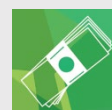


Sprawozdanie specjalne

Fundusze inwestycyjne –

działania UE dotychczas nie doprowadziły do stworzenia prawdziwie jednolitego rynku przynoszącego korzyści inwestorom



EUROPEJSKI
TRYBUNAŁ
OBRACHUNKOWY

Spis treści

	Punkty
Streszczenie	I-X
Wstęp	01-11
Rynek funduszy inwestycyjnych w Europie	01-07
Ramy regulacyjne	08-10
Obowiązki UE i państw członkowskich	11
Zakres kontroli i podejście kontrolne	12-15
Uwagi	16-125
Cele prawodawców UE zostały osiągnięte jedynie w ograniczonym zakresie	16-33
Unijni prawodawcy wyznaczają ambitne cele dla jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych	16-17
System paszportowy nie doprowadził do stworzenia prawdziwego jednolitego rynku	18-25
Oddziaływanie inicjatyw ustawodawczych jest ograniczone	26-31
Transpozycja nie zawsze przebiegała terminowo	32-33
ESMA zintensyfikowała wysiłki na rzecz wspierania konwergencji praktyk nadzorczych i promowania skutecznego nadzoru, ale postępy są ograniczone	34-68
ESMA dysponuje narzędziami wspierania konwergencji praktyk nadzorczych	39
ESMA zintensyfikowała prace nad konwergencją	40-41
Dowody oddziaływania są ograniczone i nie istnieje żaden mechanizm pomiaru skuteczności	42-60
Prace ESMA ujawniły uchybienia w zakresie nadzoru i potencjalne zakłócenia konkurencji	61-68
Komisja i ESMA podjęły kroki w celu lepszej ochrony inwestorów, ale koszty pozostają wysokie	69-92
Prawodawstwo UE obejmuje wiele środków mających na celu ochronę inwestorów	70-72
Pomimo różnych działań UE, problemem pozostaje przejrzystość	73-82

ESMA, Komisja i właściwe organy krajowe przyczyniły się do zainicjowania tendencji spadkowej w zakresie kosztów UCITS 83-92

Identyfikacja ryzyka systemowego wymaga dalszych postępów 93-111

Ocena ryzyka systemowego i działania następcze są na wczesnym etapie 94-102

Nie przeprowadzono nadzorczych testów warunków skrajnych, a działania podejmowane w następstwie symulacji, mimo że zostały rozpoczęte, są niewystarczające 103-107

Wewnętrzne wytyczne dotyczące testów warunków skrajnych są odpowiednie, ale wyniki tych testów nie są skutecznie wykorzystywane 108-111

Luki i pokrywanie się zakresów gromadzonych danych utrudniają identyfikację ryzyka dla stabilności finansowej i inwestorów 112-125

Brak zharmonizowanego systemu sprawozdawczości dla UCITS ogranicza zdolność ESMA do oceny gotowości funduszy na kryzys i do przeprowadzania testów warunków skrajnych 114-120

Niektóre podstawowe wymogi w zakresie sprawozdawczości nie są obowiązkowe w dyrektywie w sprawie ZAFI 121-122

Krajowe banki centralne gromadzą dane na potrzeby sprawozdawczości statystycznej, ale nie są one dostępne dla ESMA ani ERRS. 123-125

Wnioski i zalecenia 126-138

Załącznik

Załącznik – Gromadzenie danych dotyczących AFI i UCITS oraz wymiana informacji

Wykaz akronimów i skrótów

Glosariusz

Odpowiedzi Komisji i ESMA

Kalendarium

Zespół kontrolny

Streszczenie

I Fundusze inwestycyjne gromadzą kapitał i inwestują go poprzez portfel aktywów. Odgrywają ważną rolę w unii rynków kapitałowych – poprzez przyspieszanie wzrostu gospodarczego, tworzenie miejsc pracy i zwiększanie autonomii UE. Obywatele Unii posiadają bezpośrednie inwestycje w około jednej czwartej wszystkich funduszy w UE, ale mają również znaczną pośrednią ekspozycję na fundusze inwestycyjne poprzez ubezpieczenia na życie i umowy emerytalne. Celem UE jest stworzenie jednolitego konkurencyjnego rynku, zapewniającego obywatelom UE szerszy wybór mniej kosztownych, ale wiarygodnych produktów inwestycyjnych oraz gwarantującego stabilność finansową w całej UE.

II Fundusze inwestycyjne z siedzibą w UE posiadały w 2020 r. aktywa o wartości 18,8 bln euro, z czego prawie dwie trzecie stanowiły aktywa gospodarstw domowych, co podkreśla potrzebę skutecznej ochrony konsumentów. UE ustanowiła ramy regulacyjne dla funduszy inwestycyjnych, aby zapewnić stosowanie podobnych zasad na całym jednolitym rynku. Pomimo wysiłków na rzecz rozwoju jednolitego rynku, sektor funduszy inwestycyjnych nadal koncentruje się w kilku państwach członkowskich. Ramy prawne składają się głównie z dyrektyw, które wymagają od państw członkowskich wdrożenia przepisów krajowych, co prowadzi do znacznych różnic regulacyjnych. Zadaniem ESMA, agencji UE, jest zapewnienie skutecznego i spójnego nadzoru w całej UE oraz monitorowanie zagrożeń dla stabilności finansowej wraz z ERRS.

III Przeprowadzona przez Trybunał kontrola obejmuje okres od 2016 r. do lipca 2021 r., i w jej ramach zbadano, w jaki sposób UE ustanawia jednolity rynek dla funduszy inwestycyjnych. Trybunał ocenił, czy ramy regulacyjne są skuteczne, czy działania UE promują konwergencję praktyk nadzorczych wśród państw członkowskich oraz czy UE skutecznie ogranicza ryzyko dla inwestorów, rynków i stabilności finansowej. W trakcie kontroli wskazano uchybienia w podejściu ustawodawczym Komisji oraz działaniach ESMA w zakresie funduszy inwestycyjnych oraz sformułowano zalecenia dotyczące poprawy sytuacji. Tym samym przyczyni się to do zwiększenia skuteczności i efektywności nadzoru finansowego i ochrony inwestorów.

IV Trybunał stwierdza, że działania UE umożliwiły ustanowienie jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych, zwłaszcza dzięki systemowi paszportowemu, jednak rzeczywista działalność transgraniczna i korzyści dla inwestorów pozostają ograniczone. Ponadto występują uchybienia, jeżeli chodzi o spójność i skuteczność

nadzoru nad funduszami oraz ochronę inwestorów. Niewielkie zmiany ram prawnych nie wystarczą do ustanowienia prawdziwego jednolitego rynku.

V ESMA dążyła do promowania konwergencji praktyk nadzorczych, co zaowocowało nieznaczną poprawą jakości nadzoru i mniejszą liczbą rozbieżności. ESMA nie może jednak zmierzyć tego postępu i ma ograniczoną wiedzę na temat tego, czy w państwach członkowskich prowadzony jest nadzór na równoważnym poziomie. Niemniej prace ESMA ujawniły uchybienia w nadzorze krajowym i pewne rozbieżne praktyki. W dążeniu do osiągnięcia spójności nadzoru, ESMA opiera się na dobrej woli krajowych organów nadzoru i gotowości własnej Rady Organów Nadzoru. Trybunał ustalił, że i organy krajowe, i Rada Organów Nadzoru preferowały miękkie narzędzia konwergencji, których skuteczność nie została jeszcze wykazana. W wielu przypadkach narzędzia te nie pozwoliły wprowadzić skutecznych i spójnych praktyk nadzorczych.

VI Działania UE zwiększają ochronę inwestorów. Na przykład poprawiają przejrzystość dla inwestorów, w szczególności w zakresie ryzyka inwestycyjnego, wyników i kosztów. Inwestorzy nadal nie są jednak wystarczająco chronieni przed nadmiernymi kosztami lub stroniczymi poradami udzielanymi przez pośredników finansowych. Może to powodować, że poniosą wyższe koszty lub zakupią nieoptymalne produkty.

VII ESMA i ERRS monitorują ryzyko systemowe i przedkładają sprawozdania na jego temat. Dotychczas nie przeprowadzono spisu praktyk monitorowania ryzyka systemowego stosowanych w państwach członkowskich. ESMA nie przeprowadziła wymaganych nadzorczych testów warunków skrajnych, ale dokonała symulacji warunków skrajnych na podstawie danych rynkowych. Skuteczne monitorowanie ryzyka systemowego i ryzyka dla inwestorów zależy od dostępności odpowiednich danych. Nie istnieje jednak zharmonizowany system sprawozdawczości dla UCITS, a sprawozdawczość dotycząca AFI nie jest wystarczająco szczegółowa. Dotychczas ESMA i ERRS nie zbadały w pełni możliwości wykorzystania istniejących danych gromadzonych przez banki centralne, polegały natomiast na mniej wiarygodnych danych pochodzących od dostawców komercyjnych.

