:n valvontakäytäntöjen lähentymisvälineisiin



Lähde: Euroopan tilintarkastustuomioistuin ESMA-asetuksen perusteella.

ESMA on tehostanut lähentämistyötään

40 ESMA on tehostanut toimiaan valvontakäytäntöjen lähentymisen alalla. ESMA oli strategisissa linjoissaan vuosille 2016–2020 sitoutunut suuntaamaan enemmän resursseja valvontakäytäntöjen lähentymisen edistämiseen, selkeyttänyt tavoitteitaan ja kohdentanut useita eri osa-alueita lähentämistyöhönsä. ESMA on sittemmin lisännyt alan lähentämistyötä tekevän henkilöstönsä määrää viidestä (5,7 kokoaikavastaavaa) kahdeksaan vuonna 2020 (8,7 kokoaikavastaavaa).

41 ESMA loi vuonna 2020 riskiperusteisempaan lähestymistapaan tähtäävän kehyksen, jota sen oli määrä soveltaa valvontakäytäntöjen lähentämistoimiinsa. Lämpökartassa yksilöidään relevantit riskit, mutta se sisältää vain vähän tietoa sääntöjen epäyhtenäisestä soveltamisesta ja toisistaan poikkeavista käytännöistä. Lämpökartta on kuitenkin myönteinen askel. Se on ollut vaikuttava, kun on tarvinnut määrittää riskiperusteisen valvonnan aloja kaikkialla EU:ssa, mutta vähemmän vaikuttava, kun on pyritty määrittämään uusia lähentämistyön aiheita. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi myös, että ESMA onnistui panemaan täytäntöön järjestelmällisemmän ja näyttöön perustuvan lähestymistavan lähentämistyöhön.

Vaikutuksista on rajallista näyttöä, eikä käytössä ole vaikuttavuutta mittaavaa mekanismia

Suuntaviivojen vaikuttavuutta ei ole osoitettu

42 Aiemmin valmisteluvälineet, kuten suuntaviivat, ovat olleet ESMAn tärkeimpiä lähentymisvälineitä. Suuntaviivoihin sovelletaan ”noudata tai selitä -mekanismia”, eli kansallisten toimivaltaisten viranomaisten on ilmoitettava ESMA:lle, aikovatko ne panna suuntaviivat täytäntöön. ESMA julkaisee jokaiseen suuntaviivaan liittyvät vaatimustenmukaisuustaulukot, joita päivitetään säännöllisesti¹⁷.

43 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että kansallisten toimivaltaisten viranomaisten vaatimustenmukaisuutta ei aina varmisteta. ESMAn sisäisissä ohjeissa¹⁸ edellytetään, että se tarkistaa ja arvioi suuntaviivojen soveltamista. ESMA tiedustelee kansallisilta toimivaltaisilta viranomaisilta vuosittain, kuinka ne noudattavat suuntaviivoja. Se kuitenkin tarkisti vain kerran vertaisarvioinnin avulla, kuinka viranomaiset tosiasiallisesti noudattavat niitä. Vertaisarviointi osoitti, että suuntaviivat eivät olleet edistäneet valvontakäytäntöjen lähentämistä vaikuttavalla tavalla. Lisäksi havaittiin, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset olivat noudattaneet suuntaviivoja ilmoitetun mukaisesti vain rajallisessa määrin (ks. [laatikko 1](#)).

Laatikko 1

Pörssilistattuja rahastoja ja muita yhteissijoitusyrityksiä koskevista suuntaviivoista tehdyn vertaisarvioinnin tulokset

Vertaisarviointi kattoi kuusi pääasiallista rahastojen kotipaikkaa EU:ssa. Arvioinnissa tuli esille, että niistä yksikään ei ollut toteuttanut suuntaviivoja täysimääräisesti. Kaksi kansallista toimivaltaista viranomaista noudatti suuntaviivoja osittain tai puutteellisesti. Näiden maiden kohdalla ESMA katsoi jopa, että valvontakäytännöt olivat suuntaviivojen vastaisia eivätkä ne edistäneet yhteissijoitusyritysten tasapuolisia toimintaedellytyksiä sisämarkkinoilla. ESMA havaitsi, että suuntaviivojen soveltamisessa ilmeni kaiken kaikkiaan merkittävää vaihtelua. Se totesi myös, että valvontakäytäntöjen lähentämistä koskeva tavoite oli useilla alueilla jäänyt saavuttamatta.

¹⁷ ESMA Notifications of Compliance with Guidelines – Overview Table.

¹⁸ Internal Guidance – Guidelines compliance notification process, ESMA42-110–888, kohdat 35 ja 38.

Yhteiset valvontatoimet ovat edistäneet säännöllistä tietojenvaihtoa valvontaviranomaisten välillä ja mahdollistaneet sen, että ESMA voi koordinoida kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvontatoimia

44 Yhteiset valvontatoimet ovat ESMAn kehittämä lähentymisväline, samoin kuin valvonnan koordinoitiverkostot ja valituksiin perustuva tietojenvaihto kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kanssa. ESMA arvostaa näitä välineitä niiden tulevaisuuteen suuntautuvan luonteen vuoksi ja koska ne auttavat tunnistamaan lähentymiseen liittyviä ongelmia. ESMA on jo käynnistänyt useita yhteissijoitusyrityksiin ja toiseen rahoitusmarkkinadirektiiviin liittyviä yhteisiä valvontatoimia.

45 Yhteiset valvontatoimet ja koordinoitiverkostot ovat välineitä, joiden avulla valvojat voivat jakaa kokemuksia ja oppia toisiltaan. Tämän perusteella voidaan päätellä, että niiden olisi ajan mittaan edistettävä yhteistä valvontakulttuuria. Yhteiset valvontatoimet myös auttavat ESMaa tunnistamaan valvontakäytäntöjen eroja ja mahdollisia puutteita kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvonnassa sekä antamaan ohjeita EU:n lainsäädännön soveltamisesta käytännössä esimerkiksi silloin, kun yksittäisillä kansallisilla toimivaltaisilla viranomaisilla ei ole edelleenkään luotettavaa menetelmää.

46 Yhteisten valvontatoimien avulla ESMA voi keskittyä erityisiin riskeihin ja edistää sekä koordinoida valvontatoimia. Tästä voi aiheutua paljon työtä, minkä useat kansalliset toimivaltaiset viranomaiset toivat huolenaiheena esiin tilintarkastustuomioistuimen kyselyssä.

Arviointi- ja korjausvälineitä on käytetty hyvin harvoin huolimatta siitä, että niiden vaikutus on mahdollisesti suurempi

47 Vertaisarviointit ovat potentiaalisesti tehokas väline, mutta niitä käytetään harvoin sijoitusrahastojen alalla. ESMA aikoo käyttää niitä lähitulevaisuudessa enemmän. Se kuitenkin korosti myös resurssirajoituksia ja tarvetta säilyttää tasapaino kaikilla sen toimeksiantoon kuuluvilla aloilla. Vertaisarviointi eroaa muista lähentymisvälineistä siten, että se edellyttää ESMAn suorittavan ja julkaisevan virallisen arvioinnin valvontakäytäntöjen ja täytäntöönpanon osalta saavutetun lähentymistason lisäksi myös valvontatehtävästä. Vertaisarviointin avulla ESMA voi antaa ohjeita ja suosituksia havaittujen puutteiden korjaamiseksi. ESMA on tehnyt vain kaksi vertaisarviointia sijoitusrahastoista sen jälkeen, kun se perustettiin vuonna 2011: toinen koski rahamarkkinarahaston suuntaviivoja vuodelta 2013 ja toinen

pörssilistattuja rahastoja ja muita yhteissijoitusyritysten ongelmia koskevia suuntaviivoja vuodelta 2018¹⁹.

48 ESMAlla on käytössään myös kaksi korjausvälinettä: sovittelumenettely ja unionin oikeuden rikkomista koskeva menettely, joiden avulla se voi tutkia ja korjata väitettyjä unionin oikeuden rikkomisia tai ratkaista kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välisiä erimielisyyksiä. Eräessä tapauksessa ESMA tuki onnistuneesti erimielisyyden ratkaisemista kahden kansallisen toimivaltaisen viranomaisen välillä. Muutamissa tapauksissa unionin oikeuden rikkomista koskeva tutkimus käynnistettiin epävirallisesti. Virallinen unionin oikeuden rikkomista koskeva menettely on käynnistetty kerran, ja se johti kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toimintakäytäntöjen muuttamiseen.

ESMAlla on haasteita, jotka estävät sen välineiden vaikuttavan käytön

49 ESMAlla on useita haasteita, jotka estävät sen edellä kuvattujen valtuuksien tehokkaan ja vaikuttavan käytön. ESMA on riippuvainen kansallisten toimivaltaisten viranomaisten halukkuudesta tarjota käyttöön oma panoksensa, teknistä asiantuntemusta sekä ESMAn lähentämistyöhön osallistuvaa henkilöstöä. Sama pätee Euroopan pankkiviranomaiseen ja Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomaiseen, kuten tilintarkastustuomioistuimen näitä viranomaisia koskevat tarkastukset²⁰ ovat osoittaneet. ESMA on toteuttanut toimia varmistaakseen, että yhdenmukaistamistyöhön osallistuvalla kansallisten toimivaltaisten viranomaisten henkilöstöllä on tarvittava asiantuntemus. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten osallistuminen ESMAn lähentämistoimiin on kuitenkin pitkälti vapaaehtoista (lukuun ottamatta vertaisarviointeja, sovittelua sekä unionin oikeuden rikkomista koskevaa menettelyjä). Tämä toisinaan heikentää ESMAn työn vaikuttavuutta.

50 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että useimmat kansalliset toimivaltaiset viranomaiset osallistuvat ESMAn työhön ja antavat siihen oman panoksensa. Osa niistä on kuitenkin vastahakoisempia osallistumaan. Esimerkiksi yhteisten valvontatoimien tapauksessa pienemmät kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat yleensä aktiivisempia esittämään tapauksia, kun taas jotkin suuremmat kansalliset toimivaltaiset viranomaiset noudattavat passiivisempaa lähestymistapaa. Jotkin kansalliset toimivaltaiset viranomaiset eivät vastanneet ESMAn henkilöstön pyyntöihin osallistua ja esittää tapauksia aktiivisesti. Esimerkiksi sellaiset kansalliset toimivaltaiset

¹⁹ ESMA/2013/476, 15. huhtikuuta 2013 ja ESMA42-111-4479, 30. heinäkuuta 2018.

²⁰ Euroopan tilintarkastustuomioistuimen erityiskertomus 29/2018 ja erityiskertomus 10/2019.

viranomaiset, jotka eivät olleet koskaan käyttäneet seuraamusvaltuuksiaan, eivät osallistuneet ESMAn tästä aiheesta vuonna 2020 järjestämään työpajaan.

51 ESMAn päätöksentekokoelin koostuu kansallisten toimivaltaisten viranomaisten edustajista. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten edustajilla on velvollisuus toimia yksinomaan koko unionin yleisen edun mukaisesti, mutta aina ei ole taattua, että ne toimivat näin. Komission ehdotus, jolla tähän hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää koskevaan ongelmaan olisi puututtu Euroopan valvontaviranomaisen arvioinnin yhteydessä, hylättiin. Kaikkein ilmeisimpään eturistiriitaan on kuitenkin puututtu: kansalliset toimivaltaiset viranomaiset eivät enää saa osallistua keskusteluihin ja äänestyksiin sellaisten unionin oikeuden rikkomista koskevien menettelyjen yhteydessä, jotka koskevat niitä itseään. Myös ESMAn sovittelusäännöissä käsitellään eturistiriitoja. Kaikki lähentämistyö kuitenkin koskee kansallisia toimivaltaisia viranomaisia, sillä työn kohteena ovat niiden valvontakäytännöt ja -tulokset. Edellä kuvattu ongelma koskee myös ESMAn pyrkimyksiä parantaa valvonnan tehokkuutta ja vaikuttavuutta.

52 ESMA on riippuvainen kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toimintahalukkuudesta. Yksi esimerkki tästä ovat koti- ja vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisten vastuut rajatylittävissä tapauksissa, mikä on näkyvä ja toistuva aihe ESMAn yhdenmukaistamistyössä (ks. [laatikko 2](#)). ESMA on onnistunut sujuvoittamaan rahastojen markkinointia ja hoitoa koskevien EU:n passien toimintaa vain osittain vaikuttavasti: se ei ole onnistunut poistamaan kaikkia sellaisia valvontakäytäntöjä, jotka luovat esteitä markkinoille pääsulle.

Laatikko 2

Koti- ja vastaanottavan jäsenvaltion vastuista käydään edelleen keskustelua

ESMA ja Euroopan valvontaviranomaisten yhteiskomitea ovat selkeyttäneet voimassa olevia sääntöjä ja tehtävänjakoa, ESMA vuonna 2017 ja Euroopan valvontaviranomaisten yhteiskomitea vuonna 2019. Keskusteluja jatkettiin vuonna 2020 useiden eri prosessien ja yhden työpajan puitteissa.

Toimilupajärjestelmää, jonka mukaan kotijäsenvaltion viranomaiset ovat yksin vastuussa rahastonhoitajien ja rahastojen valvonnasta, ei kuitenkaan aina noudateta, ja vastaanottavan jäsenvaltion viranomaisten tehtävä puolestaan rajoittuu paikallisten toimintasääntöjen noudattamiseen varmistamiseen.

53 Tilintarkastustuomioistuin panee myös merkille, että lähentämistyössä on jo käsitelty laajasti kaikkia niitä yhdenmukaistamiskysymyksiä, jotka ESMA toi esille

komissiolle osoittamassaan kirjeessä²¹, jonka aiheena oli vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin uudelleentarkastelu. Tämä osoittaa, että ESMAn toimet eivät ole olleet täysin vaikuttavia.

54 Toinen esimerkki koskee tehtävien siirtoa. Sekä yhteissijoitusyrityksiä koskevassa direktiivissä että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä säädetään, että rahastoyhtiöt voivat siirtää tehtäviä kolmansille osapuolille. ESMAn mukaan valvontaa koskevissa lähestymistavoissa ja valvontatuloksissa on kuitenkin edelleen eroja, mitä tulee siirrettävien tehtävien sallittuun laajuuteen sekä tehtäviin, jotka voidaan siirtää (ks. [laatikko 3](#)).