VIII Trybunał zaleca, by Komisja:

- oceniła przydatność istniejących ram do osiągnięcia pożądaných celów;
- wzięła pod uwagę przedstawienie propozycji zmian w strukturze zarządzania ESMA;
- usprawniła sposób gromadzenia danych i uaktualniła systemy sprawozdawczości.

IX Trybunał zaleca, by ESMA:

- o zwiększyła skuteczność swoich działań na rzecz konwergencji;
- o ulepszyła – we współpracy z ERRS – identyfikację ryzyka systemowego.

X Trybunał zaleca, aby Komisja i ESMA:

- o lepiej chroniły inwestorów przed nadmiernymi kosztami i wprowadzającymi w błąd informacjami.

Wstęp

Rynek funduszy inwestycyjnych w Europie

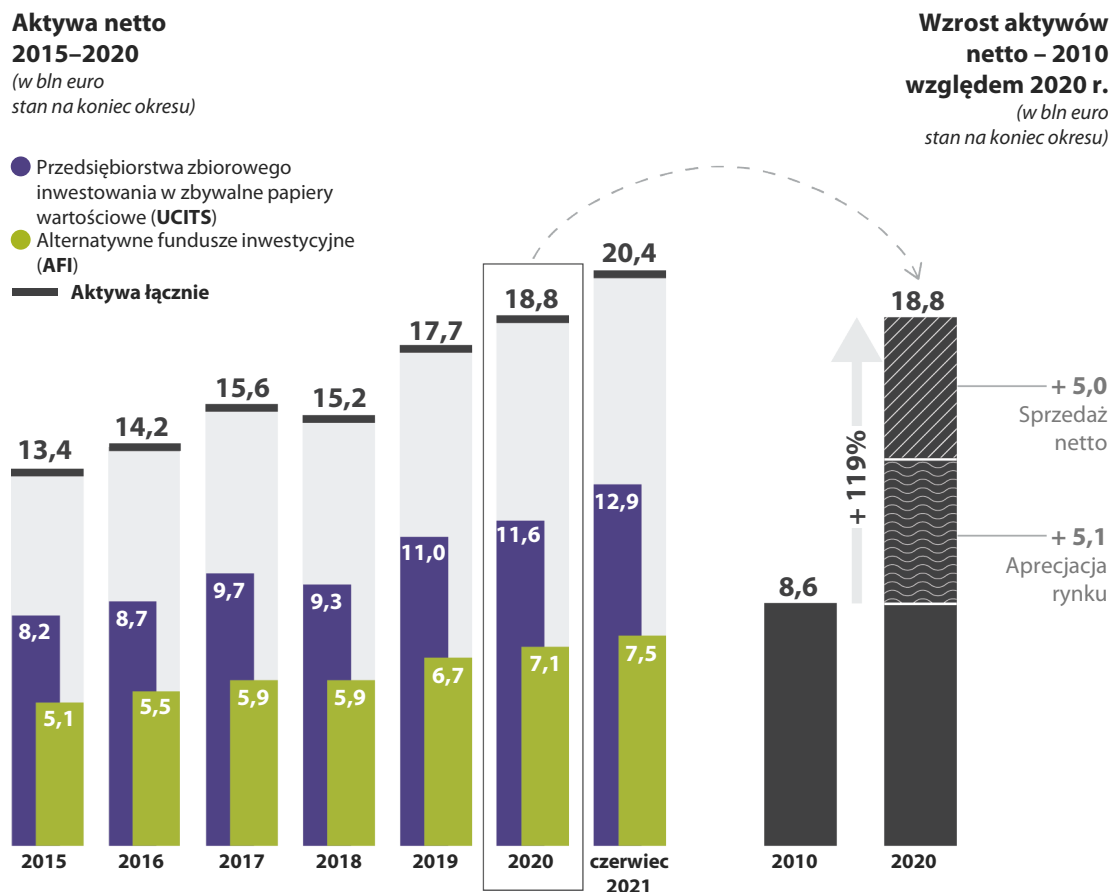
01 Fundusze inwestycyjne gromadzą kapitał inwestorów i inwestują go zbiorczo poprzez portfel aktywów, takich jak akcje, obligacje i nieruchomości, zgodnie z określoną polityką inwestycyjną i zasadą rozłożenia ryzyka. Odgrywają one ważną rolę w unii rynków kapitałowych, unijnej inicjatywie zmierzającej do zapewnienia przepływu inwestycji w całej UE, a tym samym przyspieszenia wzrostu gospodarczego, tworzenia miejsc pracy i poprawy autonomii UE. Celem jest stworzenie jednolitego konkurencyjnego rynku i zapewnienie inwestorom szerszego wyboru mniej kosztownych, ale niezawodnych produktów.

02 Na koniec 2020 r. wartość aktywów netto (NAV) 64 000 funduszy inwestycyjnych z siedzibą w UE wynosiła 18,8 bln euro, co czyni UE drugim co do wielkości, po USA, rynkiem funduszy inwestycyjnych na świecie pod względem zarządzanych aktywów. Ponad 60% tej kwoty (11,6 bln euro) zostało zainwestowane w przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS), przeznaczone głównie dla inwestorów detalicznych. Alternatywne fundusze inwestycyjne (AFI), których wartość aktywów netto wynosi 7,1 bln euro, obejmują wszystkie fundusze inne niż UCITS (tj. fundusze inwestycyjne inwestujące w nieruchomości, fundusze private equity, niektóre fundusze rynku pieniężnego, fundusze hedgingowe i inne). Ten typ funduszu jest skierowany głównie do profesjonalnych inwestorów.

03 Europejskie fundusze inwestycyjne w ostatnich latach systematycznie się rozwijają. W latach 2011–2020 wartość ich aktywów netto wzrosła o 119% (tj. o ponad 10 bln euro), a w każdym roku odnotowywano napływy netto, ponieważ wartość nowych zakupów stale przewyższała wartość umorzeń. Około połowę tego wzrostu można wytłumaczyć sprzedażą netto funduszy inwestycyjnych, a drugą połowę – aprecjacją rynku (zob. [rys. 1](#)). Od czasu przyjęcia dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywa w sprawie ZAFI)¹ w 2011 r. wartość aktywów netto AFI w UE rosła w szybszym tempie niż wartość aktywów netto UCITS, zwiększając swój udział w rynku z 27% funduszy UE na koniec 2010 r. do 38% dziesięć lat później.

¹ Dyrektywa 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi.

Rys. 1 – Aktywa netto europejskich funduszy inwestycyjnych w podziale na rodzaje funduszy (2015–2020) oraz dynamika ich aktywów netto (2009–2020)



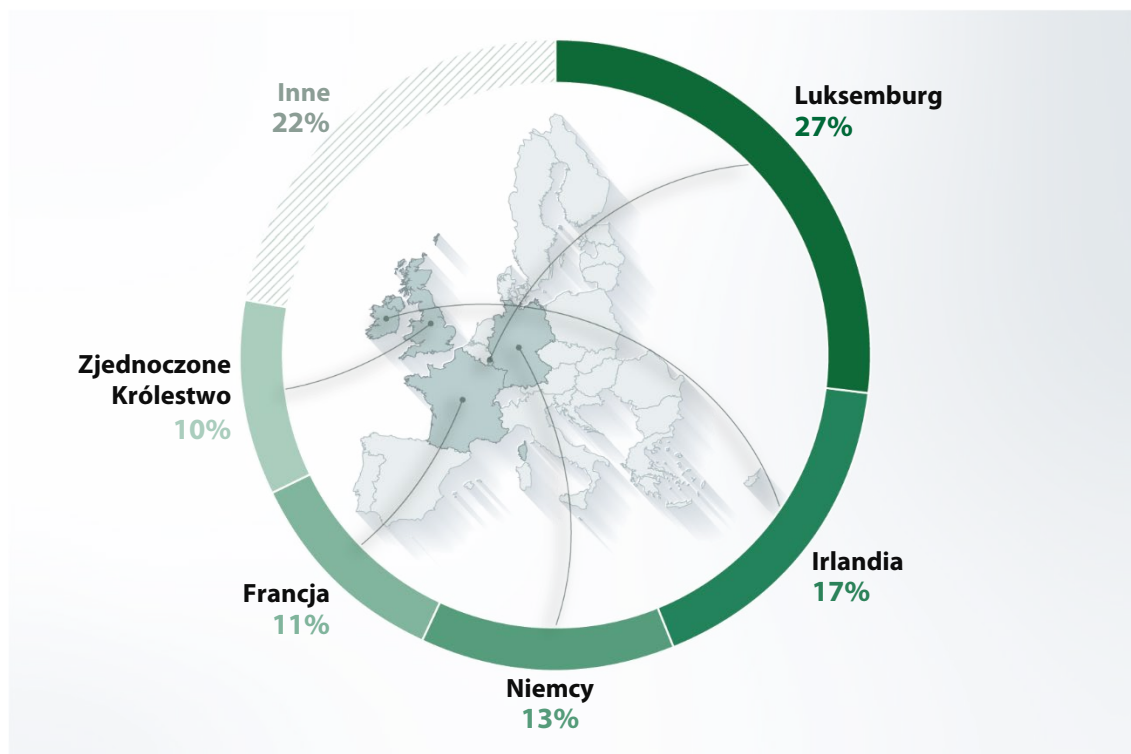
Źródło: EFAMA Fact Book 2020, s. 8.