Laatikko 3

Siirrettävien tehtävien laajuus

ESMA on tuonut esille, että joissakin jäsenvaltioissa salkunhoito on suurelta osin tai jopa kokonaan siirretty kolmansille osapuolille, jotka eivät välttämättä kuulu asianomaisten vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien tai yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden konserneihin. Nämä konsernit puolestaan voivat olla sijoittautuneet EU:n ulkopuolelle. Tällaisissa tapauksissa suurin osa operatiivisesta henkilöstöstä, joka vastaa salkunhoidosta/riskienhallinnasta, hallinnosta ja muista toiminnoista, hoitaa tehtäviään asianomaisia rahastoja koskevan valtuutuksen perusteella. Näin ollen ESMA katsoo, että asianomainen henkilöstö ei työskentele suoraan toimiluvan saaneiden vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajien tai yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöiden palveluksessa, ja suuri osa hallinnointipalkkioista maksetaan osapuolille, joille tehtävät on siirretty. ESMAn mielestä tällaiset (markkina)käytännöt, joita noudatetaan joissakin jäsenvaltioissa, herättävät kysymyksen siitä, pystyvätkö valtuutuksen saaneet vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöt yhä tosiasiallisesti hallinnoimaan kyseisiä vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ja yhteissijoitusyrityksiä.

Lähde: ESMAn kirje vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin uudelleentarkastelusta, ESMA34-32-550, 18. elokuuta 2020.

55 Tilintarkastustuomioistuin pani myös merkille, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat jossakin määrin vastahakoisia tukemaan ESMAn toimia avoimuuden lisäämiseksi. Pakolliset julkaisut, kuten seuraamuksia koskeva vuosiraportti ja vuotuinen tilastoraportti EU:n alueen vähittäissijoitustuotteiden tuottokehityksestä ja kuluista, tarjoavat arvokasta tietoa muun muassa erilaisista markkinarealiteeteista ja

²¹ ESMAn kirje vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin uudelleentarkastelusta, ESMA34-32-550, 18. elokuuta 2020.

valvonnan tiukkuudesta eri jäsenvaltioissa. Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat kuitenkin erittäin vastahakoisia julkaisemaan yhteisten valvontatoimien tuloksia. Yhteisiä valvontatoimia koskevia loppuraportteja ei ole julkaistu kertaakaan.

Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset suosivat valmisteluvälineitä, jotka ovat vähemmän tiukkoja mutta eivät niin vaikuttavia

56 Aiemmin ESMA käytti lähinnä suuntaviivoja, lausuntoja ja kysymyksiä ja vastauksia -asiakirjoja. Tilintarkastustuomioistuimen saaman evidenssin perusteella nämä valmistelevat välineet eivät kuitenkaan ole kovin vaikuttavia valvontakäytäntöjen lähentämisen kannalta. Viime aikoina ESMA on keskittynyt enemmän täytäntöönpanovälineisiin, kuten koordinoitiverkostoihin ja yhteisiin valvontatoimiin.

57 Lähes puolet kansallisista toimivaltaisista viranomaisista katsoi, etteivät tiukemmat välineet, kuten unionin oikeuden rikkomista koskeva menettely ja sovittelu, ole hyödyllisiä. Siksi ne suosivat selkeästi valmisteluvälineitä. ESMA ei ole juuri koskaan käyttänyt kahta ensiksi mainittua välinettä. Näitä valtuuksia käyttämällä ESMA voisi kuitenkin suoraan vaikuttaa valvontatoimiin ja -tuloksiin yksittäisissä tapauksissa tai puuttua tapauksiin, joissa EU:n lainsäädäntöä ei ole sovellettu tai sitä sovelletaan virheellisesti.

ESMAlla ei ole käytössä mekanismeja vaikuttavuuden mittaamiseksi

58 ESMAn vuotuisissa työohjelmissä asetetaan tavoitteita, mutta pääasiassa niissä kuitenkin kuvaillaan suunniteltuja toimia sen sijaan, että määriteltäisiin tiettyjä tuotoksia tai todennettavissa olevia tavoitteita. Välineiden osalta näyttää siltä, että ensisijaisesti pyritään käyttämään välineitä, joilla edistetään valvontakäytännöistä käytävää tietojenvaihtoa valvonnasta vastaavien tahojen välillä. Käytännössä tämä tarkoittaa keskustelua konkreettisista tapauksista tai hiljattain käyttöön otetuista yhteisistä valvontatoimista. Tämä on hyödyllinen lähestymistapa, kun halutaan saada parempi käsitys valvontakäytännöistä, ja se voi ajan mittaan edistää yhteisen valvontakulttuurin kehittymistä.

59 Se, että eri kansallisia toimivaltaisia viranomaisia edustavat valvojat keskustelevat keskenään, jakavat kokemuksia ja mahdollisesti oppivat toisiltaan, on jo itsessään merkittävä saavutus. Tilintarkastustuomioistuin totesi, että ESMA oli jossakin määrin onnistunut edistämään yhteisiä lähestymistapoja ja parantamaan valvonnan laatua muun muassa yhteisten valvontatoimien avulla käynnistämällä, koordinoimalla ja tukemalla erityisiä valvontatoimia yksittäisten riskien torjumiseksi kaikkialla EU:ssa.

ESMALLa ei ole kuitenkaan esittää juurikaan evidenssiä siitä, että sen toimilla olisi merkittävästi pienennetty olemassa olevia eroja.

60 Tilintarkastustuomioistuin on tietoinen siitä, että ESMAn lähentämistyön vaikutusten mittaaminen on monimutkaista. ESMAn tämänhetkisen lähestymistavan yhteydessä keskitytään tuotospainotteiseen tuloksellisuuden mittaamiseen (mukaan lukien vuonna 2019 käyttöönotetut uudet tuotospainotteiset keskeiset tuloksellisuusindikaattorit). Lähestymistavan avulla ei kuitenkaan pystytä mittaamaan, missä määrin ESMA on omalla toiminnallaan onnistunut pienentämään valvontakäytännöissä ja tuotoksissa vallitsevia eroja. ESMA pystyy arvioimaan erojen laajuutta vain tietyillä osa-alueilla, joilla se on toteuttanut vertaisarviointeja, järjestänyt keskusteluja konkreettisista tapauksista tai toteuttanut yhteisiä valvontatoimia. ESMALLa ei myöskään ole kattavaa kuvaa siitä, miten kansalliset toimivaltaiset viranomaiset soveltavat EU:n lainsäädäntöä käytännössä. ESMAn käsitys asiasta perustuu pitkälti siihen, mitä tietoja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset jakavat. ESMALLa ei ole ensi käden tietoa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten valvontatoimista eikä mahdollisuutta tutustua konkreettiseen evidenssiin, kuten valvonta-asiakirjoihin.

ESMAN työ on paljastanut heikkouksia valvonnassa ja mahdollisia kilpailun vääristymiä

61 Arvopaperilakien tinkimätön ja huolellinen täytäntöönpano on olennaisen tärkeää sijoittajien luottamuksen edistämiseksi, kuten todetaan kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojen yhteisön (IOSCO) peruseriaa-²², jotka muodostavat arvopapereita koskevan sääntelyn maailmanlaajuiset normit. Yhteissijoitusyrityksiä koskevaan direktiiviin ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaan direktiiviin sisältyvät kattavat sääntelyvaltuudet. Niiden avulla voidaan puuttua tilanteisiin, joissa rahasto tai rahastonhoitaja on rikkonut sääntelyvaatimuksia. Näiden valtuuksien nojalla voidaan muun muassa määrätä hallinnollisia seuraamuksia, antaa lopettamista ja jatkamisesta pidättäytymistä koskevia määräyksiä ja jopa peruttaa toimilupia. Valtuudet mahdollistavat vaikuttavan lainvalvonnan.

62 ESMAn työ osoittaa, että valvonnan laatu vaihtelee jäsenvaltioiden välillä. ESMA on saanut kansalliset toimivaltaiset viranomaiset keskittymään enemmän seurantaan,

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

ja se on varmistanut, että tiedonkeruun osalta noudatetaan yhteisiä lähestymistapoja (muun muassa sellaisten tapausten tunnistaminen, joissa alan toimijat eivät noudata sääntelyvaatimuksia). Hyviä esimerkkejä tästä ovat ESMAn piiloindeksointia sekä kuluja ja maksuja koskeva työ ja likviditeettiriskin hallintaa koskeva yhteinen valvontatoimi.

63 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi myös, että ESMAlla on ollut paljon vähemmän vaikutusta valvontakäytäntöihin ja saavutettuihin tuloksiin, kun on kyse kansallisten toimivaltaisten viranomaisten jatkotoimista sellaisissa ESMAn toimien avulla paljastuneissa tapauksissa, joissa sääntelyvaatimuksia ei ole noudatettu. ESMAn lähentämistyöhön perustuvat tiedot osoittavat, että täytäntöönpanon valvontatoimien puute koskee kaikkia EU:n kansallisia toimivaltaisia viranomaisia, joskin vaihtelevassa määrin.

64 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat yleisesti ottaen vastahakoisia käyttämään virallisia valvontavaltuuksia, vaikka ESMA on pyrkinyt edistämään niiden käyttöä. Tilintarkastustuomioistuimen suorittama ESMAn sisäisten asiakirjojen analysointi osoittaa, että rahastonhoitajan rikkoessa lakisääteisiä vaatimuksia kansallinen toimivaltainen viranomainen todennäköisesti vain pyytää rahastonhoitajaa noudattamaan vaatimuksia tai palauttamaan aiheettomasti perityt maksut tai pahimmassa tapauksessa sille määrätään pieni sakko.

65 Esimerkiksi yhteissijoitusyrityksille määrättyjä seuraamuksia koskevista ESMAn vuosiraporteista käy ilmi, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset eivät käytä seuraamusvaltuuksia yhdenmukaisesti ja että tiettyjä kansallisia toimivaltaisia viranomaisia lukuun ottamatta kansallisella tasolla määrätään vain suhteellisen harvoin seuraamuksia ja ne ovat arvoltaan melko vähäisiä²³. Vuonna 2020 kaikkiaan 13 kansallista toimivaltaista viranomaista ei määrännyt lainkaan seuraamuksia. Edellä kuvatut ESMAn toimet ovat paljastaneet samanlaisia heikkouksia noudattamisen valvonnassa.

66 Tilintarkastustuomioistuin tutki ESMAn sisäisiä raportteja ja havaitsi tapauksia, joissa kansallisten toimivaltaisten viranomaisten suorittama noudattamisen valvonta on ollut heikkoa eli ne eivät ole noudattaneet velvoitteitaan. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että ESMA ei ole pyrkimyksistään huolimatta onnistunut edistämään unionin lainsäädännön noudattamisen vaikuttavaa valvontaa. Joissakin tapauksissa kansalliset toimivaltaiset viranomaiset selittivät, että asianomaisissa jäsenvaltioissa sovellettavat lakisääteiset vaatimukset eivät ole riittävän selkeitä. Tämä viittaa siihen, että näissä jäsenvaltioissa on ongelmia joko direktiivien saattamisessa osaksi kansallista

²³ ESMAn lehdistötiedote.

lainsäädäntöä tai niiden soveltamisessa. Tilintarkastustuomioistuimen näkemyksen mukaan joihinkin tapauksiin olisi mahdollisesti voitu soveltaa unionin oikeuden rikkomista koskevaa menettelyä, jonka ESMA olisi voinut käynnistää.

67 Valvonnan yhdenmukaistamisen edistämisen tavoitteena on muun muassa ehkäistä erilaisista valvontakäytännöistä johtuvaa kilpailun vääristymistä ja eri maiden sääntelyerojen hyväksikäyttöä sekä varmistaa, että taloudellinen toiminta ei siirry sellaisiin maihin, joissa valvonta on löyhää. ESMA havaitsi tällaisia toisistaan poikkeavia käytäntöjä, jotka voivat johtaa vääristymiin, esimerkiksi tehtävien siirtämisen yhteydessä.

68 Tämä ongelma oli keskeinen tekijä ESMAn toteuttaman brexitiin liittyvän työn yhteydessä. Tässä yhteydessä tilintarkastustuomioistuin totesi ESMAn onnistuneen asettamaan yhteiset valvontastandardit sellaisten rahastojen ja rahastonhoitajien toimilupien myöntämistä varten (myös tehtävien siirtojen osalta), joilla ei enää ollut pääsyä sisämarkkinoille. ESMA oli perustanut valvonnan koordinoitiverkoston, jonka puitteissa käsiteltiin 250 yksittäistä tapausta eri aloilta, myös sijoitustenhoidon alalta. Tilintarkastustuomioistuin totesi, että valvontapäätösten tekemistä edeltänyt ESMAn laajamittainen sitoutuminen auttoi sitä osaltaan estämään tällaisia kilpailun vääristymiä toteutumasta.

Komissio ja ESMA ovat toteuttaneet toimia sijoittajien suojelun parantamiseksi, mutta kulut ovat edelleen suuria

69 Sijoitustuotteet ovat monimutkaisia, ja erityisesti muiden kuin ammattimaisten sijoittajien (vähittäissijoittajien) voi olla vaikeaa vertailla niitä tai ymmärtää täysin niihin liittyviä riskejä. Siksi vähittäissijoittajille olisi annettava riittävästi tietoa mahdollisista riskeistä. EU:n oikeudellisen kehyksen avulla pyritään vähentämään väärin perustein tapahtuvan myynnin riskiä eli riskiä siitä, että vähittäissijoittajille myydään rahoitustuotteita, jotka eivät ole heidän tarpeidensa tai odotustensa mukaisia²⁴.

EU:n lainsäädäntö sisältää useita toimenpiteitä sijoittajien suojelemiseksi

70 EU:n lainsäädännössä sijoittajia suojellaan useilla asetuksilla, direktiiveillä, komission delegoiduilla säädöksillä ja ESMAn suuntaviivoilla. Osa näistä toimenpiteistä

²⁴ Euroopan parlamentin päätöslauselma 8. lokakuuta 2020, 48 kohta.

sisältyy yhteissijoitusyrityksiä ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskeviin direktiiveihin ja osa rahoitusmarkkinadirektiiviin/rahoitusmarkkina-asetukseen sekä vähittäismarkkinoille tarkoitettuihin paketoituihin ja vakuutusmuotoisiin sijoitustuotteisiin.

71 EU:n kehys tarjoaa vähittäissijoittajille suhteellisen korkeatasoisen suojan, mutta toisaalta se itsessään heikentää sijoittajien mahdollisuuksia sijoittaa EU:n ulkopuolisiin rahastoihin, joiden kulut ovat usein alhaisemmat.

72 Kaikki tilintarkastustuomioistuimen kyselytutkimuksiin vastanneet kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ja omaisuudenhoitoyhdistykset olivat samaa mieltä tai täysin samaa mieltä siitä, että EU:n sääntelykehys on osaltaan auttanut varmistamaan sijoittajansuojan korkean tason. Pienempi mutta silti merkittävä osa kansallisista toimivaltaisista viranomaisista (muun muassa joidenkin tärkeimpien yhteissijoitusyritysten kotipaikkojen viranomaiset) oli kuitenkin sitä mieltä, että yhteissijoitusyritysten rahastoihin sijoitettavia vähittäissijoittajia ei edelleenkään suojata riittävästi riskeiltä, jotka liittyvät

- o verovaikutuksista annettujen tietojen puutteellisuuteen tai virheellisyyteen (39 prosenttia)
- o liian korkeisiin kuluihin ja maksuihin (34 prosenttia)
- o sijoitusvarojen virheelliseen arvostukseen (26 prosenttia)
- o sijoitusvarallisuuden allokointia koskevien tietojen puutteellisuuteen tai virheellisyyteen (18 prosenttia).

Useista EU:n toimista huolimatta avoimuuden puute on edelleen ongelma

Sijoittajilla on nykyään käytettävissään enemmän tietoa yhteissijoitusyrityksistä

73 Yhteissijoitusyrityksiä koskevassa direktiivissä edellytetään, että yhteissijoitusyritykset julkaisevat kolme asiakirjaa: tarjousesitteen, vuosikertomuksen ja puolivuotiskatsauksen²⁵. Komissio totesi valvontaan liittyvän raportoinnin toimivuustarkastuksessaan vuodelta 2019²⁶, että vaikka yhteissijoitusyrityksiä koskevassa direktiivissä säädetään näiden asiakirjojen vähimmäissisällöstä, kansallisilla

²⁵ Direktiivi 2009/65/EY, 68–74 artikla.

²⁶ SWD(2019) 402 final.

toimivaltaisilla viranomaisilla on silti tältä osin laaja harkintavalta. Tämä tarkoittaa, että raportointi voi vaihdella jäsenvaltiosta toiseen.

74 Vuonna 2011 käyttöön otetun avaintietoasiakirjan tarkoituksena on antaa vähittäissijoittajille enemmän tietoa helpommin ymmärrettävässä muodossa sekä helpottaa tuotteiden vertailua. Avaintietoja koskevassa asetuksessa²⁷ edellytetään, että avaintietoasiakirja käsittää ne yhteissijoitusyrityksen keskeiset ominaispiirteet, joista sijoittajan olisi oltava selvillä, ja että siinä annetaan (mahdollisille) sijoittajille ennen sopimuksen tekemistä tiedot, jotka ovat täsmällisiä, tasapuolisia ja selkeitä eivätkä johda harhaan.

75 Avaintietoasiakirjassa annettavien tietojen täsmällisyys ja luotettavuus ovat aiheuttaneet keskustelua. Irlannin keskuspankki on havainnut, että joissakin tapauksissa aiempaa tuottokehitystä koskevassa osiossa ei ole annettu asiaankuuluvia vertailuarvoja²⁸. ESMA selvensi tätä asiaa vuonna 2019 julkaisemassaan kysymyksiä ja vastauksia sisältävässä asiakirjassa, joka koski vertailuarvotietojen antamista.

76 Kuten jotkin tilintarkastustuomioistuimen kyselyyn vastanneet huomauttivat, yhteissijoitusyritysten tämänhetkessä avaintietoasiakirjassa olevat kuluja koskevat tiedot ovat puutteellisia ja saattavat johtaa sijoittajia harhaan, koska niiden perusteella sijoittajat voivat luulla kulujen olevan alhaisemmat kuin ne todellisuudessa ovat. Tämä koskee erityisesti transaktiokustannuksia, joita ei oteta huomioon kokonaiskulujen suhteesta ilmoitettaessa.

77 PRIIP-tuotteita koskevassa asetuksessa²⁹, joka tuli voimaan vuonna 2018, otettiin käyttöön yhdenmukainen avaintietoasiakirja, jota sovelletaan useisiin eri vähittäissijoitustuotteisiin. Yhteissijoitusyritykset ja vaihtoehtoiset sijoitusrahastot jätettiin kuitenkin väliaikaisesti tämän vaatimuksen soveltamisalan ulkopuolelle. Sidosryhmien kanssa käytyjen pitkällisten neuvottelujen jälkeen Euroopan valvontaviranomaisten yhteiskomitea sai tammikuussa 2021 aikaan kompromissin, jonka mukaan tähän avaintietoasiakirjaan sisällytetään tiedot aiemmasta

²⁷ Komission asetus N:o 583/2010, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2010, direktiivin 2009/65/EY täytäntöönpanosta sijoittajalle annettavien avaintietojen osalta.

²⁸ Irlannin keskuspankki, *Thematic review of closet indexing* (18. heinäkuuta 2019 päivätty alan toimijoille osoitettu kirje).

²⁹ Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1286/2014, annettu 26 päivänä marraskuuta 2014, vähittäismarkkinoille tarkoitettuja paketoituja ja vakuutusmuotoisia sijoitustuotteita (PRIIP-tuotteita) koskevasta avaintietoasiakirjoista.

tuottokehityksestä. Tämän jälkeen komissio antoi delegoidun asetuksen syyskuussa 2021.

ESMA on tehnyt kuluista ja maksuista läpinäkyvämpiä, mutta tietojen kanssa on edelleen ongelmia

78 ESMA on vuodesta 2019 lähtien julkaissut vuosikertomuksen EU:n alueen vähittäissijoitustuotteiden tuottokehityksestä ja kuluista. Sen tarkoituksena on kiinnittää sijoittajien huomiota siihen, kuinka merkittävä vaikutus kuluilla on heidän sijoituksistaan tosiasiallisesti saamaansa tuottoon. ESMA:n kertomus tarjoaa hyvän yleiskatsauksen erityyppisten rahastojen tuottokehityksestä ja kuluista, mutta siinä on useita heikkouksia:

- Kertomuksessa raportoidaan kuluista omaisuusluokittain (osakerahastot / pitkät korkorahastot / yhdistelmärahastot / vaihtoehtoiset rahastot) sekä rahaston hoitotavan (aktiivinen tai passiivinen) ja kotipaikan mukaan, mutta ei markkinoinnin kohteena olevien maiden mukaan. Näin ollen on vaikeaa arvioida, ovatko sisämarkkinat pienentäneet kansallisten markkinoiden välisiä kulueroja.
- Joitakin kuluja (esim. hallinnointipalkkioita) ei ole eritelty juurikaan ja joitakin (esim. jakelupalkkioita ja kannustimia) ei lainkaan. Tämä johtuu siitä, että saatavilla ei ole yksityiskohtaisia tietoja ja kulutietojen osalta joudutaan turvautumaan kansallisten toimivaltaisten viranomaisten vastaamiin kyselyihin. Tämän vuoksi ei ole mahdollista saada selville tarkkoja syitä sille, miksi kulut ovat joidenkin rahastojen kotipaikoissa korkeampia kuin muualla.
- Kertomus perustuu yli vuoden vanhoihin tietoihin. Sama pätee vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevaan ESMA:n vuosikertomukseen.

79 ESMA on todennut kertomukseensa sisältyvissä menetelmiä koskevissa liitteissä, että sen toimeksiannon piiriin kuuluvien sijoitustuotteiden tuottokehityksen ja kulujen arviointia vaikeuttaa rakenteellinen ongelma, nimittäin merkityksellisten sääntelytietojen puuttuminen:

- Yhteissijoitusyritysten rahastoja koskevia tietoja ei ole saatavilla EU:n tasolla, eivätkä kaupallisesti saatavilla olevat tiedot ole riittävän eriteltyjä ja tarkkoja.
- Lisäksi ESMA toteaa liitteissä, että vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevaan direktiiviin liittyvät sääntelytiedot eivät sisällä tarkkaa erittelyä rahastojen kuluista.

ESMA ja komissio eivät ole vielä kehittäneet vertailuvälineitä vähittäissijoittajille

80 Toistaiseksi tavoitteena on ollut ennen kaikkea antaa sijoittajille riittävästi tietoa yksittäisistä rahastoista, mutta yleiskuvan saaminen kaikista tarjolla olevista rahastoista ja tuotteiden vertailu on edelleen vaikeaa. Euroopan parlamentti on pyytänyt ”esittämään aloitteita, jotka kohdistuvat erityisesti vähittäissijoittajiin, mukaan luettuna riippumattomien verkkopohjaisten EU:n vertailuvälineiden kehittämisen helpottaminen, jotta autetaan vähittäissijoittajia määrittämään sopivimmat tuotteet heidän nimenomaisia tarpeitaan ja mieltymyksiään vastaavien riskien, investointien tuoton ja arvon perusteella”³⁰.

Viherpesu on kasvava riski

81 Yhteissijoitusyrityksiä markkinoidaan yhä useammin ympäristön, sosiaalisen vastuun ja hyvän hallintotavan huomioivina ESG-rahastoina, mihin liittyy riski nk. viherpesusta. Sijoitusrahastoihin sovelletaan kestävään rahoitukseen liittyvien tietojen antamista koskevaa asetusta, jonka tavoitteena on lisätä avoimuutta ja torjua viherpesua. Koska suurin osa tiedonantovelvollisuuksista tuli voimaan vasta 10. maaliskuuta 2021, vielä on liian aikaista arvioida niiden vaikutusta. ESMA viittasi komission järjestämään uudistettua kestävä rahoituksen strategiaa koskevaan julkiseen kuulemiseen antamaansa [vastaukseen](#), ja kehotti hiljattain toteuttamaan lainsäädäntötoimia ESG-luokitusten ja arviointivälineiden sääntelemiseksi³¹.

82 ESG-luokitusten ja muiden arviointivälineiden markkinoita ei tällä hetkellä säännellä ja valvota. Lakisäätteiset vaatimukset kuitenkin velvoittavat yhä useammin ottamaan ESG-tekijät huomioon, jolloin viherpesun, pääoman vääränlaisen kohdentamisen ja tuotteiden väärin perustein tapahtuvan myynnin riskit kasvavat.

³⁰ Euroopan parlamentin 8. lokakuuta 2020 antama päätöslauselma pääomamarkkinaunionin kehittämisen jatkamisesta: erityisesti pk-yritysten pääomamarkkinarahoituksen saannin parantaminen ja vähittäissijoittajien osallistumisen entistä suurempi mahdollistaminen (2020/2036(INI)).

³¹ ESMA:n puheenjohtajan Steven Maijorin kirje komission jäsen Mairead McGuinnessille, 28. tammikuuta 2021, ESMA30-379–423.

ESMA, komissio ja kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat edesauttaneet yhteissijoitusyritysten kulujen kääntymistä laskuun

Kulut ovat pysyneet korkeina

83 Yhteissijoitusyritysten rahastojen kulut pysyivät useita vuosia tasaisen korkeina mutta ovat laskeneet hieman vuoden 2017 jälkeen. Ne ovat kuitenkin edelleen paljon korkeampia kuin sellaisten rahastojen keskimääräiset kulut, joiden kotipaikka on Yhdysvalloissa. Yleensä tämän katsotaan johtuvan siitä, että EU:ssa rahastot ovat kooltaan pienempiä (ks. kohta **04**) ja passiivisten rahastojen ja ETF-rahastojen markkinaosuus on pienempi (8,3 prosenttia). Rahastot, joiden kotipaikka on esimerkiksi Luxemburgissa tai Irlannissa, veloittavat keskimääräistä korkeampia kuluja³².

84 Aktiivisesti hoidetut pääomarahastot tuottivat bruttomääräisesti hieman passiivisesti hoidettuja rahastoja paremmin, mutta nettomääräisesti niiden tuotot jäivät alhaisemmiksi korkeampien kulujen vuoksi. ESMA on todennut, että rahastojen hoidossa saavutettujen mittakaavaetujen ansiosta suurempien rahastojen kulut olivat pienemmät. Osakerahastojen tapauksessa kulut olivat keskimäärin 1,4 prosenttia suurimmissa rahastoissa ja 1,8 prosenttia pienimmissä.

Piiloindeksointi on vähentynyt, mutta sitä esiintyy edelleen

85 Vuonna 2019 toteutettu ESMA:n kyselytutkimus osoitti, että 'aiheettomien kulujen' käsitettä tulkitaan edelleen eri tavoin eri puolilla EU:ta ja että kuluja koskevien säännösten valvonnassa on eroja. ESMA:n mukaan yhdenmukaistamisen puute tässä asiassa ensinnäkin mahdollistaa eri maiden sääntelyerojen hyväksikäytön ja voi haitata kilpailua EU:n markkinoilla, mutta lisäksi se voi johtaa eritasoiseen sijoittajansuojaan riippuen rahaston kotipaikasta³³.

86 Piiloindeksoinnilla tarkoitetaan käytäntöä, jossa varainhoitaja kertoo hoitavansa varoja aktiivisesti pyrkien saamaan niillä vertailuindeksiä paremman tuoton. Todellisuudessa varainhoitaja seuraa kuitenkin pitkälti vertailuindeksiä, mikä edellyttää häneltä pienempää työpanosta. Aktiivisista rahastoista veloitetaan yleensä korkeampia

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

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

hallinnointipalkkioita kuin passiivisesti hoidetuista rahastoista³⁴. ESMA:n viisi vuotta sitten tekemän analyysin mukaan EU:ssa 5–15 prosenttia sellaisista osakerahastoista, joiden väitettiin olevan aktiivisesti hoidettuja rahastoja, saattoivatkin todellisuudessa noudattaa indeksiä (ks. myös *laatikko 4*). Vuodelta 2020 peräisin olevien tuorempien tietojen mukaan tämä osuus on pienentynyt 2–6 prosenttiin.

Laatikko 4

Piiloindeksointi

Irlannin keskuspankki toteutti vuosina 2018 ja 2019 piiloindeksointia koskevan aihekohtaisen tutkimuksen³⁵, jossa käsiteltiin Irlannin kaikkia aktiivisiksi luokiteltuja toimiluvan saaneita yhteissijoitusyrityksiä. Tutkimuksen keskeiset havainnot olivat seuraavat:

- Sijoittajille ei aina anneta tarjousesitteessä ja avaintietoasiakirjassa riittävästi tai täsmällistä tietoa rahaston sijoitusstrategiasta.
- Hallinnossa ja valvonnassa on puutteita.
- Joidenkin rahastojen tavoitteena oli indeksiä parempi tuotto, mutta näiden erotus oli pienempi kuin veloittettavat kulut, jolloin tällä tavoin saatu parempi tuotto ei kata rahaston kuluja.
- Joissakin tapauksissa avaintietoasiakirjan aiempaa tuottokehitystä koskevassa osiossa ei mainittu vertailuarvoa, jolloin tällaisiin rahastoihin sijoittava ei pysty määrittämään rahaston arvoa suhteessa sen vertailuarvoon.

87 ESMA käynnisti vuonna 2021 yhteisen valvontatoimen selvittääkseen, 1) noudattavatko rahastonhoitajat kuluihin liittyviä tiedonantosäännöksiä liiketoimintaansa harjoittaessaan asianmukaisen pätevästi, varovasti ja huolellisesti ja hoitamansa rahaston etujen mukaisesti, 2) toimivatko he rehdisti ja oikeudenmukaisesti, ja 3) välttävätkö he perimästä sijoittajilta aiheettomia kuluja³⁶. Tämä yhteinen valvontatoimi kattaa sekä vähittäissijoittajille markkinoidut yhteissijoitusyritysten rahastot että vaihtoehtoiset sijoitusrahastot, ja sen

³⁴ ESMA Statement, *Supervisory work on potential closet index tracking*, 2. helmikuuta 2016, ESMA/2016/165. Katso myös suuntauksia, riskejä ja haavoittuvuuksia koskeva TRV-raportti 1/2021.