04 Chociaż wielkość funduszy z siedzibą w UE wzrosła, są one nadal znacznie mniejsze niż ich odpowiedniki w USA. Ponadto większość największych na świecie podmiotów zarządzających aktywami nadal ma siedzibę w USA. Tylko dwóch z 20 największych na świecie zarządzających aktywami ma siedzibę w UE.

05 Zdecydowana większość europejskich funduszy inwestycyjnych ma siedziby w zaledwie kilku krajach. W 2020 r. prawie 80% wszystkich zarządzanych aktywów netto było zarządzanych przez fundusze w Luksemburgu (4,70 bln euro), Irlandii (3,08 bln euro), Niemczech (2,39 bln euro), we Francji (1,97 bln euro) i w Zjednoczonym Królestwie (1,75 bln euro) (zob. [rys. 2](#)). Jeżeli chodzi o UCITS, ponad połowa wszystkich funduszy zarządzających aktywami netto ma siedzibę w Luksemburgu lub Irlandii. 70% wszystkich zarządzanych aktywów w UE było w posiadaniu funduszy, które uzyskały zezwolenie lub zostały zarejestrowane do celów

dystribucji wyłącznie w jednym państwie członkowskim. 37% UCITS i 3% AFI jest zarejestrowanych do celów dystrybucji w więcej niż trzech państwach członkowskich.

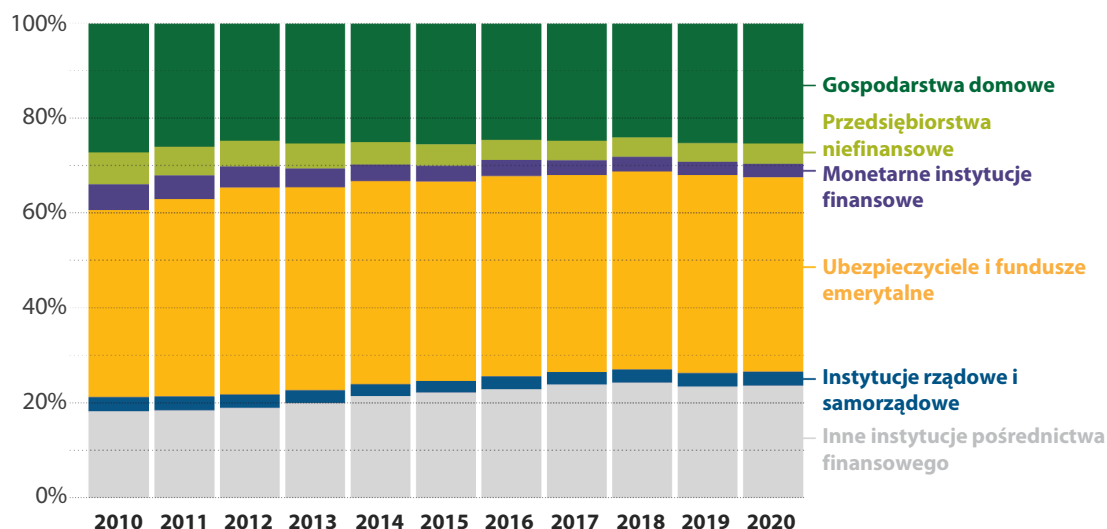
Rys. 2 – Podział aktywów netto według miejsca siedziby w 2019 r. w UE



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych EFAMA.

06 W rękach inwestorów instytucjonalnych znajduje się prawie dwie trzecie wartości aktywów netto funduszy inwestycyjnych. Gospodarstwa domowe posiadają inwestycje bezpośrednio w około jednej czwartej wszystkich funduszy (patrz [rys. 3](#)), ale mają również znaczną ekspozycję pośrednią na fundusze inwestycyjne poprzez ubezpieczenia na życie i umowy emerytalne.

Rys. 3 – Własność funduszy inwestycyjnych według sektorów (udział procentowy)



Źródło: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Pomimo niemal zerowych stóp procentowych europejskie gospodarstwa domowe nadal trzymają dużą część (37% na koniec 2020 r.) swoich aktywów finansowych w depozytach. Jest to ponad dwukrotnie więcej niż w USA (16%). Fundusze inwestycyjne zwiększyły swój udział z 8,3% w 2011 r. do 12,1% w 2017 r.

Ramy regulacyjne

08 Głównymi aktami prawnymi są dyrektywa w sprawie przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (dyrektywa UCITS)² oraz dyrektywa w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywa w sprawie ZAFI). Dyrektywy te różnią się pod względem zakresu i treści. Dyrektywa w sprawie UCITS jest rozporządzeniem dotyczącym konkretnego produktu, natomiast dyrektywa w sprawie ZAFI koncentruje się na wymogach dotyczących zarządzających. Obie dyrektywy są dyrektywami o minimalnej harmonizacji, które umożliwiają ustawodawcom krajowym ustanawianie bardziej rygorystycznych przepisów niż minimalne normy określone w prawie Unii. W dyrektywie w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID II) określono zasady prowadzenia działalności

² Dyrektywa 2009/65/WE z dnia 13 lipca 2009 r. w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych odnoszących się do przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) (wersja przekształcona).

gospodarczej oraz wymogi organizacyjne dla firm inwestycyjnych, czyli instytucji, które sprzedają fundusze klientom detalicznym.

09 Pierwotna dyrektywa w sprawie UCITS była kilkakrotnie zmieniana, a 25 listopada 2021 r. Komisja zaproponowała kolejną zmianę w kontekście przeglądu dyrektywy w sprawie ZAFI. W 2019 r. wprowadzono zmiany do ram prawnych dotyczących UCITS i ZAFI w celu usunięcia barier regulacyjnych dla transgranicznej dystrybucji funduszy inwestycyjnych (pakiet transgraniczny). Ponadto prawo Unii obejmuje szczególne rodzaje funduszy, np. fundusze rynku pieniężnego (FRP).

10 Jednym z kluczowych celów dyrektyw w sprawie UCITS i ZAFI jest ułatwienie transgranicznej działalności zarządzających funduszami i funduszy inwestycyjnych. W dyrektywach tych wprowadzono paszporty zarządzania i marketingu dla funduszy i zarządzających funduszami z siedzibą w UE:

- o **Paszport zarządzania** umożliwia spółce zarządzającej UCITS lub zarządzającemu AFI (ZAFI), którzy uzyskali zezwolenie w jednym z państw członkowskich, prowadzenie działalności w innych państwach członkowskich, w ramach swobody świadczenia usług lub poprzez założenie oddziału. Chociaż taka działalność transgraniczna podlega procedurze notyfikacyjnej przez właściwe organy krajowe w zaangażowanych państwach członkowskich, zarządzający funduszem nie musi przechodzić dalszej procedury udzielania zezwolenia.
- o **Paszport umożliwiający wprowadzanie funduszy do obrotu** pozwala na transgraniczne wprowadzanie do obrotu UCITS lub AFI – które uzyskały zezwolenie właściwego organu krajowego w jednym państwie członkowskim – w innych państwach członkowskich UE bez konieczności uzyskania zezwolenia właściwych organów krajowych w przyjmującym państwie członkowskim. Paszport na potrzeby wprowadzania do obrotu UCITS pozwala na wprowadzanie UCITS do obrotu wśród inwestorów detalicznych i instytucjonalnych, natomiast paszport dotyczący obrotu AFI jest objęty ograniczeniem wprowadzania do obrotu wyłącznie wśród inwestorów branżowych. Podobnie jak w przypadku paszportu na potrzeby zarządzania, zezwolenie zastępuje się procedurą powiadamiania między właściwymi organami krajowymi w różnych państwach członkowskich.