³⁵ Irlannin keskuspankki, *Thematic review of closet indexing* (18. heinäkuuta 2019 päivätty alan toimijoille osoitettu kirje).

³⁶ ESMA 34–45-970 (kuluja ja palkkioita koskevan yhteisen valvontatoimen menetelmiin liittyvä asiakirja).

tarkoituksena on selvittää, käykö varainhoitajien hinnoittelukäytännöistä selkeästi ja kattavasti ilmi, mitä kuluja rahastosta veloitetaan ja kuinka suuria ne ovat, ja sovelletaanko näitä käytäntöjä oikein käytännössä. Valvontatoimen tulosten on määrä valmistua vuoden 2022 alussa.

EU ei ole ryhtynyt riittäviin toimiin kannustimia vastaan

88 Tietystä rahastosta kiinnostuneiden sijoittajien suojan taso ja se, pystyvätkö he valitsemaan tarpeisiinsa parhaiten soveltuvan sijoituskohteen, riippuvat paitsi rahastoille ja rahastonhoitajille asetetuista vaatimuksista myös neuvoista, joita sijoittajat saavat rahoituksen välittäjiltään.

89 Jopa puolet rahastojen kuluista koostuu kannustimista, jotka ovat edelleen sallittuja useimmissa jäsenvaltioissa. Lainsäädännössä³⁷ säädetään ainoastaan, että kannustimet eivät saa aiheuttaa eturistiriitaa ja että niistä on kerrottava sijoittajille. Kannustinten tarkoituksena on oltava relevantin asiakkaalle tarjottavan palvelun laadun parantaminen, eivätkä ne saa haitata sen veloitteen noudattamista, jonka mukaan sijoituspalveluyrityksen on toimittava rehellisesti, tasapuolisesti ja ammattimaisesti asiakkaidensa etuja noudattaen. Monien yhteissijoitusyritysten tapauksessa noin puolet toistuvista kuluista muodostuu kannustimista. Joissakin jäsenvaltioissa, kuten Alankomaissa, kannustimet on kokonaan kielletty.

90 Komissio on todennut, että Manner-Euroopassa rahasto-osuuksien jakelumalli perustuu edelleen pitkälti provisiopohjaiseen palkkiojärjestelmään, jossa rahasto-osuuksien jakelu loppuasiakkaille tapahtuu yleensä pankkien ja vakuutusentajien kautta³⁸. Tutkimus osoittaa myös, että niissä maissa, jotka ovat kieltäneet kannustimet, pitkien korkorahastojen, osakerahastojen ja yhdistelmärahastojen jatkuvaluonteiset veloitukset ovat paljon alhaisempia. Koska suurin osa korvauksesta muodostuu provisiosta, pankit ovat perinteisesti tuoneet passiivisia rahastoja (kuten ETF-rahastoja) vähemmän esille, sillä näistä ei yleensä makseta provisiota eivätkä pankit halua markkinoida pienikuluisia tuotteita³⁹.

³⁷ Direktiivi 2014/65/EU rahoitusvälineiden markkinoista.

³⁸ Euroopan komissio, [Distribution systems of retail investment products across the EU, final report](#), 2018, s. 26.

³⁹ Apostolos Thomadakis, [The European ETF Market: What can be done better?](#) ECMI Commentary, No 52, 24. huhtikuuta 2018.

91 Komissiolle maaliskuussa 2020 antamassaan teknisessä lausunnossa⁴⁰ ESMA ei ottanut selkeästi kantaa siihen, pitäisikö kannustimet kieltää kokonaan kaikkien MiFID-direktiivin soveltamisalaan kuuluvien sijoituspalvelujen yhteydessä.

Tilintarkastustuomioistuimen haastattelemat kuluttajajärjestöt kannattavat tällaista kieltä. Komissio käsittelee tätä kysymystä parhaillaan vähittäissijoittajia koskevan EU:n strategian yhteydessä.

92 Vuonna 2017 yksityinen toimeksisaaja toteutti komission toimeksiannosta haamuasiointikokeen ja totesi, että pankkien ja vakuutusyhtiöiden omat neuvojat ehdottivat kaikissa jäsenvaltioissa lähes yksinomaan (yhtä tai muutamaa) yrityksen omaa tuotetta⁴¹. Sen sijaan useimmat robottineuvojat suosittelevat yleensä ETF-rahastoja. Ranskan kansallisen toimivaltaisen viranomaisen toteuttama haamuasiointikoe osoitti niin ikään, että ETF-rahastojen (ja muiden pienikuluisten sijoitusrahastojen) kaltaisia tuotteita ei ehdoteta vähittäissijoittajille, vaikka ne näyttäisivät vastaavan heidän sijoitustarpeitaan⁴².

Järjestelmäriskien tunnistaminen edellyttää lisätoimia

93 Järjestelmäriskillä tarkoitetaan sellaisen häiriön vaaraa rahoitusjärjestelmässä, joka saattaa aiheuttaa vakavia kielteisiä vaikutuksia sisämarkkinoihin ja talouteen laajemmin. ESMAn vastuulla on kehittää yhdessä EJRK:n⁴³ kanssa yhteinen lähestymistapa ja arviointiperusteet keskeisten finanssimarkkinoiden toimijoiden aiheuttaman järjestelmäriskin tunnistamiseksi ja mittaamiseksi sekä asianmukainen stressitestijärjestelmä, jonka avulla voidaan arvioida järjestelmäriskiä. Sellaisten finanssimarkkinoiden toimijoiden, jotka aiheuttavat järjestelmäriskin, on kuuluttava tehostetun valvonnan piiriin.

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

⁴¹ Euroopan komissio, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, loppuraportti, 2018, s. 22.

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

⁴³ EJRK perustettiin vuonna 2009, ja sille annettiin tehtäväksi rahoitusjärjestelmän makrotason vakauden valvonta EU:ssa. Näin pyritään osaltaan estämään tai lieventämään rahoitusjärjestelmän vakauden vaarantavia järjestelmäriskejä.

Järjestelmäriskien arviointi ja seuranta on vasta alkuvaiheessa

94 ESMA tai EJRK ei ole laatinut luetteloa käytännöistä, joiden avulla jäsenvaltiot seuraavat järjestelmäriskejä. Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset ovat kuitenkin edustettuina sekä ESMAn että EJRK:n hallinnossa ja teknisissä työryhmissä.

95 Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmän⁴⁴ määritelmän mukaan järjestelmäriskit jakautuvat seuraaviin luokkiin:

- o likviditeetin kohtaamattomuus eli tilanne, jossa rahaston sijoitusomaisuus ei vastaa rahasto-osuuksien lunastusehtoja
- o vivutuksen hyödyntäminen sijoitusrahastoissa
- o operatiivinen riski
- o arvopaperilainatoiminnasta johtuvat riskit⁴⁵.

96 Tilintarkastustuomioistuin totesi, että ensimmäisenä mainittuun riskiluokkaan puututaan ESMAn antamilla suuntaviivoilla, ja stressisimuloinnin muodossa toteutettava seuranta on aloitettu (ks. kohdat [104–106](#)). Toiseen luokkaan kuuluvia riskejä käsitellään vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevissa suuntaviivoissa, ja yhteissijoitusyrityksiin liittyvää vivutusriskiä rajoittaa lainsäädäntökehys. ESMA on myös laatinut kansallisille toimivaltaisille viranomaisille vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen riskianalyysejä koskevan käsikirjan luonnoksen. Lisäksi EJRK on antanut kaksi suositusta⁴⁶, joissa käsitellään kahden ensimmäisenä mainitun riskiluokan osatekijöitä. EJRK on todennut, että yleisesti ottaen ESMA on noudattanut näitä suosituksia täysin. Komissio ei ole vielä käsitellyt EJRK:n vuonna 2017 antamia samaan aiheeseen liittyviä suosituksia (täytäntöönpanon määräaika oli 31. joulukuuta 2020), jotka koskevat lainsäädännöllisiä muutoksia (muun muassa likviditeetin hallintavälineiden, likviditeetin kohtaamattomuuden ja yhteissijoitusyritysten raportoinnin osalta). Komissio ilmoitti tilintarkastustuomioistuimelle ehdottavansa

⁴⁴ Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä (FSB) on kansainvälinen elin, joka valvoo maailmanlaajuisista rahoitusjärjestelmästä ja esittää sitä koskevia suosituksia.

⁴⁵ Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä (12. tammikuuta 2017): [Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities](#).

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

lainsäädännöllisiä muutoksia käynnissä olevan sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin uudelleentarkastelun yhteydessä.

97 Säädöskehys sisältää yleisiä säännöksiä riskinhallinnasta ja liiketoiminnan jatkuvuudesta⁴⁷. Operatiivista riskiä (mukaan lukien liiketoiminnan jatkuvuus, asiakkaiden varojen siirto stressitilanteissa ja maineriski) ei sen sijaan käsitellä ESMAN tähän mennessä antamissa suuntaviivoissa.

98 Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä suositteli vuonna 2017, että valvontaviranomaiset seuraavat lainojen järjestäjien korvausvastuita tunnistaakseen rahoitusvakauden mahdollisesti vaarantavat riskit ja eri maiden sääntelyerojen hyväksikäytön⁴⁸. Tällaisia palveluita ei ole lueteltu vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä / yhteissijoitusyrytyksiin sovellettavassa kehyksessä.

99 ESMA esittelee sijoitusrahastoja koskevaa riskinarviointityötään pääasiassa seuraavissa neljässä keskeisessä raportissa:

- o riskitaulukko (julkaistaan kahdesti vuodessa)
- o suuntauksia, riskejä ja haavoittuvuuksia koskeva raportti
- o vuotuinen tilastoraportti EU:n alueen vähittäissijoitustuotteiden tuottokehityksestä ja kuluista
- o vuotuinen tilastoraportti EU:n alueen vaihtoehtoista sijoitusrahastoista.

100 ESMAN riskitaulukko sisältää kattavan joukon erilaisia indikaattoreita sekä lyhyen ja tiiviin analyysin. Tilintarkastustuomioistuin kuitenkin totesi, että taulukossa ei eritellä järjestelmällisesti maakohtaisia riskejä, joita voitaisiin puolestaan käyttää makrovakauden valvontaan.

101 Tilintarkastustuomioistuin totesi, että seurantaraportti, jonka EJRK laatii pankkialan ulkopuolisen rahoituksen välitystä koskevista riskeistä, tarjoaa hyvän analyysin sijoitusrahastoalasta, sillä siinä rahastot analysoidaan tarkasti

⁴⁷ Esim. vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaan direktiiviin sovellettava tason 2 delegoitu asetus (EU) 231/2013, 57 artiklan 3 kohta, ja yhteissijoitusyrytyksiä koskeva tason 2 komission direktiivi 2010/43/EU, 4 artiklan 3 kohta.

⁴⁸ Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä (12. tammikuuta 2017): [Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities](#), suositus 14.

rahastotyypeittäin tarkastelemalla niitä toimijan, toiminnan ja tuotteen mukaan eriteltyinä. Raportissa kuitenkin eritellään maittain vain rahastotyyppit ja varat, ei riskejä.

102 Tilintarkastustuomioistuin totesi, että seuraavien rajoitteiden vuoksi analyysi ei ole yhtä kattava ja luotettava kuin se voisi olla:

- o Osa vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevista tiedoista ei ole saatavilla, tai ne eivät ole käytettävissä (ks. kohdat [121](#) ja [123](#)).
- o Rahamarkkinarahastoja koskevat tiedot tulevat saataville viiveellä, ja joidenkin vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevien tietojen käyttöön liittyy vaikeuksia (ks. kohdat [111](#) sekä [121](#) ja [122](#)).

Valvonnallisia stressitestejä ei ole, ja simuloinnin perusteella toteutetut jatkotoimet ovat riittämättömiä, joskin tämän osalta on ryhdytty toimiin

103 Valvonnallisten stressitestien tarkoituksena on tunnistaa sellaiset rahastot, jotka aiheuttavat järjestelmäriskin, sekä järjestelmäriskeihin liittyvät toistuvat mallit, jotta näitä riskejä voidaan lieventää⁴⁹. ESMAlla on valtuudet aloittaa ja koordinoida EU:n laajuisia stressitestejä yhdessä EJRK:n kanssa, jotta se voi arvioida finanssimarkkinoiden toimijoiden kykyä kestää epäsuotuisaa markkinakehitystä.

104 ESMA ei ole vielä suorittanut sijoitusrahastoille valvonnallista stressitestiä, mutta se toteutti vuonna 2019 stressisimulaation arvioidakseen EU:n rahastoalan kestokykyä ja tunnistaa mahdolliset haavoittuvuudet. Simulaation kohteena oli 6 600 kiinteätuottoista yhteissijoitusyritysten rahastoa, joiden nettovarallisuusarvo oli yhteensä 2 490 miljardia euroa⁵⁰. Rahastoja testattiin soveltamalla niihin lunastukseen liittyvää häiriötä, jonka vaikutus markkinoihin simuloitiin. Testauksessa käytettiin kaupallisia tietoja, sillä ESMA katsoi kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tietojen olevan liian heterogeenisiä.

105 Stressisimulointia koskeva kehys tarjoaa hyvän lähtökohdan. Käytössä oleviin välineisiin, tekniseen infrastruktuuriin ja tietojen laatuun liittyy kuitenkin heikkouksia. Stressisimulaation tulosten perusteella ei toteutettu järjestelmällisiä jatkotoimia: tulokset jaettiin vapaaehtoisuuden perusteella 11 kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle, mutta niistä vain viisi halusi keskustella tuloksista ESMA:n kanssa. Yksi

⁴⁹ ESMA:n perustamisesta annettu asetus, 22 artiklan 2 kohta ja 23 artikla.

⁵⁰ ESMA Economic Report: Stress simulation for investment funds 2019.

kansallinen toimivaltainen viranomainen, jonka toimivallan piiriin kuuluu laajamittainen rahastoala, ei halunnut käydä tällaista keskustelua ESMAn kanssa. ESMA myös lähetti kansallisille toimivaltaisille viranomaisille vuotuisten tilastoraporttien yhteydessä luettelot rahastoista, joihin liittyy riskejä. Tietojen toimittamisen jälkeen ei kuitenkaan toteutettu erityisiä jatkotoimia tai arvioitu, mitä tiedoista voidaan oppia.

106 EJRK suositteli toukokuussa 2020, että ESMA käsittelisi sijoitusrahastojen likviditeettiriskiä⁵¹. ESMA noudatti suositusta ja käsitteli asiaa marraskuussa 2020 antamassaan raportissa, jonka yhteydessä se käytti stressisimulointikehystä. Kaikki tulokset jaettiin kansallisille toimivaltaisille viranomaisille joulukuussa 2020. Tässä yhteydessä ilmoitettiin myös mahdollisesti riskipitoisiksi katsottujen rahastojen nimet. ESMAn henkilöstö sopi sijoitustenhoitopalvelujen pysyvän komitean jäsenten kanssa kuusi kuukautta myöhemmin, että kansallisten toimivaltaisten viranomaisten toteuttamista jatkotoimista raportoitaisiin. Tämä koski myös mahdollisesti riskipitoisten rahastojen luetteloa. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten oli toimitettava perusteellinen vastauksensa ESMAlle lokakuuhun 2021 mennessä. Viiveestä huolimatta tämä on merkittävä parannus. EJRK:lle ei jaettu yksittäisten mahdollisesti riskipitoisiksi katsottujen rahastojen nimiä.

107 ESMA ei ole toistaiseksi pyrkinyt muodostamaan kattavaa kuvaa järjestelmäriskistä laatimalla järjestelmällisen hankesuunnitelman, joka perustuisi ylhäältä alaspäin suuntautuvan stressitestauksen parissa tehtyyn käsitteelliseen työhön⁵² ja kattavaan mallin, jossa otettaisiin huomioon pankki-, rahasto- ja vakuutusalojen väliset yhteydet. Tässä yhteydessä voitaisiin käsitellä myös hedgerahastoja ja sellaisia rahastoja, joita ei valvota EU:ssa⁵³ mutta jotka aiheuttavat uhan rahoitusjärjestelmälle.

Stressitestejä koskevat sisäiset ohjeet ovat tarkoituksenmukaisia, mutta stressitestien tuloksia ei hyödynnetä vaikuttavalla tavalla

108 Sijoitusrahastojen likviditeettistressitestien tarkoituksena on arvioida yksittäisten rahastojen tai koko alan tasolla rahastojen kykyä kestää lunastukseen

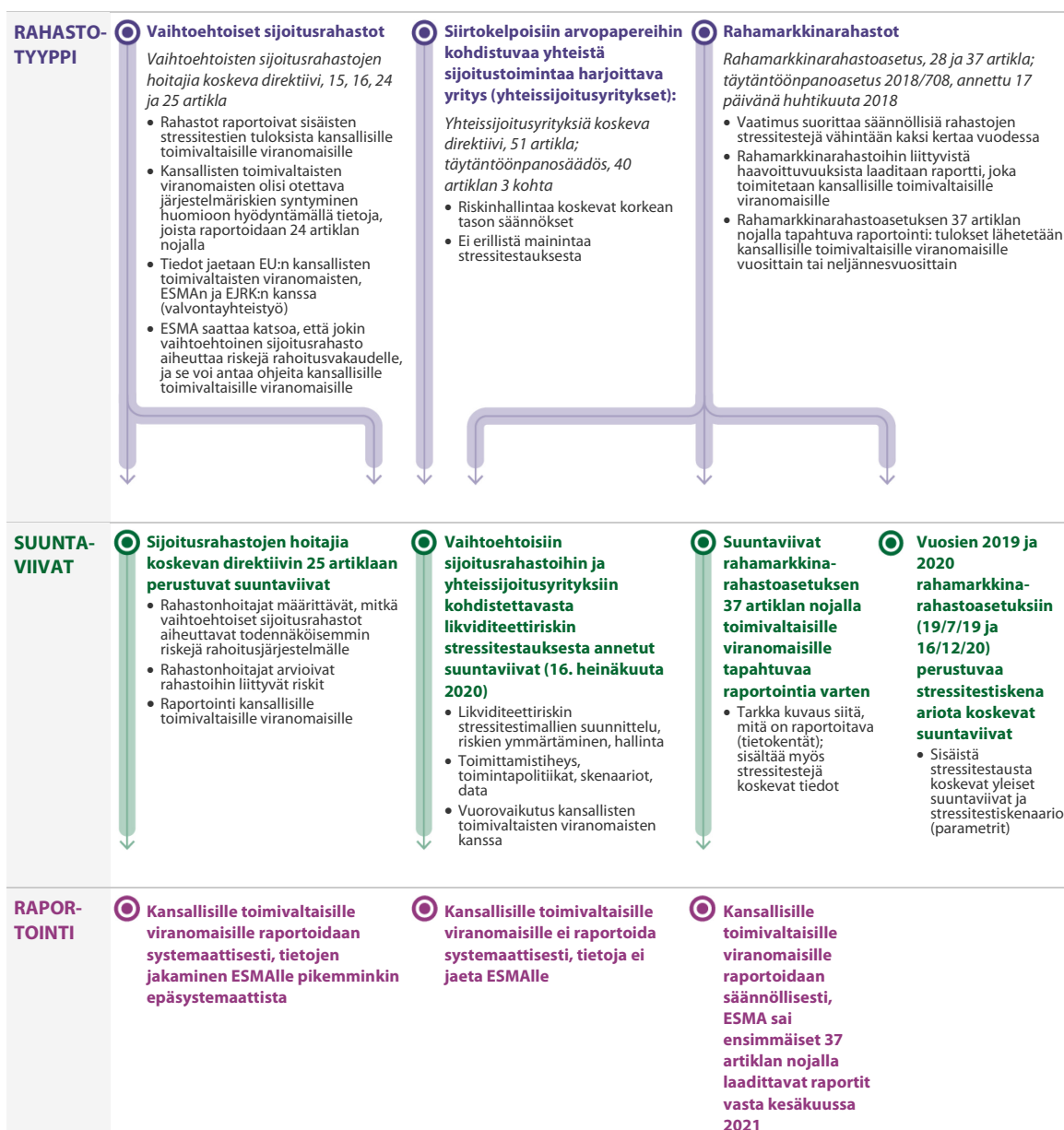
⁵¹ Recommendation of the ESRB on liquidity risk in investment funds (ESRB/2020/4).

⁵² Esim. Gourdel, Maqui ja Sydow (2019): Investment funds under stress, ECB Working Paper 2323.

⁵³ Rahastot, joita ei valvota EU:ssa, voivat muodostaa sijoittajien, myös rahoituslaitosten, kannalta merkittävän omaisuusluokan.

liittyviä häiriöitä. Stressitestauksen suorittaa joko rahasto itse (sisäinen stressitestausta) tai valvontaviranomainen (valvonnallinen stressitestausta). Vaihtoehtoisiin sijoitusrahastoihin, yhteissijoitusyhtiöihin ja rahamarkkinarahastoihin sovellettavat oikeudelliset kehykset eroavat toisistaan sisäisen stressitestauksen osalta. **Kaaviossa 9** esitetään erityyppisten rahastojen, lainsäädännön ja aiheeseen liittyvien ohjeiden väliset yhteydet.

Kaavio 9 – Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen, rahamarkkinarahastojen ja yhteissijoitusyhtiöiden stressitestaustajärjestelmät



Lähde: Euroopan tilintarkastustuomioistuin.

109 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että ESMA laati tarkoituksenmukaiset ohjeet sekä yhteissijoitusyritysten että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen sisäisistä stressitesteistä. Sisäisten stressitestien tulosten valvonnan taso – jos valvontaa on – on kuitenkin täysin kansallisten toimivaltaisten viranomaisten harkinnan varassa, eikä ESMALLa ole siitä mitään tietoja. Lisäksi yhteissijoitusyritykset suorittavat sisäisiä stressitestejä, ja niiden on raportoitava kansallisille toimivaltaisille viranomaisilleen ainoastaan olennaisten riskien tapauksessa. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten olisi tällöin ilmoitettava asiasta ESMALLE. Näin ei kuitenkaan ole vielä tapahtunut. Vaikka vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen stressitestien tulokset ovat ESMAN saatavilla, perustana oleva menetelmä on rahaston hoitajan harkinnan varassa, joten ESMA ei ole vertaillut tai käyttänyt tuloksia.

110 Rahamarkkinarahastojen osalta voidaan todeta, että niistä annetun asetuksen mukaan ESMAN on julkaistava suuntaviivat, joihin sisältyvät yhteiset stressitestien vertailuparametrit. Tässä yhteydessä ESMA määritteli vahvan lunastushäiriön (30–40 prosentin lunastusaste), mutta seurasi EJRK:n parametrien (esimerkiksi korot ja valuuttakurssit) kalibrointia sen sijaan, että se olisi määrittänyt itse näiden parametrien vakavuuden. ESMA ei pyytänyt etukäteen toimitettavia parametrien herkkyyksianalyseja, joiden avulla saataisiin parempi käsitys riskitekijöistä. ESMA analysoi kuitenkin parametrin vaikutusta jälkikäteen, tulokset saatuaan.

111 Säädoskehyksestä johtuen yhteissijoitusyritysten stressitestitietoja ei rahamarkkinarahastoja lukuun ottamatta koota, analysoida tai raportoida järjestelmällisesti. Tietoja voitaisiin käyttää valvonnallisten stressitestien kehittämiseen tai stressisimulaatioiden tulosten toteutumatestaukseen. Rahamarkkinarahastojen osalta raportoidut tiedot saatiin erittäin myöhään, ja ESMA alkoi vasta vuoden 2021 loppupuolella analysoida vuoden 2020 ensimmäisen vuosineljänneksen tietoja – jotka se oli saanut vuoden 2021 puolivälissä.

Tiedonkeruun puutteet ja päällekkäisyydet vaikeuttavat rahoitusvakauteen ja sijoittajiin kohdistuvien riskien tunnistamista

112 Järjestelmäriskien ja sijoittajiin kohdistuvien riskien seurannan vaikuttavuus riippuu seurantaan soveltuvien tietojen saatavuudesta. Merkityksellisten riskianalyyysien tekemiseksi tietojen on oltava riittävän yksityiskohtaisia, laadukkaita ja vertailukelpoisia eri maiden välillä. Jotta tiedonkeruu olisi tehokasta, sen ei pitäisi aiheuttaa tarpeetonta taakkaa teollisuudelle, ja sen olisi vastattava kaikkien niiden

viranomaisten tietotarpeisiin, jotka tarvitsevat pääsyä tietoihin voidakseen täyttää tehtävänsä.

113 Yhteissijoitusyhtiöitä koskevassa direktiivissä, vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä ja rahamarkkinarahastoista annetussa asetuksessa edellytetään, että rahastot tai rahastonhoitajat raportoivat tiedot kansallisille toimivaltaisille viranomaisille. Tietojen tyyppi sekä raportoitavien tietojen muoto ja yksityiskohtaisuus vaihtelevat kuitenkin sijoitusrahaston tyyppin mukaan, eikä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tarvitse aina jakaa tietoja ESMAn tai EJRK:n kanssa. Vaatimukset kuvastavat kuhunkin rahastoon liittyvää riskitasoa ja samalla myös kunkin niitä koskevan säädöksen ikää. Rahamarkkinarahastojen raportointijärjestelmä on laajempi kuin vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä ja yhteissijoitusyhtiöitä koskevassa direktiivissä vahvistettu järjestelmä. Se perustuu yksityiskohtaiseen dataan, jossa käytetään kansainvälisiä tunnuksia.

Yhteissijoitusyhtiöitä koskevan yhdenmukaistetun raportointijärjestelmän puuttuminen häiritsee ESMAn kykyä arvioida rahastojen kriisivalmiutta ja suorittaa stressitestejä

114 Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä määritellään vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajille annetut velvoitteet, jotka koskevat raportointia niiden kotimaan kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle. Niihin kuuluu vaatimus antaa yksityiskohtaiset tiedot rahastoista, joita tietty vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitaja hallinnoi. Tietoihin sisältyvät muun muassa sijoitusstrategiat sekä tärkeimmät markkinat, nettoarvot ja arvopaperisalkun maksuvalmiusprofiili⁵⁴. Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten on jaettava nämä tiedot ESMAn kanssa säännöllisesti (ks. *liite*)⁵⁵.

115 Yhteissijoitusyhtiöitä varten ei sitä vastoin ole tällä hetkellä olemassa yhdenmukaistettua raportointikehystä EU:n tasolla. Yhteissijoitusyhtiöitä koskevassa direktiivissä säädetään siitä, mitä tietoja keskeisten asiakirjojen, jotka jokaisen yhteissijoitusyhtiön on annettava, on vähintään sisällettävä. Muut raportoinnin yksityiskohdat ovat kuitenkin edelleen kansallisten toimivaltaisten viranomaisten harkinnassa. Tämän seurauksena raportointikäytännöt vaihtelevat kansallisten

⁵⁴ Sijoitusrahastojen hoitajia koskeva direktiivi, 24 artikla.

⁵⁵ Sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivi, 25 artiklan 2 kohta.

toimivaltaisten viranomaisten välillä huomattavasti raportointitiheyden, raportoinnin kattamien yhteissijoitusyritysten ja raportoitujen tietojen osalta⁵⁶. Tuotetut tiedot eivät ole vertailukelpoisia.

116 Koska yhteissijoitusyrityksiä koskevat yksityiskohtaiset raportointivaatimukset puuttuivat, ESMAn oli vaikea tehdä analyyskejä, joita tarvitaan arvioitaessa covid-19-kriisin yhteydessä sellaisten sijoitusrahastojen kriisivalmiutta, joilla on merkittäviä yrityslainoihin ja kiinteistöihin liittyviä riskejä⁵⁷. Se on myös haitannut ESMAn kykyä suorittaa stressisimulaatioita ja tehdä valvonnallisia stressitestejä.

117 Lisäksi yhteissijoitusyrityksiä koskevassa direktiivissä ei nimenomaisesti edellytetä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten jakavan valvontatarkoituksia varten kerättyjä tietoja ESMAn kanssa, mutta ESMA voi pyytää tietoja tehtäviensä hoitamiseksi⁵⁸. Jos kansallinen toimivaltainen viranomainen ei pysty täyttämään sen pyyntöä asianmukaisesti, ESMA voi ottaa yhteyttä muihin kansallisiin viranomaisiin, mukaan lukien kansalliset keskuspankit ja tilastotoimistot, tai suoraan markkinaosapuoliin. ESMAn mukaan tällaiset tietopyynnöt edellyttävät silti hallintoneuvoston hyväksyntää, minkä vuoksi niitä tehdään vain poikkeuksellisesti.

118 ESMAn kymmenelle kansalliselle toimivaltaiselle viranomaiselle vuonna 2021 osoittaman kyselytutkimuksen tulokset osoittavat, että vaikka useimmat kansalliset toimivaltaiset viranomaiset keräävät tietoja yhteissijoitusyrityksistä ja yhteissijoitusyritysten rahastoyhtiöistä, raportointijärjestelmät vaihtelevat huomattavasti. Koska tiedot eivät ole suoraan saatavilla ja raportointi on epä johdonmukaista, ESMA ei ole tähän mennessä pyytänyt niitä ilmoittamaan tällaisia tietoja.

119 Sen vuoksi ESMA ja EJRK käyttävät muita, pääasiassa kaupallisia, tietolähteitä yhteissijoitusyrityksiä koskevaa raportointia ja analysointia varten (ks. *liite*). ESMAn ja niiden sidosryhmien mukaan, joihin tilintarkastustuomioistuon oli yhteydessä, rahastot raportoivat usein kaupallisille palveluntarjoajille, mutta kaupallisten tietojen käyttö aiheuttaa kattavuuteen ja tietojen laatuun liittyviä haasteita.