Obowiązki UE i państw członkowskich

11 W skład europejskiego systemu nadzoru nad funduszami wchodzi wiele europejskich i krajowych zainteresowanych stron. Organy UE są odpowiedzialne za

podstawowe prace ustawodawcze i koordynacyjne, natomiast każde państwo członkowskie odpowiada za transpozycję prawa Unii i nadzór nad funduszami inwestycyjnymi na swoim terytorium:

- Komisja Europejska, a w szczególności jej Dyrekcja Generalna ds. Stabilności Finansowej, Usług Finansowych i Unii Rynków Kapitałowych (DG FISMA), jest odpowiedzialna za inicjatywy polityczne dotyczące sektora finansowego, w tym za przedstawianie wniosków dotyczących dyrektyw i rozporządzeń.
- Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) jest niezależną agencją UE odpowiedzialną za ochronę inwestorów oraz promowanie stabilnych i uporządkowanych rynków finansowych. Do obowiązków ESMA należy konwergencja praktyk nadzorczych oraz identyfikacja zagrożeń dla stabilności finansowej i inwestorów, które są porównywalne z obowiązkami innych Europejskich Urzędów Nadzoru, z którymi dzieli ona struktury korporacyjne i powiązane wyzwania.
- Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego (ERRS) jest odpowiedzialna za nadzór makroostrożnościowy nad systemem finansowym UE. Ściśle współpracuje z ESMA i innymi organami nadzoru.
- Odpowiedzialność za nadzór nad funduszami i zarządzającymi funduszami spoczywa na właściwych organach krajowych na podstawie przepisów krajowych, które muszą być zgodne z minimalnymi standardami określonymi w prawie Unii lub w bezpośrednio stosowanym prawie Unii. Właściwe organy krajowe są członkami z prawem głosu w Radzie Organów Nadzoru ESMA i uczestniczą w pracach ERRS.

Zakres kontroli i podejście kontrolne

12 Trybunał przeprowadził niniejszą kontrolę w odpowiedzi na duże zainteresowanie opinii publicznej funduszami inwestycyjnymi, które są szczególnie ważne dla UE w kontekście rozwoju unii rynków kapitałowych. Fundusze te są podatne na zagrożenia dla inwestorów i dla stabilności finansowej. Przeprowadzona przez Trybunał kontrola obejmuje okres od 2016 r. do lipca 2021 r.

13 W ramach kontroli Trybunał zbadał, czy UE stworzyła prawdziwy jednolity rynek funduszy inwestycyjnych, który zapewnia ochronę inwestorów i stabilność finansową. Zajął się również następującymi pytaniami cząstkowymi:

- Czy działania UE doprowadziły do powstania odpowiednich ram regulacyjnych, które umożliwiły ustanowienie prawdziwego jednolitego rynku dla funduszy inwestycyjnych?
- Czy działania UE sprzyjały konwergencji praktyk nadzorczych?
- Czy działania UE skutecznie chronią inwestorów?
- Czy w swoich działaniach UE skutecznie ocenia i ogranicza zagrożenia dla stabilności finansowej?
- Czy organy UE dysponują wiarygodnymi danymi umożliwiającymi identyfikację zagrożeń dla stabilności finansowej i inwestorów?

14 Przyjęte przez Trybunał kryteria kontroli opierają się na międzynarodowych standardach ustanowionych przez IOSCO oraz na prawie UE (w szczególności na dyrektywach w sprawie UCITS i ZAFI, rozporządzeniu w sprawie FRP oraz na rozporządzeniu ESMA). W niektórych przypadkach Trybunał porównuje rynek UE do rynku Stanów Zjednoczonych, najbardziej rozwiniętego rynku kapitałowego.

15 W kontroli Trybunał skupił się na działaniach podjętych przez trzy jednostki kontrolowane: Komisję, ESMA oraz ERRS. Trybunał przeprowadził wywiady z pracownikami tych instytucji oraz przeanalizował stosowną dokumentację. W celu uzyskania dodatkowych informacji Trybunał przeprowadził wywiady z przedstawicielami pięciu właściwych organów krajowych, kilku krajowych stowarzyszeń zarządzania aktywami oraz trzech organizacji konsumenckich. Kontrolerzy Trybunału spotkali się również z przedstawicielami EUNB i EIOPA. Aby uzupełnić powyższe informacje, Trybunał przeprowadził elektroniczną ankietę wśród właściwych organów krajowych, ministerstw finansów oraz towarzystw funduszy

inwestycyjnych we wszystkich 27 krajach członkowskich w celu uzyskania opinii tych kluczowych zainteresowanych stron. Trybunał nie przeprowadził bezpośredniej kontroli właściwych organów krajowych, lecz zbadał ich rolę jako członków ESMA.

Uwagi

Cele prawodawców UE zostały osiągnięte jedynie w ograniczonym zakresie

Unijni prawodawcy wyznaczają ambitne cele dla jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych

16 Komisja i unijni współprawodawcy wyznaczyli ambitne cele dotyczące jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych. W 1985 r. przyjęto pierwszą dyrektywę w sprawie UCITS w celu stworzenia warunków umożliwiających funduszom i zarządzającym funduszami z siedzibą w jednym państwie członkowskim wprowadzanie do obrotu swoich funduszy w całej UE bez nadzoru w innych państwach członkowskich. Celem współprawodawców było:

- o ułatwienie wprowadzania do obrotu funduszy w innych państwach członkowskich;
- o zapewnienie skuteczniejszej i bardziej jednolitej ochrony inwestorów;
- o dostosowanie warunków konkurencji.

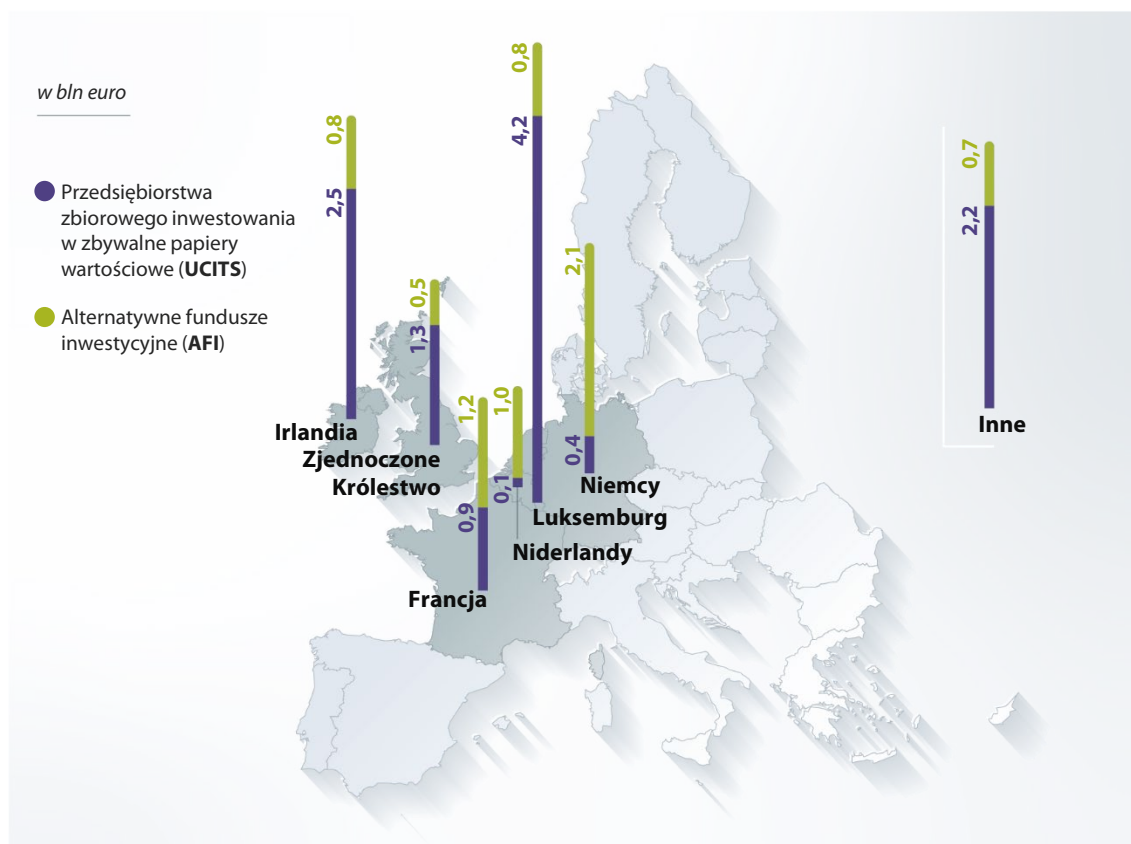
17 Oczekiwano, że bardziej zintegrowany rynek funduszy inwestycyjnych zaoferuje inwestorom w UE większy wybór, a także stworzy nowe możliwości biznesowe dla sektora funduszy. Znaczenie tych ogólnych zasad oraz konieczność zapewnienia równych warunków działania przypomniano w chwili przyjęcia dyrektywy w sprawie ZAFI w 2013 r.³

System paszportowy nie doprowadził do stworzenia prawdziwego jednolitego rynku

18 System paszportowy doprowadził do koncentracji siedzib funduszy. W ramach działań UE ustanowiono paszporty na potrzeby wprowadzania do obrotu i zarządzania dla funduszy (zob. pkt 10). Niemniej europejski rynek funduszy pozostaje rozdrobniony, a większość funduszy ma siedzibę w kilku krajach (zob. [rys. 4](#)).