⁵⁶ EJRK/2017/6.

⁵⁷ EJRK/2020/4.

⁵⁸ Asetus (EU) N:o 1095/2010, 35 artikla.

120 EJRK suositteli vuonna 2017, että EU:n lainsäätäjien olisi käynnistettävä yhteissijoitusyrityksiä varten yhdenmukaistettu raportointijärjestelmä⁵⁹. Suositus ei ole kuitenkaan johtanut käytännön toimiin. Tilintarkastustuomioistuimen kyselytutkimuksen kattamista kansallisista toimivaltaisista viranomaisista ja omaisuudenhoitoyhdistyksistä suurin osa oli samaa mieltä tai täysin samaa mieltä siitä, että sijoitusrahastojen sääntelykehys hyötyisi paremmista raportointivaatimuksista. Ne ehdottivat, että tuleva yhteissijoitusyritysten raportointijärjestelmä voitaisiin yhtenäistää vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaan direktiiviin perustuvan raportointijärjestelmän kanssa ottaen huomioon näiden kahden sijoitusrahastotyyppin väliset erot.

Joitakin olennaisia raportointivaatimuksia ei ole tehty pakollisiksi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä

121 Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevaan direktiiviin sisältyy yhdenmukaistettu raportointijärjestelmä, mutta järjestelmän hyödyllisyyttä vähentää se, ettei se velvoita rahastonhoitajia raportoimaan tiettyjä keskeisiä tietoja. Vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä ja komission delegoidussa asetuksessa (EU) N:o 231/2013 edellytetään, että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat ilmoittavat oikeushenkilötunnukset (LEI-koodit) itsensä ja hallinnoimiensa rahastojen tunnistamiseksi. Yksityiskohtaisempi LEI-koodien raportointi (esimerkiksi vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen päävälittäjät) on kuitenkin valinnaista. Ohjeissa edellytetään myös, että vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajat ilmoittavat ISIN-koodit (International Securities Identification Number) ja muut kansainväliset tunnistekoodit, joita vaihtoehtoisella sijoitusrahastolla mahdollisesti on, jos tiedot ovat saatavilla.

122 Nykyinen järjestely on johtanut siihen, että tosiasiasa vain pieni osa vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajista ja vaihtoehtoisista sijoitusrahastoista ilmoittaa yhteiset tunnistekoodit, kuten LEI- ja ISIN-koodit. Sitä vastoin LEI-koodin kattavuus on keskimääräistä parempi sellaisten rahastojen keskuudessa, joilla on johdannaisvastuita. Tämä johtuu siitä, että toisin kuin vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevassa direktiivissä, Euroopan markkinarakenneasetuksessa vastapuolia edellytetään suoraan raportoimaan maailmanlaajuiset oikeushenkilötunnukset ja ISIN-koodit. LEI- ja ISIN-koodien suurempi kattavuus antaisi ESMALLE ja EJRK:lle mahdollisuuden yhdistää

⁵⁹ EJRK/2017/6, suositus D.

vaikuttavammin vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ja niiden hoitajia koskevia erilaisia tietoja sekä tunnistaa järjestelmäriskejä⁶⁰.

Kansalliset keskuspankit keräävät tilastoraportointiin käytettäviä tietoja, mutta ne eivät ole ESMAn tai EJRK:n käytettävissä

123 ESMalla ei tällä hetkellä ole yhteissijoitusyritysten ja vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen salkkuja koskevia tietoja. Tämän tason tietoja kuitenkin tarvittaisiin, jotta voitaisiin tehdä mielekkäitä riskianalyyseja ja stressitestejä, jotka perustuisivat kaupallisten tietojen sijasta viranomaisilta saatuihin tietoihin.

124 Kansallisia keskuspankkeja edellytetään jo keräämään yhdenmukaisella tavalla yksityiskohtaista dataa sijoitusrahastoista Euroopan keskuspankin tilastoraportointia varten; tämä vaatimus koskee vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ja yhteissijoitusyrityksiä, mutta ei rahamarkkinarahastoja⁶¹. Data sisältää rahaston tiedot ISIN-tasolla. Kansalliset keskuspankit asettavat nämä tiedot EKP:n saataville kuitenkin vain koosteena, koska neuvoston vuonna 1998 perustama luottamuksellisuusjärjestelmä rajoittaa suurelta osin kansallisten keskuspankkien keräämien luottamuksellisten tietojen käytön ”EKPJ:n tehtävien suorittamiseen”⁶². Osa EKP:n keräämistä koostetuista tiedoista on jo asetettu ESMAn ja EJRK:n saataville, mutta ne eivät ole riittävän yksityiskohtaisia järjestelmäriskien asianmukaisen seurannan mahdollistamiseksi.

125 ESMA ja EJRK eivät ole tutkineet täysin mahdollisuuksia saada ja käyttää kansallisten keskuspankkien keräämiä yksityiskohtaisempia salkkutason tietoja (ks. kohta 117). Ne ovat perustelleet tätä lainsäädäntöön perustuvilla ja operatiivisilla haasteilla. Tilintarkastustuomioistuin toteaa, että tietyissä tapauksissa kansalliset keskuspankit ovat myös ne viranomaiset, jotka vastaavat sijoitusrahastojen valvonnasta.

⁶⁰ Euroopan järjestelmäriskikomitea, [The benefits of the Legal entity Identifier for monitoring system risk](#), Occasional Paper Series No 18 (syyskuu 2021).

⁶¹ [Asetus EKP/2013/38](#)

⁶² Neuvoston asetus (EY) N:o 2533/98, 8 artiklan 5 kohta.

Johtopäätökset ja suositukset

126 Yleisenä johtopäätöksenä tilintarkastustuomioistuin toteaa, että vaikka EU:n toimet ovat mahdollistaneet sijoitusrahastojen yhtenäismarkkinoiden luomisen, niillä ei ole vielä saavutettu toivottuja tuloksia, koska todellinen rajatylittävä toiminta ja sijoittajille koitua hyöty ovat edelleen vähäisiä. Lisäksi rahastovalvonta ja sijoittajansuoja eivät ole riittävän johdonmukaisia ja vaikuttavia.

127 Komissio ja EU:n lainsäädäntövallan käyttäjät asettavat sijoitusrahastojen yhtenäismarkkinoille kunnianhimoisia tavoitteita: niillä on mahdollistettava varojen tehokas jakaminen muissa jäsenvaltioissa, varmistettava sijoittajien vaikuttava ja samanlainen suojelu sekä luotava kilpailukyvyn kannalta tasapuoliset toimintaedellytykset (ks. kohdat **16** ja **17**). Tilintarkastustuomioistuin toteaa, että komissio ja lainsäädäntövallan käyttäjät ovat mahdollistaneet rajat ylittävän liiketoiminnan toimilupajärjestelmän avulla, mutta niiden toimilla on ollut vain vähäinen vaikutus todellisten rajatylittävien rahastojen (eli useissa jäsenvaltioissa markkinoitujen rahastojen) määrän lisäämiseen, mikä oli keskeinen tavoite. Näiden rahastojen määrä on kasvanut vain vähän (ks. kohdat **18–21**).

128 Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että sijoittajille koituviksi odotetut hyödyt, kuten alhaisemmat maksut kilpailun ja innovoinnin kautta tai useampien tuotteiden saatavuus, eivät ole toteutuneet. Kustannukset ovat edelleen korkeat ja vaihtelevat huomattavasti jäsenvaltiosta toiseen (ks. kohta **83**). Lisäksi tasapuolisia toimintaedellytyksiä ei ole vielä, koska valvontakäytännöt ja saavutetut tulokset vaihtelevat huomattavasti jäsenvaltioiden välillä ja markkinoille pääsyssä on edelleen esteitä (ks. kohdat **22** ja **23**). Tilintarkastustuomioistuin toteaa, että EU:n lainsäädännön avulla ei voida puuttua tiettyihin markkinarealiteetteihin ja poliittisiin valintoihin, kuten verotukseen, paikalliseen kysyntään tai tapauksiin, joissa omaisuudenhoitajat päättävät markkinoida sijoitusrahastojaan.

129 Vaikka EU:n oikeudellisen kehyksen perustaminen oli alun perin askel eteenpäin, sitä seuraavat toistuvat tarkistukset eivät ole johtaneet erilaisiin tuloksiin, eikä kehys välttämättä ole sopiva väline sisämarkkinoiden syventämiseen. Komissio ei ole suorittanut sijoitusrahastoja koskevan yleisen oikeudellisen kehyksen kattavaa toimivuustarkastusta arvioidakseen, missä määrin eri tavoitteet on saavutettu. Tilintarkastustuomioistuin toteaa, että komissio ei aina pystynyt osoittamaan lainsäädäntöaloitteidensa ansioita tai vaikuttavuutta nykyisten sääntöjen parantamisen kannalta. Uuden lainsäädännön mahdolliset vaikutukset on saatettu yliarvioida ennakoarvioinneissa, ja jälkiarviointien on oltava perusteellisempia (ks.

kohdat 26–30). Lisäksi komission toteuttama tuloksellisuuden mittausta ei täytä sen omia kriteerejä (ks. kohta 31).

Suositus 1 – Arvioidaan nykyisen kehityksen soveltuvuutta haluttujen tavoitteiden saavuttamiseen

Komission olisi

- a) tehtävä sijoitusrahastoja koskevan lainsäädännön kattava toimivuustarkastus ja toteutettava tarkastuksen tuloksesta riippuen toimenpiteitä, jotta sisämarkkinoiden tavoitteet saavutetaan vaikuttavammin
- b) parannettava tuloksellisuuden mittausta ottamalla käyttöön tarkoituksenmukaisia indikaattoreita.

Tavoiteajankohta: vuoteen 2024 mennessä

130 ESMA on tehostanut toimiaan valvonnan yhdenmukaistamisen alalla. Se esimerkiksi loi kehityksen keskeisten valvontariskien tunnistamiseksi ja niihin keskittymiseksi (ks. kohdat 40 ja 41). ESMA kohtaa kuitenkin välineidensä vaikuttavaa käyttöä haittaavia haasteita. Tällaisia ovat esimerkiksi sen oma hallintorakenne ja riippuvuus yhteistyöstä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten kanssa. Kansalliset toimivaltaiset viranomaiset suosivat selvästi lähentämisvälineitä, jotka ovat ”ei-invasiivisia” (ks. kohdat 56 ja 57).

131 ESMA on käyttänyt pääasiassa valmisteluvälineitä, kuten suuntaviivoja sekä kysymyksiä ja vastauksia sisältäviä ohjeita. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että näiden välineiden vaikuttavuutta ei voida osoittaa, koska ESMA ei mittaa kaikkien lähentämistoimiensa vaikutusta (ks. kohdat 42 ja 43). ESMA on hiljattain perustanut uusia välineitä ja käyttää niitä painopistealueilla. Se keskittyi enemmän yhteisten valvontatoimien kaltaisiin välineisiin, joilla luodaan osallistuville kansallisille toimivaltaisille viranomaisille mahdollisuus keskustella käytännöistä ja jakaa niitä, ks. kohdat 44–46). ESMA on kuitenkin harvoin käyttänyt valvojan rooliaan (ks. kohdat 42–48).

132 Tämän vuoksi ESMAn toimilla oli vain vähäinen vaikutus johdonmukaisen ja samanlaisen valvonnan luomiseen. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi myös tapauksia, joissa ESMAn työ paransi kansallisen valvonnan laatua ja vähensi toisistaan eroavia käytäntöjä. ESMA ei vielä pysty osoittamaan edistymistään, koska se ei mittaa tavoitteidensa saavuttamista (ks. kohdat 58–60). Se on myös työnsä avulla paljastanut

joitakin valvonnan heikkouksia, joita ilmenee kansallisella tasolla erityisesti täytäntöönpanon valvonnassa (ks. kohdat [61–68](#)).

Suositus 2 – Parannetaan ESMAn lähentämistyön vaikuttavuutta

Komission olisi

- a) harkittava muutosten ehdottamista ESMAn hallintorakenteeseen, jotta ESMA voisi käyttää toimivaltaansa vaikuttavammin. Tässä yhteydessä olisi esimerkiksi tehtävä kansallisten toimivaltaisten viranomaisten osallistumisesta ESMAn lähentämistyöhön pakollista ja annettava ESMAn henkilöstölle operatiivinen johtoasema.

ESMAN olisi

- b) otettava käyttöön jäsennellympi lähestymistapa lähentämisvälineiden valinnassa, tehostettava seurantaa ja käytettävä tarvittaessa korjausvälineitä, unionin oikeuden rikkomista koskevat menettelyt mukaan lukien
- c) parannettava valmiuksiaan seurata edistymistä kartoittamalla valvontakäytäntöjä, arvioimalla välineiden vaikuttavuutta ja uudistamalla tuloksellisuuden mittausta.

Tavoiteajankohta: vuoteen 2024 mennessä

133 Komissio ja ESMA ovat lisänneet sijoitusrahastojen sekä niiden riskien ja kustannusten avoimuutta. Keskeisiä välineitä olivat sijoittajille annettavan avaintietoasiakirjan käyttöönotto sekä tuloksellisuutta ja kustannuksia koskevan vuosikertomuksen julkaiseminen. Sijoittajille annettavissa tiedoissa on kuitenkin edelleen puutteita, ja sijoittajien on edelleen hyvin vaikeaa vertailla rahastoja (ks. kohdat [73–80](#)).

134 Sijoittajien kustannukset ovat laskeneet hitaasti viime vuosina, mutta sijoittajia ei edelleenkään suojata riittävällä tavalla rahastonhoitajien (esimerkiksi piiloindeksoinnin kautta) perimiltä aiheettomilta kustannuksilta tai puolueellisilta neuvoilta, joita antavat rahoituksen välittäjät saavat edelleen kannustimia useimmissa jäsenvaltioissa (ks. kohdat [83–92](#)). Lisäksi ympäristöön, yhteiskuntaan ja hyvään hallintotapaan liittyvien luokitusten sääntely ja valvonta puuttuvat suurelta osin (ks. kohdat [81](#) ja [82](#)).

Suositus 3 – Parannetaan sijoittajien suojelua aiheettomilta kustannuksilta ja harhaanjohtavilta tiedoilta

Komission olisi

- a) suojeltava vähittäissijoittajia paremmin erityisesti kannustimia koskevien tiukempien sääntöjen avulla.

ESMAN olisi

- b) työstettävä edelleen vähittäismarkkinoille tarkoitettujen sijoitustuotteiden tuloksellisuuden ja kustannusten analysointia, erityisesti markkinoinnin kohteena olevien maiden mukaan ja kustannustyypeittäin
- c) kehitettävä väline, jonka avulla sijoittajat voivat saada tietoa kaikista tarjolla olevista rahastoista, jotka täyttävät tietyt kriteerit, ja verrata kyseisten rahastojen kustannuksia ja tuloksellisuutta.

Tavoiteajankohta: vuoteen 2024 mennessä

135 ESMA seuraa järjestelmäriskkejä säännöllisen ja tapauskohtaisen ulkoisen ja sisäisen raportoinnin avulla, mutta riskejä ei jaotella maittain. Jäsenvaltioissa nykyisin käytetyistä järjestelmäriskien seuraamiskäytännöistä ei ole laadittu virallista luetteloa (ks. kohdat [94](#) ja [99–102](#)). Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä määrittä riskejä, joita aiheutuu omaisuudenhoitotoimista. ESMA on puuttunut kahteen pääasialliseen riskiin, eli vivutukseen sekä maksuvalmiuteen liittyvään riskiin. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi kuitenkin, että säädöskehukseen sisältyvistä yleisistä säännöksistä huolimatta ESMAN suuntaviivat eivät toistaiseksi kata operatiivista riskiä (ks. kohdat [95–98](#)).

136 ESMA ei suorittanut valvonnallisia stressitestejä, vaikka niin suunniteltiin sen perustamisasetuksessa. Se käytti vain markkinatietoihin perustuvia stressisimulaatioita, ja tulosten pohjalta aletaan vasta nyt toteuttaa jatkotoimia, vaikkakin hitaasti. Valvonnallista stressitestausta koskevaa käsitteellistä työtä ei ole aloitettu. Tilintarkastustuomioistuin havaitsi, että ESMA laati tarkoituksenmukaiset ohjeet sisäisistä stressitesteistä. Muiden kuin rahamarkkinarahastojen stressitestitietoja ei raportoida järjestelmällisesti. Raportoituja tietoja ei ole vielä käytetty valvonnallisten stressitestien kehittämiseen tai stressisimulaatioiden tulosten toteutumatestaukseen (ks. kohdat [103–111](#)).

Suositus 4 – Parannetaan järjestelmäriskien tunnistamista

ESMAN olisi yhteistyössä EJRK:n kanssa määriteltävä, mitä rahastotyyppettä varten valvonnallinen stressitestaus on tarpeen, sekä tutkittava, miten nykyisten stressitestien ja simulaatioiden tuloksia voitaisiin hyödyntää vaikuttavammin, ja kehitettävä kattava malli, jonka avulla voidaan analysoida sidoksia.

Tavoiteajankohta: vuoteen 2025 mennessä

137 Tällä hetkellä ei ole olemassa EU:n tason yhdenmukaistettua raportointijärjestelmää, jota sovellettaisiin siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittaviin yrityksiin. Tämän seurauksena kansallisten toimivaltaisten viranomaisten jäsenvaltioissa keräämät valvontatiedot eivät ole vertailukelpoisia. Vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskeva raportointi on yhdenmukaistettu EU:n tasolla, mutta raportointikehys ei velvoita niiden hoitajia raportoimaan yhteisiä tunnuksia ja salkkutason tietoja. Tietojen riittämätön laatu, saatavuus ja käyttö haittaavat riskien seurantaan ja niihin liittyvien stressitestien suorittamista (ks. kohdat [112–122](#) ja kohta [102](#)).

138 Kansalliset keskuspankit keräävät jo yksityiskohtaisia salkkutason tietoja yhteissijoitusyrityksistä ja vaihtoehtoisista sijoitusrahastoista tilastointia varten. Nämä tiedot toimitetaan kuitenkin vain koosteena EKP:lle, joka jakaa osan näistä tiedoista ESMAN ja EJRK:n kanssa. ESMAN ja EJRK:n perustamisasetuksissa annetaan niille valtuudet pyytää tietoja tapauskohtaisesti, mutta ne eivät ole käyttäneet valtuuksiaan olemassa olevien tietojen hankkimiseen. Yleensä tällaiset pyynnöt edellyttävät niiden hallintoneuvostojen hyväksyntää eivätkä välttämättä sovellu järjestelmäriskien säännölliseen seurantaan (ks. kohdat [117](#), [124](#) ja [125](#)).

Suositus 5 – Virtaviivaistetaan tietojenkeruuta ja saatetaan raportointijärjestelmät ajan tasalle

Komission olisi

- a) tuettava ESMAa ja EJRK:aa, jotta se saa rahastoja koskevat tarvittavat tiedot, jotka ovat kansallisten toimivaltaisten viranomaisten ja eurojärjestelmän

keskuspankkien käytössä, ja tehtävä ehdotus yhteissijoitusyrityksiä koskevaksi yhdenmukaistetuksi raportointijärjestelmäksi

- b) arvioitava, mitä lisätietoja rahastoista tarvitaan ja miten niitä olisi kerättävä, jotta riskejä voitaisiin seurata paremmin ja jotta alan raportointitaakka olisi mahdollisimman vähäinen.

Tavoiteajankohta: vuoteen 2024 mennessä

Tilintarkastustuomioistuimen IV jaosto on tilintarkastustuomioistuimen jäsenen Mihails Kozlovsin johdolla hyväksynyt tämän kertomuksen Luxemburgissa 18. tammikuuta 2022.

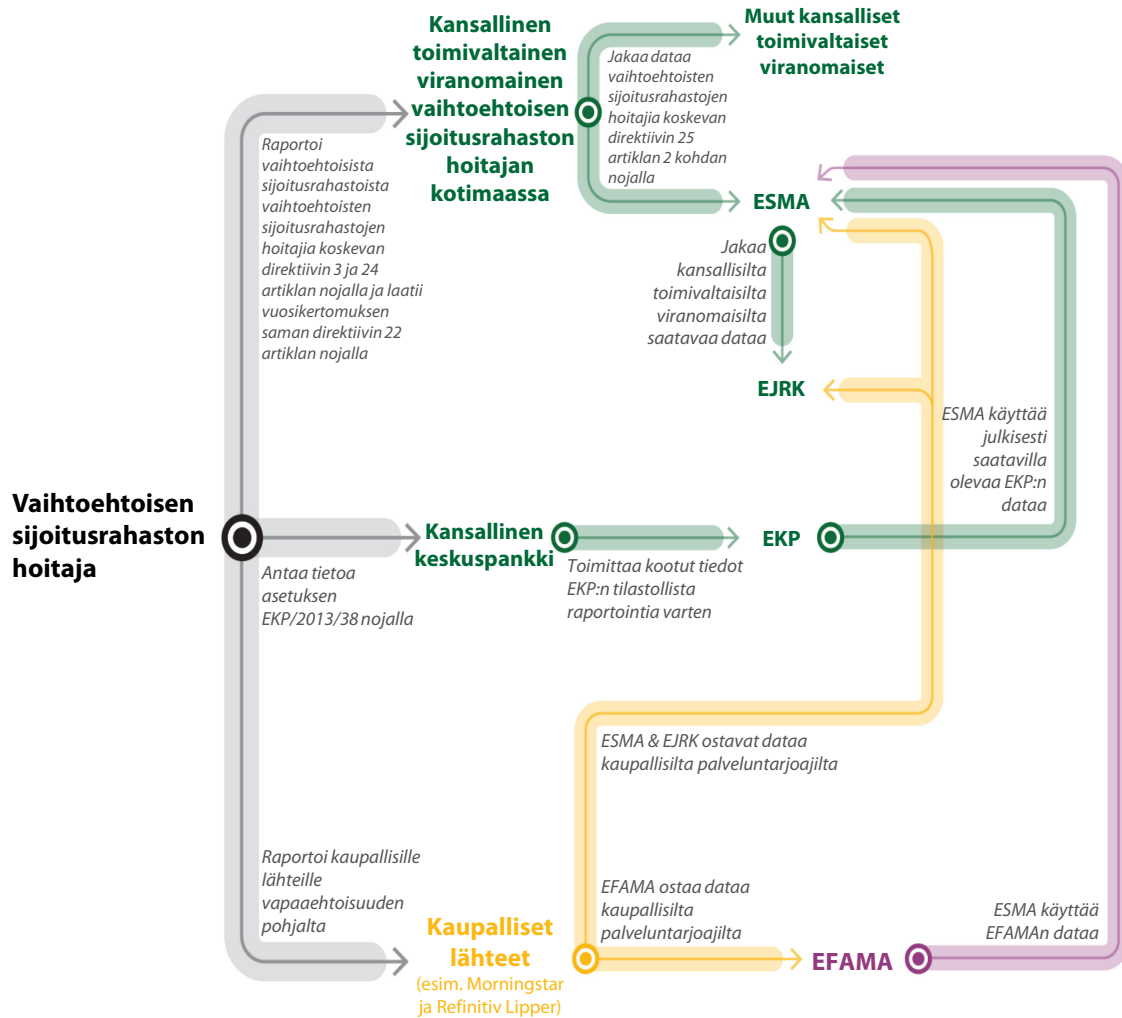
Tilintarkastustuomioistuimen puolesta

Klaus-Heiner Lehne
presidentti

Liite

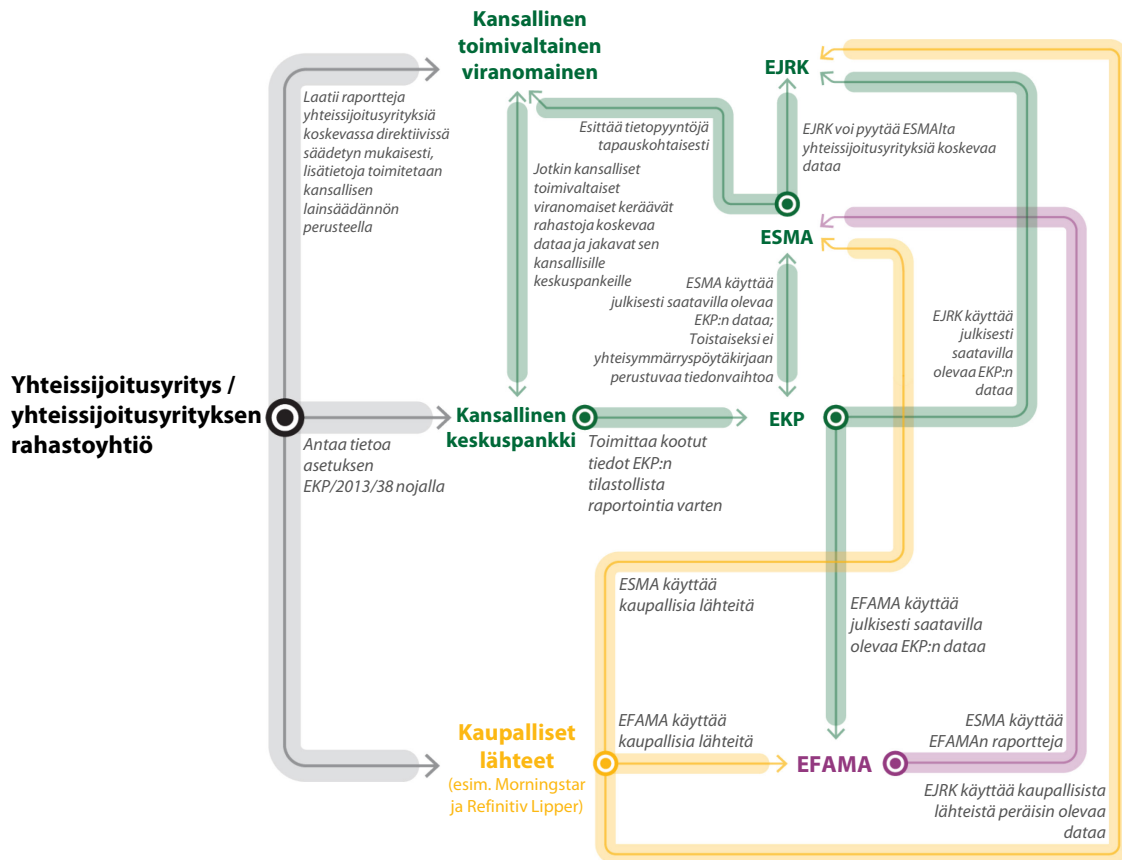
Liite – vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ja yhteissijoitusyrityksiä koskevien tietojen keruu ja jakaminen

Vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja koskevien tietojen keruu ja jakaminen



Lähde: Euroopan tilintarkastustuomioistuin.

Yhteissijoitusyrityksiä koskevien tietojen keruu ja jakaminen



Lähde: Euroopan tilintarkastustuomioistuin.

Lyhenteet

AMF: *Autorité des marchés financiers*

EFAMA: Euroopan sijoitusrahastojen ja -yhtiöiden yhdistys

EIOPA: Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen

EJRK: Euroopan järjestelmäriskikomitea

EKP: Euroopan keskuspankki

EMIR: Euroopan markkinarakenneasetus

EPV: Euroopan pankkiviranomainen

ESG: Ympäristö, yhteiskunta ja hallintotapa (*Environmental, Social and Governance*)

ESMA: Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen

ETF: Pörssilistattu rahasto (*exchange-traded fund*)

FSB: Finanssimarkkinoiden vakauden valvontaryhmä

IMF: Kansainvälinen valuuttarahasto

IOSCO: Kansainvälinen arvopaperimarkkinavalvojien yhteisö (*International Organization of Securities Commissions*)

ISIN: ISIN-koodi (*International Securities Identification Number*)

LEI: Oikeushenkilötunnus (*Legal Entity Identifier*)

MiFID (I / II): Rahoitusmarkkinadirektiivi

MiFIR: Rahoitusvälineiden markkinoista annettu asetusta (*Markets in Financial Instruments Regulation*)

PRIIP-tuotteet: Vähittäismarkkinoille tarkoitettut paketoitujen ja vakuutusmuotoiset sijoitustuotteet (*packaged retail investment and insurance-based products*)

SEUT: Sopimus Euroopan unionin toiminnasta

Tilintarkastustuomioistuin: Euroopan tilintarkastustuomioistuin

Yhteissijoitusyritys: Siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys

Sanasto

EU:n lainsäädännön saattaminen osaksi kansallista lainsäädäntöä: Menettely, jolla EU:n jäsenvaltiot sisällyttävät EU-direktiivit kansalliseen lainsäädäntöönsä, jotta niiden tavoitteita, vaatimuksia ja määräaikoja voidaan soveltaa suoraan.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen (ESMA): EU:n sääntelyvirasto, joka edistää EU:n rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamista parantamalla sijoittajien suojelua ja edistämällä vakaita ja hyvin järjestettyjä rahoitusmarkkinoita. Osana tehtäviään se edistää valvonnan lähentämistä arvopaperien ja pääomamarkkinoiden valvonnasta vastaavien jäsenvaltioiden kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välillä.

Euroopan pankkiviranomainen (EPV): EU:n sääntelyvirasto, joka pyrkii varmistamaan vaikuttavan ja johdonmukaisen vakavaraisuussäätelyn ja -valvonnan koko EU:n pankkisektorilla. Sen tehtävänä on muun muassa käynnistää EU:n rahoitusalan stressitestit ja koordinoita niitä. Lisäksi se vahvistaa sovellettavat standardit.