³ Dyrektywa 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, motyw.

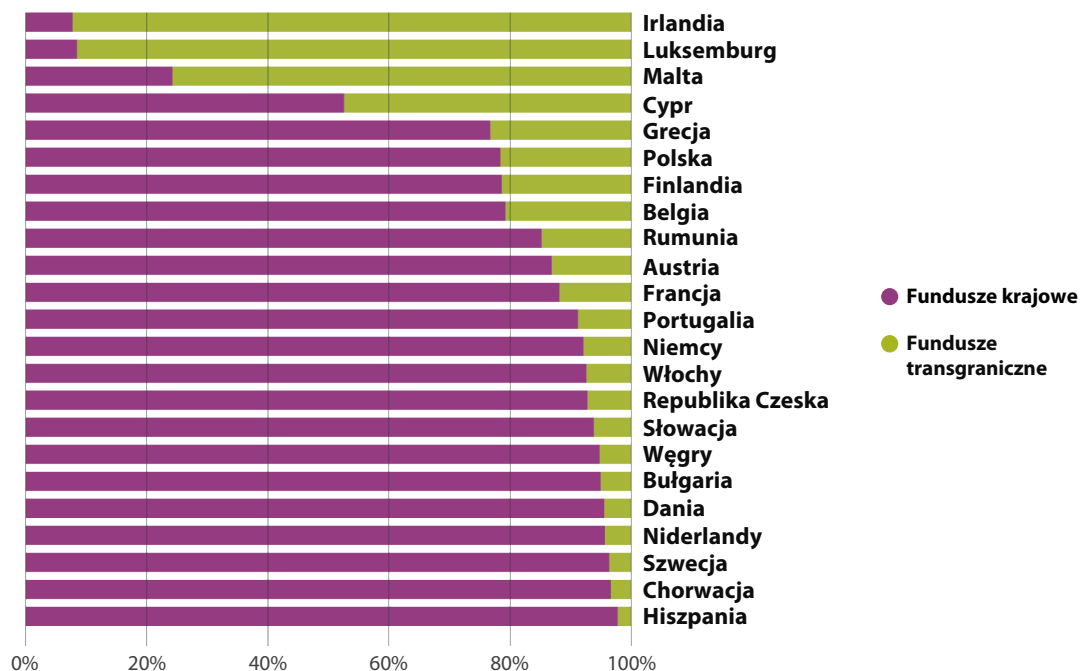
**Rys. 4 – Wartość aktywów netto UCITS i AFI według państwa siedziby
(w bilionach euro)**



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie danych liczbowych EFAMA.

19 W większości państw członkowskich fundusze są dystrybuowane głównie na rynku krajowym. Fundusze mające siedziby w kilku krajach są – przeciwnie – w przeważającej mierze sprzedawane za granicą (zob. [rys. 5](#)). Według Europejskiego Stowarzyszenia Zarządzania Funduszami i Aktywami (EFAMA), fundusze lokalne stanowią 67% własności funduszy w Europie, w porównaniu z 73% dziesięć lat temu.

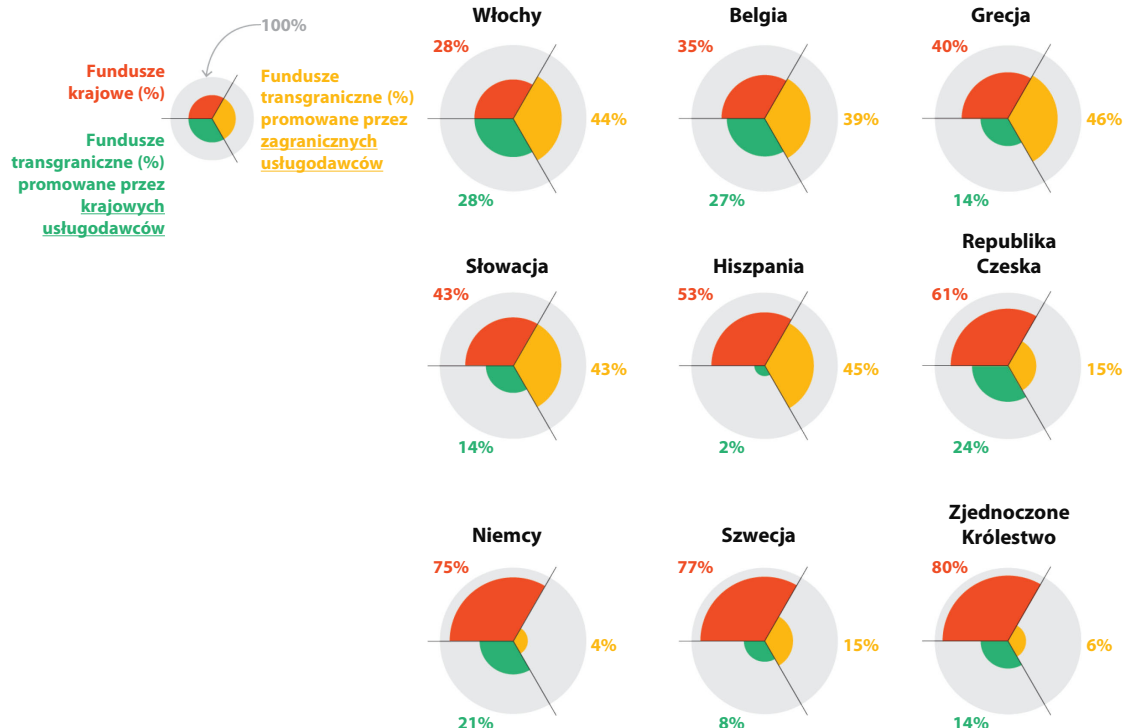
Rys. 5 – Fundusze krajowe a fundusze transgraniczne



Źródło: EFAMA, Factbook 2021, wykres 3.16, s. 50.

20 W kilku państwach członkowskich większość funduszy transgranicznych jest sprzedawana przez krajowe podmioty zarządzające aktywami, a nie przez zagraniczne podmioty zarządzające aktywami. Struktura własności funduszy inwestycyjnych, w tym funduszy transgranicznych promowanych przez krajowych usługodawców, została przedstawiona na [rys. 6](#).

Rys. 6 – Własność funduszy i „prawdziwe” fundusze transgraniczne



Źródło: EFAMA Fact Book 2021, s. 45.

21 Komisja nazywa to zjawisko „funduszami sztucznego obrotu” czyli kategorią funduszy, których nie uważa za „prawdziwe” fundusze transgraniczne. Według ESMA fundusze są często zgłaszane do transgranicznego obrotu, ale niekoniecznie wprowadzane do obrotu. Zatem zakres rzeczywistego wprowadzania do obrotu transgranicznego jest bardziej ograniczony, niż wynikałoby to z danych liczbowych. W ocenie skutków towarzyszącej wnioskowi w sprawie pakietu transgranicznego w 2018 r. Komisja stwierdziła, że fundusze sztucznego obrotu nie przyczyniają się do rzeczywistego pogłębienia jednolitego rynku ani poszerzenia wyboru dla inwestorów, i za lepszy wskaźnik działalności transgranicznej uznała przypadki, w których fundusz jest wprowadzany do obrotu w co najmniej jednym państwie członkowskim poza rynkiem macierzystym jego zarządzającego i miejsca siedziby⁴.

22 Na podstawie przeprowadzonej przez Komisję oceny skutków, która towarzyszyła pakietowi transgranicznemu⁵, współprawodawcy uznali rozbieżne podejścia w zakresie regulacji i nadzoru za przyczynę fragmentacji rynków funduszy w UE. Zauważyli również, że bariery w transgranicznym wprowadzaniu do obrotu uniemożliwiały

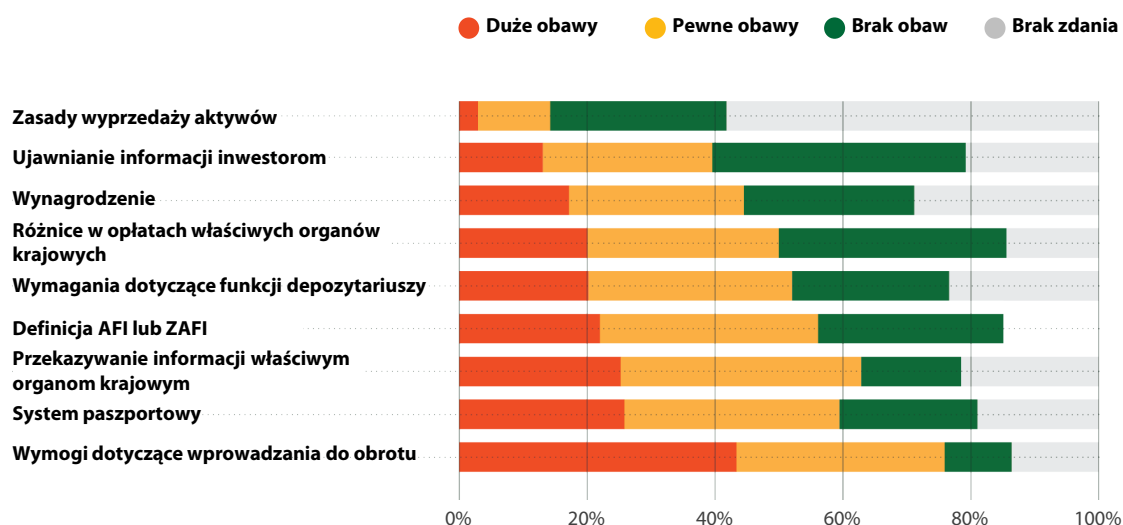
⁴ SWD/2018/054 final, 12.3.2018, s. 12.

⁵ SWD/2018/054 final, 12.3.2018, s. 7 i 14.

wprowadzanie funduszy do obrotu w innych państwach członkowskich⁶. W związku z tym w pakiecie legislacyjnym skupiono się na rozwiązaniu problemu rozbieżnych wymogów krajowych i praktyk regulacyjnych dotyczących stosowania paszportów UE, w tym wymogów dotyczących wprowadzania do obrotu, opłat regulacyjnych oraz wymogów administracyjnych i dotyczących powiadamiania.

23 Mimo istnienia rozbieżnych podejść Trybunał ustalił, że Komisja nie wykazała, iż wynikające z tego bariery utrudniające wejście na rynek są rzeczywiście główną przyczyną fragmentacji rynku i małej liczby prawdziwych funduszy transgranicznych. Trybunał zwraca uwagę, że w sprawozdaniu z 2018 r. dotyczącym funkcjonowania dyrektywy w sprawie ZAFI prawie połowa ankietowanych uczestników stwierdziła, że dyrektywa w sprawie ZAFI nie jest stosowana konsekwentnie w całej UE. Problem nie leży zatem w prawodawstwie, ale w jego niespójnym stosowaniu w państwach członkowskich. Niespójność ta jednak nie była głównym problemem dla większości podmiotów objętych sprawozdaniem (zob. [rys. 7](#)).

Rys. 7 – Obawy dotyczące niespójnego stosowania dyrektywy w sprawie ZAFI



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

24 W dyrektywach, które są instrumentem ustawodawczym stosowanym przez współprawodawców, ustanawiane są minimalne normy. Odpowiednie dyrektywy UE

⁶ Rozporządzenie Parlamentu (UE) 2019/1156 z dnia 20 czerwca 2019 r. w sprawie ułatwienia transgranicznej dystrybucji przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania, motyw 1.

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

wyrażnie stanowią, że co do zasady macierzyste państwo członkowskie może ustanowić przepisy surowsze niż te określone w dyrektywie⁸. W sprawozdaniu grupy de Larosière’a podkreślono, że dyrektywy nie zapewniają niezbędnego poziomu harmonizacji i zalecono unikanie w przyszłości przepisów, które dopuszczają niespójną transpozycję i stosowanie⁹. Połowa właściwych organów krajowych, które odpowiedziały na ankietę Trybunału, stwierdziła, że zgodnie z przepisami obowiązującymi w ich państwach członkowskich rzeczywiście nałożono bardziej rygorystyczne zasady. Trybunał zwraca uwagę, że jednolite zasady w formie rozporządzeń mogą być bardziej odpowiednie do stworzenia równych warunków działania w całej UE.

25 Ponadto Trybunał zauważa, że dyrektywy wywołały zjawisko równania w dół. Praktyka „nadmiernie rygorystycznego wdrażania” (tj. ustanawiania bardziej rygorystycznych standardów) i dyskusje, jakie Trybunał przeprowadził z zainteresowanymi stronami wskazują, że kraje, które po prostu transponują minimalne wymogi określone w dyrektywach, mają przewagę konkurencyjną jako kraje siedziby nad krajami, w których obowiązują wyższe standardy. W połączeniu z korzystnym systemem podatkowym i możliwością przenoszenia zysków, dla sektora funduszy stwarza to silne bodźce do praktykowania „turystyki sądowej”, co prowadzi do zakłóceń konkurencji.

Oddziaływanie inicjatyw ustawodawczych jest ograniczone

26 Trybunał ustalił, że w swojej analizie Komisja przyznaje, że oddziaływanie przedstawianych przez nią wniosków ustawodawczych jest ograniczone. Komisja określiła istotne czynniki napędzające, takie jak opodatkowanie, popyt lokalny i sieć dystrybucji, które mają wpływ na to, gdzie zarządzający aktywami decydują się dystrybuować swoje fundusze inwestycyjne, ale których nie można uwzględnić w prawie Unii.

27 Ponadto Trybunał zauważa, że głównym problemem wskazanym przez samą Komisję nie są ramy prawne *per se*, ale fakt, że kraje przyjmujące stwarzają bariery utrudniające wejście na rynek. Komisja dysponuje narzędziami, za pomocą których można zająć się przypadkami tworzenia barier utrudniających wejście na rynek przez

⁸ Dyrektywa UCITS, motyw 15; dyrektywa w sprawie ZAFI, motyw 17.

⁹ Grupa wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE, 25 lutego 2009 r., motywy 100–109 i zalecenie nr 10.

państwa członkowskie lub potencjalnego naruszenia prawa Unii przez właściwe organy krajowe. Stojąc na straży traktatów, Komisja jest uprawniona do wszczynania postępowań w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego lub do występowania do ESMA z wnioskiem o wszczęcie postępowania w sprawie naruszenia prawa Unii. Komisja stwierdziła jednak, że problem pozostałych barier można najefektywniej rozwiązać (w drodze prawodawstwa) na szczeblu UE¹⁰.

28 Oceny skutków, takie jak w przypadku pakietu transgranicznego, często obejmują ocenę *ex-post* przepisów, na które dana inicjatywa miała wpływ. Przegląd dyrektywy UCITS, który początkowo miał zostać przeprowadzony do września 2017 r., jednak się opóźnił.

29 Komisja nigdy nie przeprowadziła kompleksowej kontroli adekwatności kompletnych ram prawnych regulujących funkcjonowanie funduszy inwestycyjnych. W najbliższej przyszłości nie planuje się takiej kontroli. Jedyną kontrolą adekwatności częściowo obejmującą fundusze inwestycyjne była kontrola adekwatności unijnych wymogów nadzorczych przeprowadzona przez Komisję w latach 2017–2019¹¹.

30 Komisja opracowuje wieloletnie plany strategiczne i roczne plany zarządzania oraz składa sprawozdania z realizacji swoich celów. Trybunał wykrył wady w stosowanej przez Komisję metodzie pomiaru wyników. Na przykład głównym wskaźnikiem wyników dla UCITS w planie strategicznym na lata 2016–2020 był udział transgranicznych funduszy UCITS w całkowitej liczbie funduszy sprzedawanych w UE. Trybunał zwraca uwagę, że następnie Komisja obniżyła pułap w zakresie ustalania, co stanowi fundusz transgraniczny, z funduszy sprzedawanych w co najmniej pięciu państwach członkowskich do sprzedawanych w trzech państwach.

31 Plan strategiczny na lata 2020–2024 zawiera głównie szczegółowe cele horyzontalne i związane z nimi wskaźniki rezultatu. Trybunał ustalił, że większość celów pośrednich i końcowych wyznaczonych dla wskaźników rezultatu w planie strategicznym na lata 2020–2024 nie jest sprecyzowana. Wskaźniki muszą być odpowiednie, akceptowane, wiarygodne, łatwe do monitorowania i miarodajne, a przy tym oparte na ramach kontroli wewnętrznej Komisji. W planie używa się terminów takich jak „wzrost”, „pozytywna tendencja” i „spadek”, ale bez określenia, jak duży wzrost lub spadek można uznać za zadowalający. Ponadto wartości docelowe dla

¹⁰ SWD/2018/054 final, 12.3.2018, s. 14.