Euroopan valvontaviranomaiset: Yhteinen termi kolmelle rahoitusalan valvonnasta vastaavalle elimelle: Euroopan pankkiviranomainen, Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen ja Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen.

Haamuasiointi: Kansallisten toimivaltaisten viranomaisten tai niiden mahdollisesti hyödyntämien markkinatutkimusyrytysten käyttämä peitetutkimukseen perustuva lähestymistapa, jolla mitataan asiakaspalvelun laatua ja/tai kerätään tietoa rahoitustuotteista ja -palveluista ja rahoituksen välittäjien käyttäytymisestä kuluttajia kohtaan.

Hallinnointipassi: Sallii yhteissijoitusyhtiön rahastoyhtiön tai vaihtoehtoisen sijoitusrahaston hoitajan, jolla on toimilupa jäsenvaltiossa, harjoittaa liiketoimintaa muissa EU:n jäsenvaltioissa joko palvelujen tarjoamisen vapauden nojalla tai perustamalla sivuliikkeen. Vaikka tällaiseen rajatylittävään toimintaan sovelletaan asianomaisten jäsenvaltioiden kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välistä ilmoitusmenettelyä, rahaston hoitajan ei tarvitse käydä läpi uutta lupamenettelyä.

Hedgerahasto: Vaihtoehtoisen sijoitusrahaston tyyppi, joka pyrkii saamaan positiivisen tuoton käyttämällä joustavampia sijoitusstrategioita, usein käyttämällä vivutusta (toisin sanoen lainanottoa sijoitusriskin ja riskin lisäämiseksi), lyhyeksimyntiä ja muita spekulatiivisia sijoituskäytäntöjä, joita ei usein käytetä muunlaisissa rahastoissa.

IOSCO:n periaatteet: Kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojen järjestön (IOSCO) laatimat periaatteet. Ne perustuvat kolmeen arvopapereita koskevan sääntelyn

tavoitteeseen: sijoittajien suojeluun, markkinoiden oikeudenmukaisuuden, tehokkuuden ja avoimuuden varmistamiseen sekä järjestelmäriskien vähentämiseen.

Järjestelmäriski: Sellaisen häiriön vaara finanssijärjestelmässä, jolla saattaa olla vakava kielteinen vaikutus sisämarkkinoihin ja reaalityönteeseen.

Kannustimet: Maksut, jotka maksetaan kolmannelle osapuolelle palvelujen tarjoamisesta.

Kansallinen toimivaltainen viranomainen: Kansallinen elin, joka vastaa pankkivalvonnasta ja/tai arvopaperimarkkinoiden valvonnasta.

Keskeinen tuloksellisuusindikaattori: Määrällisesti ilmaistavissa oleva mittari, joka kuvastaa tuloksellisuutta suhteessa keskeisiin tavoitteisiin.

Lunastus: Varojen vaihtaminen käteiseksi.

Markkinointipassi: Sallii yhteissijoitusyrityksien tai vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen, joille kansallinen toimivaltainen viranomainen on antanut toimiluvan EU:n jäsenvaltiossa, rajatylittävän markkinoinnin muissa EU:n jäsenvaltioissa ilman vastaanottavan jäsenvaltion kansallisten toimivaltaisten viranomaisten lupaa. Vaikka yhteissijoitusyritysten markkinointipassi sallii yhteissijoitusyritysten markkinoimisen vähittäis- ja yhteisösijoittajille, vaihtoehtoisen sijoitusrahaston markkinointipassi sallii ainoastaan ammattimaisille sijoittajille markkinoimisen. Hallinnointipassin tavoin toimilupa korvataan EU:n eri jäsenvaltioiden kansallisten toimivaltaisten viranomaisten välisellä ilmoitusmenettelyllä.

Pörssilistattu rahasto (ETF): Arvopaperityyppi, joka seuraa [indeksiä](#), sektoria, hyödykettä tai muuta omaisuuserää, mutta jota voidaan ostaa tai myydä pörssissä.

Rahamarkkinarahasto: Lyhytaikaisiin velkoihin investoivat rahastot.

Rahaston hoitaja: Elin tai henkilö, jonka vastuulla on toteuttaa investointistrategia ja hallinnoida rahoitusvälineen sijoitussalkkua.

Rahoituksen välittäjä: Organisaatio, joka toimii välittäjänä rahoitusvälineen varojen hallinnoijan ja varojen lopullisten saajien välillä.

Rahoitusmarkkinadirektiivi (MiFID): EU:n säädöskehys, jonka avulla säännellään rahoitusmarkkinoita ja parannetaan sijoittajien suojaa. MiFID II korvasi alkuperäisen direktiivin vuonna 2018.

Rikkomusmenettely: Menettely, jossa komissio ryhtyy toimiin sellaista EU:n jäsenvaltiota vastaan, joka ei ole täyttänyt EU:n lainsäädännön sille asettamia velvoitteita.

Siirtokelpoisiin arvopapereihin kohdistuvaa yhteistä sijoitustoimintaa harjoittava yritys (yhteissijoitusyritys): Sijoitusväline, joka kokoaa sijoittajien pääoman ja sijoittaa sen kollektiivisesti esim. osakkeista, joukkolainoista ja muista arvopapereista koostuvan rahoitusvälinesalkun avulla. Yhteissijoitusyritykset kuuluvat EU-direktiivin soveltamisalaan. Yhteissijoitusyritysten osuuksia voidaan markkinoida julkisesti vähittäissijoittajille koko EU:n alueella yhden jäsenvaltion myöntämän yhden ainoan luvan perusteella.

Stressitestaus: Simulaatio, jolla arvioidaan rahoituslaitoksen kykyä sietää erilaisia kriisiskenaarioita.

Tehtävien siirtoa koskevat järjestelyt: Järjestelyt, joissa toimivaltainen taho ei itse suorita tiettyjä tehtäviä ja joihin sen vuoksi sovelletaan tehtävien siirtoa koskevaa valvontaa. Tehtävien siirtoa koskevien järjestelyjen käyttö voi olla tehokas tapa suorittaa joitakin tehtäviä tai toimia. Tällaisissa järjestelyissä on kuitenkin riskinsä, ja niitä on valvottava asianmukaisesti.

Todellinen rajatylittävä rahasto: Rahasto, jota markkinoidaan vähintään kolmessa tai viidessä maassa.

Toimivuustarkastus: Arviointi, jolla tunnistetaan mahdolliset päällekkäisyydet, puutteet, epäjohdonmukaisuudet tai vanhentuneet toimenpiteet politiikan alan sääntelykehyksessä.

Vaatimustenmukaisuustarkastus: Tarkastus, jonka tarkoituksena on varmistaa, että sovellettavat EU-direktiivin säännökset on saatettu tarkasti osaksi kansallisia täytäntöönpanotoimenpiteitä.

Vaihtoehtoinen sijoitusrahasto: Kaikki sijoitusrahastot, jotka eivät kuulu yhteissijoitusyrityksiä koskevan EU:n direktiivin soveltamisalaan, vaan vaihtoehtoisten sijoitusrahastojen hoitajia koskevan direktiivin soveltamisalaan. Vaihtoehtoisia sijoitusrahastoja ovat hedgerahastot, riskipääomarahastot, pääomasijoitusrahastot ja kiinteistörahastot.

Vaikutustenarviointi: Toimintapoliittisen aloitteen tai muun toiminnan todennäköisten tai tosiasiallisten vaikutusten arviointi. Todennäköisiä vaikutuksia arvioidaan ennakoarvioinnin ja tosiasiallisia vaikutuksia jälkiarvioinnin avulla.

Valvonnallinen stressitesti: Valvontaviranomaisen suorittama stressitesti.

Valvonnan lähentäminen: Valvontakäytäntöjen ja saatavien tulosten lähentämisprosessissa edistetään sitä, että kansalliset toimivaltaiset viranomaiset kaikkialla EU:ssa panisivat täytäntöön ja soveltaisivat yhdenmukaistettuja mutta ei kuitenkaan täysin yhdenmukaisia sääntöjä johdonmukaisesti ja vaikuttavasti. Lähentäminen ei tarkoita yhtä ainoaa lähestymistapaa kaikille. Yleisenä tavoitteena on saavuttaa vertailukelpoisia sääntely- ja valvontatuloksia.

Vihherpesu: Prosessi, jossa välitetään väärä vaikutelma tai annetaan harhaanjohtavaa tietoa, jonka mukaan yrityksen tuotteet ovat ympäristöystävällisempiä.

Yhteinen säännöstö: Joukko säädöstekstejä, joita kaikkien EU:n rahoituslaitosten on noudatettava.

Komission ja ESMAn vastaukset

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

Tarkastuksen eteneminen

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

Tarkastustiimi

Tilintarkastustuomioistuin esittää erityiskertomuksissaan tulokset tarkastuksista, joita se kohdistaa EU:n politiikkoihin ja ohjelmiin tai yksittäisten talousarvioalojen hallinnointiin liittyviin aihealueisiin. Tilintarkastustuomioistuin valitsee ja suunnittelee nämä tarkastustehtävät siten, että niillä saadaan aikaan mahdollisimman suuri vaikutus. Se ottaa valinta- ja suunnitteluvaiheessa huomioon tuloksellisuuteen tai säännönmukaisuuteen kohdistuvat riskit, kyseessä olevien tulojen tai menojen määrän, tulevat kehityssuunnat sekä poliittiset näkökohdat ja yleisen edun.

Tästä tuloksellisuustarkastuksesta vastasi IV tarkastusjaosto, jonka erikoisalajat ovat markkinoiden sääntely ja kilpailukykyinen talous. Tarkastusjaoston puheenjohtaja on Euroopan tilintarkastustuomioistuimen jäsen Mihails Kozlovs. Tarkastus toimitettiin Euroopan tilintarkastustuomioistuimen jäsenen Rimantas Šadžiusin johdolla, ja siihen osallistuivat kabinettipäällikkö Mindaugas Pakštys ja kabinettiavustaja Matthias Blaas, johtaja Ioanna Metaxopoulou, toimialapäällikkö Paul Stafford, tehtävävastaava Eddy Struyvelt sekä tarkastajat Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska ja Nadiya Sultan. Kielellisissä kysymyksissä avusti Mark Smith.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

TEKIJÄNOIKEUDET

© Euroopan unioni, 2022.

Datan ja asiakirjojen uudelleenkäyttöä koskevat Euroopan tilintarkastustuomioistuimen periaatteet pannaan täytäntöön avoimen datan politiikkaa ja asiakirjojen uudelleen käyttämistä koskevalla [Euroopan tilintarkastustuomioistuimen päätöksellä 6-2019](#).

Ellei toisin ilmoiteta (esimerkiksi yksittäisissä tekijänoikeusilmoituksissa), Euroopan tilintarkastustuomioistuimen sisältöihin, jotka EU omistaa, myönnetään käyttöoikeudet [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\) licence](#) -käyttöoikeuden nojalla. Tämä merkitsee, että uudelleenkäyttö on sallittua, jos sisällön tuottaja mainitaan asianmukaisesti ja sisältöön tehdyistä muutoksista ilmoitetaan. Uudelleenkäyttäjä ei saa vääristää asiakirjojen alkuperäistä merkitystä tai sanomaa. Euroopan tilintarkastustuomioistuin ei vastaa mistään seurauksista, jotka johtuvat uudelleenkäytöstä.

Uudelleenkäyttäjän on hankittava tarvittavat lisäoikeudet, jos tietyssä sisällössä (esimerkiksi Euroopan tilintarkastustuomioistuimen henkilöstöstä otetuissa valokuvissa) esitetään tunnistettavissa olevia henkilöitä tai jos sisällössä on mukana kolmansien tahojen töitä. Jos tällainen lisäoikeus saadaan, yllä mainittu yleinen käyttöoikeus peruuntuu ja lisäoikeus korvaa sen. Lisäoikeutta koskevassa luvassa on selvästi ilmoitettava käyttöoikeuden rajoitukset.

Jos sisällöt eivät ole EU:n omaisuutta, voi olla, että lupa niiden käyttöön tai jäljentämiseen on pyydettävä suoraan asianomaisilta tekijänoikeuksien haltijoilta.

Tietokoneohjelmistot tai asiakirjat, joihin kohdistuu teollisoikeuksia, kuten patenteja, tavaramerkkejä, rekisteröityjä malleja, logoja ja nimiä, eivät kuulu Euroopan tilintarkastustuomioistuimen uudelleenkäyttöperiaatteiden piiriin, eikä niiden käyttöön anneta lupaa.

EU:n toimielinten verkkosivuilla (joiden verkkotunnuksen loppuosa on europa.eu) on linkkejä ulkopuolisille verkkosivuille. Koska Euroopan tilintarkastustuomioistuin ei vastaa näistä sivustoista, on suositeltavaa, että tutustutte niiden tietosuoja- ja tekijänoikeusperiaatteisiin.

Euroopan tilintarkastustuomioistuimen logon käyttäminen

Euroopan tilintarkastustuomioistuimen logoa ei saa käyttää ilman tilintarkastustuomioistuimen ennakkosuostumusta.

PDF	ISBN 978-92-847-7533-0	ISSN 1977-5792	doi:10.2865/696482	QJ-AB-22-029-FI-N
HTML	ISBN 978-92-847-7512-5	ISSN 1977-5792	doi:10.2865/501096	QJ-AB-22-029-FI-Q

Sijoitusrahastoilla on keskeinen asema Euroopan pääomamarkkinaunionissa. Ne auttavat sijoittajia kohdentamaan pääomansa tehokkaasti. Tarkastajat arvioivat sääntelykehysten soveltuvuutta sekä EU:n toimia, joilla pyritään yhdenmukaiseen ja vaikuttavaan valvontaan jäsenvaltioissa. Lisäksi he arvioivat toimia, joiden avulla EU pyrkii sijoittajien suojaamiseen ja rahoitusvakauteen.

Tarkastajat havaitsivat, että EU:n toimet ovat mahdollistaneet sijoitusrahastojen yhtenäismarkkinoiden luomisen, mutta toimien avulla ei ole vielä saavutettu toivottuja tuloksia, koska todellinen rajatylittävä toiminta ja sijoittajille koituva hyöty ovat edelleen vähäisiä. Rahastovalvonta ja sijoittajansuoja eivät ole riittävän johdonmukaisia ja vaikuttavia. Tarkastajat suosittavat säädöskehysten tarkistamista, lähentämistyön vaikuttavuuden lisäämistä, sijoittajansuojan parantamista ja raportointikehysten yhdenmukaistamista.

Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen 287 artiklan 4 kohdan toisen alakohdan nojalla annettu Euroopan tilintarkastustuomioistuimen erityiskertomus.



EUROOPAN
TILINTARKASTUS-
TUOMIOISTUIN



Euroopan unionin
julkaisu-
toimisto

EUROOPAN TILINTARKASTUSTUOMIOISTUIN
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUXEMBURG

Puh. +352 4398-1

Tiedustelut: eca.europa.eu/fi/Pages/ContactForm.aspx

Verkkosivut: eca.europa.eu

Twitter: @EUAuditors