¹¹ Komisja Europejska, [Kontrola adekwatności unijnych wymogów w zakresie nadzoru](#), SWD (2019) 402 i 403.

niektórych wskaźników rezultatu są mało ambitne. Na przykład obniżenie kosztów dla inwestorów detalicznych nastąpiło już przy ustalaniu celu.

Transpozycja nie zawsze przebiegała terminowo

32 Komisja sprawdza terminowość, kompletność i zgodność transpozycji dyrektyw przez państwa członkowskie. Spóźniona lub nieprawidłowa transpozycja może uniemożliwić stworzenie równych warunków działania i utrudnić właściwe funkcjonowanie jednolitego rynku, a Komisja ma wszczynać postępowania w sprawie naruszenia przepisów, aby nakłonić państwa członkowskie do działania, jeżeli spóźniają się one z przyjęciem wymaganych środków.

33 W przypadku dyrektywy w sprawie UCITS i dyrektywy w sprawie ZAFI jedynie 12 państw członkowskich powiadomiło o transpozycji w wyznaczonych terminach. Ponadto musiało upłynąć kolejnych osiem lat, zanim Komisja uznała transpozycję dyrektywy w sprawie ZAFI za zakończoną.

ESMA zintensyfikowała wysiłki na rzecz wspierania konwergencji praktyk nadzorczych i promowania skutecznego nadzoru, ale postępy są ograniczone

34 Jak opisano powyżej (zob. pkt **08**), właściwe organy krajowe nadzorują fundusze inwestycyjne i zarządzających nimi, jak również przedsiębiorstwa inwestycyjne i innych pośredników finansowych, na podstawie zharmonizowanych przepisów krajowych, ale nie w oparciu o jednolite standardy. Dlatego też wymogi prawne i praktyki regulacyjne mogą nadal różnić się w poszczególnych państwach członkowskich.

35 W tym kontekście prawodawcy UE powierzyli ESMA następujące zadania:

- przyczynianie się do zapewnienia spójnego, wydajnego i skutecznego stosowania obowiązującego prawa Unii;
- wspieranie konwergencji praktyk nadzorczych w celu dalszego wzmocnienia spójności wyników w zakresie nadzoru w poszczególnych właściwych organach krajowych w celu stworzenia wspólnej kultury nadzoru¹².

¹² Rozporządzenie ESMA, art. 1.

36 Konwergencja praktyk nadzorczych nie oznacza uniwersalnego podejścia, lecz spójne i skuteczne wprowadzanie w życie i stosowanie tych samych przepisów oraz wystarczająco podobne podejścia w przypadku podobnych rodzajów ryzyka. Ogólnym celem jest dążenie do osiągnięcia porównywalnych wyników w zakresie regulacji i nadzoru. Nie oznacza to jednak, że wystarczy osiągnąć porównywalne wyniki, niezależnie od zastosowanego podejścia nadzorczego.

37 W sprawozdaniu grupy de Larosière’a podkreślono znaczenie konwergencji dla rynków finansowych UE¹³. W 2014 r. MFW, Komisja i Parlament opublikowały sprawozdania na temat funkcjonowania Europejskiego Systemu Nadzoru Finansowego. Uznały one wkład ESMA w ustanowienie jednolitego zbioru przepisów, ale zasugerowały, by położyć większy nacisk na konwergencję praktyk nadzorczych¹⁴.

38 Komisja podkreśliła również, że skuteczniejszy i spójniejszy nadzór ma zasadnicze znaczenie dla wyeliminowania możliwości arbitrażu regulacyjnego oraz że ESMA odgrywa kluczową rolę we wspieraniu integracji rynku kapitałowego¹⁵. Stwierdzenie to zostało powtórzone w kontekście zmian rozporządzeń w sprawie Europejskich Urzędów Nadzoru z 2019 r. Unijni prawodawcy podkreślili, że „[w] celu sfinalizowania prac nad unią rynków kapitałowych szczególnie pilne jest poczynienie dalszych postępów w zakresie konwergencji praktyk nadzorczych”¹⁶.

ESMA dysponuje narzędziami wspierania konwergencji praktyk nadzorczych

39 Aby wspierać konwergencję, ESMA ma do dyspozycji wiele narzędzi, które można pogrupować w trzy kategorie: narzędzia przygotowawcze, wdrożeniowe i narzędzia oceny/zaradcze. Ich przegląd przedstawiono na [rys. 8](#). ESMA stworzyła dalsze narzędzia, takie jak omawianie przypadków i wspólne działania nadzorcze.

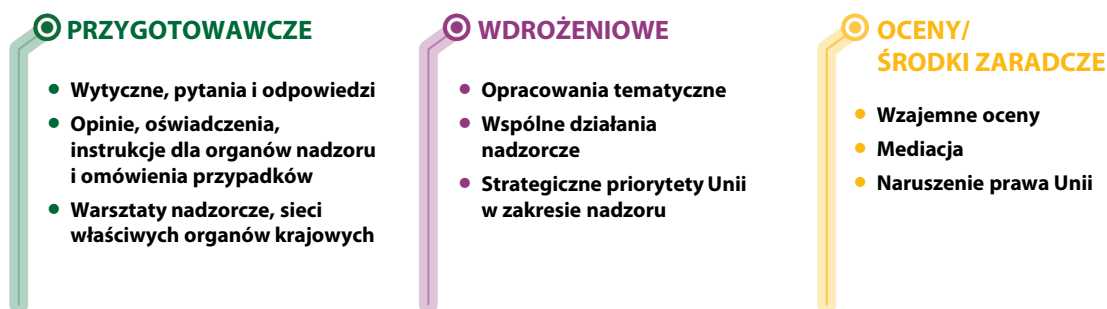
¹³ Grupa wysokiego szczebla ds. nadzoru finansowego w UE, 25 lutego 2009 r.

¹⁴ Dokument „ESMA Strategic Orientation 2016–2020”, ESMA/2015/935, s. 3.

¹⁵ COM(2017)292 final z 8.6.2017, pkt 4.1.

¹⁶ Rozporządzenie (UE) 2019/2175 z dnia 18 grudnia 2019 r., motyw 7.

Rys. 8 – Przegląd narzędzi służących konwergencji praktyk nadzorczych stosowanych przez ESMA



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy na podstawie rozporządzenia ESMA.

ESMA zintensyfikowała prace nad konwergencją

40 ESMA zintensyfikowała działania w dziedzinie konwergencji praktyk nadzorczych. W strategicznych wytycznych na lata 2016–2020 ESMA zobowiązała się do przeznaczenia większych zasobów na promowanie konwergencji praktyk nadzorczych, sprecyzowała cele i określiła szereg konkretnych obszarów dla swoich prac w zakresie konwergencji. Od tego czasu ESMA zwiększyła liczbę pracowników zajmujących się konwergencją w tej dziedzinie z 5 (5,7 EPC) do 8 (8,7 EPC) w 2020 r.

41 W 2020 r. ESMA stworzyła ramy dla opartego w większym stopniu na ryzyku podejścia do swoich działań w zakresie konwergencji praktyk nadzorczych. Mapa aktywności przedstawia istotne rodzaje ryzyka, lecz można z niej wyczytać niewiele informacji na temat niejednolitego stosowania przepisów i rozbieżnych praktyk. Opracowanie mapy aktywności stanowi jednak pozytywny krok. Jest skuteczna w określaniu obszarów nadzoru opartego na ryzyku w całej UE, ale mniej skuteczna w określaniu tematów do dalszych prac nad konwergencją. Trybunał stwierdził również, że ESMA z powodzeniem wdrożyła bardziej systematyczne i oparte na dowodach podejście do prac nad konwergencją.

Dowody oddziaływania są ograniczone i nie istnieje żaden mechanizm pomiaru skuteczności

Nie wykazano skuteczności wytycznych

42 W przeszłości narzędzia przygotowawcze, takie jak wytyczne, były najważniejszymi narzędziami konwergencji stosowanymi przez ESMA. Wytyczne podlegają mechanizmowi „przestrzegaj lub wyjaśnij”, tj. właściwe organy krajowe

muszą powiadomić ESMA o tym, czy zamierzają wytyczne wdrożyć, czy też nie. ESMA publikuje regularnie aktualizowane tabele zgodności dla każdej wytycznej¹⁷.

43 Trybunał stwierdził, że nie zawsze dbano o to, by przepisy były przestrzegane przez właściwe organy krajowe. Zgodnie z wewnętrznymi wytycznymi ESMA¹⁸ jest zobowiązana do weryfikacji i oceny stosowania wytycznych. O ile ESMA co roku kieruje do właściwych organów krajowych pytanie o przestrzeganie przez nie wytycznych, o tyle tylko raz – w drodze wzajemnej oceny – sprawdziła, czy wytyczne te są faktycznie przestrzegane. Ocena wykazała, że wytyczne były nieskuteczne, jeżeli chodzi o promowanie konwergencji praktyk nadzorczych, oraz że zasadniczo właściwe organy nadzoru jedynie w ograniczonym stopniu stosowały się do wytycznych, wbrew informacjom przekazany w zgłoszeniach (zob. [ramka 1](#)).

Ramka 1

Wnioski z wzajemnej oceny dotyczącej wytycznych w sprawie funduszy inwestycyjnych typu ETF i innych UCITS

Wzajemna ocena dotyczyła sześciu głównych funduszy inwestycyjnych mających siedziby w UE. Wykazała ona, że żaden z tych funduszy nie wdrożył wytycznych w pełni. Dwa właściwe organy krajowe zachowały zgodność z wytycznymi częściowo lub w stopniu niewystarczającym. ESMA uznała wręcz praktyki nadzorcze stosowane w odnośnych krajach za „sprzeczne z wytycznymi i niespójne z równymi warunkami działania dla UCITS na jednolitym rynku”. Ogólnie rzecz biorąc, Urząd wykazał znaczne różnice w stosowaniu wytycznych oraz wskazał kilka obszarów, w których nie osiągnięto celu polegającego na konwergencji praktyk nadzorczych.

Wspólne działania nadzorcze sprzyjają regularnej wymianie informacji między organami nadzoru i umożliwiają ESMA koordynację działań nadzorczych właściwych organów krajowych.

44 Wspólne działania nadzorcze są narzędziem konwergencji opracowanym przez ESMA, podobnie jak sieci koordynacji nadzoru i wymiana informacji z właściwymi organami krajowymi na podstawie skarg. ESMA ceni te narzędzia ze względu na ich przyszłościowy charakter oraz dlatego, że pomagają one w identyfikacji problemów

¹⁷ Zgłoszenia ESMA dotyczące zgodności z wytycznymi – tabela przeglądowa.

¹⁸ „Internal Guidance – Guidelines compliance notification process”, ESMA42-110-888, pkt 35 i 38.

związanych z konwergencją. ESMA zainicjowała już kilka ocen skutków regulacji dotyczących UCITS i MiFID II.

45 Wspólne działania nadzorcze i sieci koordynacji są narzędziami, które umożliwiają organom nadzoru wymianę doświadczeń i uczenie się od siebie nawzajem, co prowadzi do wniosku, że z czasem powinny one przyczynić się do stworzenia wspólnej kultury nadzoru. Wspólne działania nadzorcze pomagają również ESMA w identyfikacji rozbieżności w praktykach nadzorczych i potencjalnych niedociągnięć w nadzorze właściwych organów krajowych oraz w zapewnianiu wskazówek dotyczących praktycznego stosowania prawa Unii, np. w przypadku gdy poszczególne właściwe organy krajowe nadal nie dysponują solidną metodyką.

46 Wspólne działania nadzorcze umożliwiają ESMA skoncentrowanie uwagi organów nadzoru na konkretnych rodzajach ryzyka oraz propagowanie i koordynowanie działań nadzorczych. Może to skutkować dużym obciążeniem pracą, o czym w przeprowadzonej przez Trybunał ankiecie wspomniało kilka właściwych organów krajowych.

Narzędzia oceny i narzędzia zaradcze były bardzo rzadko stosowane, pomimo ich potencjalnie większego oddziaływania.

47 Wzajemne oceny są narzędziem o potencjalnie dużym znaczeniu, jednak stosuje się je rzadko w dziedzinie funduszy inwestycyjnych. W najbliższej przyszłości ESMA zamierza je wykorzystywać w większym stopniu, ale podkreśla również ograniczenia zasobów i potrzebę zachowania równowagi we wszystkich sektorach objętych jej mandatem. Wzajemna ocena odróżnia się od innych narzędzi konwergencji tym, że wymaga od ESMA przeprowadzenia i opublikowania formalnej oceny nie tylko osiągniętego poziomu konwergencji w zakresie praktyk nadzorczych i egzekwowania przepisów, ale także zdolności nadzorczych. Pozwala to ESMA na wydawanie wytycznych i zaleceń w celu wyeliminowania wszelkich wykrytych uchybień. Od czasu utworzenia w 2011 r. Urząd przeprowadził tylko dwie wzajemne oceny funduszy inwestycyjnych: jedną dotyczącą wytycznych w sprawie funduszy rynku pieniężnego (FRP) w 2013 r. i drugą dotyczącą wytycznych w sprawie funduszy inwestycyjnych typu ETF i innych kwestii związanych z UCITS w 2018 r.¹⁹

48 ESMA ma również do dyspozycji dwa narzędzia zaradcze: mediację i procedury w przypadku naruszenia prawa Unii, które uprawniają ją do prowadzenia dochodzeń w sprawie domniemanego naruszenia prawa Unii i podejmowania środków zaradczych

¹⁹ [ESMA/2013/476](#) z 15 kwietnia 2013 r. i [ESMA42-111-4479](#) z 30 lipca 2018 r.

lub do rozstrzygania sporów między właściwymi organami krajowymi. W jednym przypadku ESMA skutecznie wspomogła dwa właściwe organy krajowe w rozstrzygnięciu sporu. W kilku innych wszczęła nieformalnie postępowania w sprawie naruszenia prawa Unii. Przeprowadzono też jedno formalne postępowanie w sprawie naruszenia prawa Unii, które doprowadziło do zmiany praktyk stosowanych przez właściwe organy krajowe.

ESMA stoi przed wyzwaniami związanymi ze skutecznym wykorzystaniem swoich narzędzi

49 Jeśli chodzi o skuteczne i wydajne korzystanie z tych uprawnień, ESMA stoi przed szeregiem wyzwań. Jest zależna od gotowości właściwych organów krajowych do wnoszenia wkładu oraz zapewnienia wiedzy technicznej i personelu, który uczestniczy w pracach ESMA nad konwergencją. To samo dotyczy EUNB i EIOPA, jak wykazały przeprowadzone przez Trybunał kontrole tych agencji²⁰. ESMA podjęła działania mające na celu zapewnienie uczestnikom właściwych organów krajowych niezbędnej wiedzy specjalistycznej. Udział właściwych organów krajowych w działaniach na rzecz konwergencji prowadzonych przez ESMA jest jednak w dużej mierze dobrowolny – z wyjątkiem wzajemnych ocen, mediacji i postępowań w sprawie „naruszenia prawa Unii” – co niekiedy ogranicza skuteczność prac Urzędu.

50 Trybunał ustalił, że większość właściwych organów krajowych uczestniczy w pracach ESMA i wnosi w nie swój wkład, ale niektóre odnoszą się do takiego uczestnictwa bardziej niechętnie. Na przykład w przypadku wspólnych działań nadzorczych mniejsze właściwe organy krajowe są zazwyczaj bardziej aktywne w przedstawianiu spraw, podczas gdy niektóre większe właściwe organy krajowe preferują bardziej pasywne podejście. Na wezwania personelu ESMA do aktywnego udziału i przedstawienia spraw nie odpowiadały niektóre właściwe organy krajowe, np. te, które nigdy nie skorzystały ze swoich uprawnień do nakładania sankcji ani nie wniosły wkładu w powiązane warsztaty ESMA w 2020 r.

51 Organ decyzyjny ESMA składa się z przedstawicieli właściwych organów krajowych. Chociaż od tych ostatnich wymaga się, aby działały w wyłącznym interesie UE jako całości, nie zawsze tak się dzieje. Wniosek Komisji, aby zająć się tą kwestią ładu korporacyjnego w kontekście przeglądu Europejskich Urzędów Nadzoru, został odrzucony. Rozwiązano kwestię najbardziej oczywistego konfliktu interesów: właściwe organy krajowe nie mogą już uczestniczyć w debatach i głosować nad zaleceniami

²⁰ Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 29/2018 oraz sprawozdanie specjalne nr 10/2019.

w sprawie przypadków naruszenia prawa Unii, które dotyczą ich samych. Również w zasadach mediacji obowiązujących w ESMA uwzględniono kwestię konfliktu interesów. Wszystkie prace w zakresie konwergencji dotyczą jednak właściwych organów krajowych, ponieważ to ich praktyki nadzorcze i wyniki są celem tych prac. Dotyczy to również wysiłków ESMA na rzecz zwiększenia skuteczności i wydajności nadzoru.

52 ESMA polega na gotowości właściwych organów krajowych do współpracy. Jednym z przykładów jest zakres obowiązków organów państwa macierzystego i państwa przyjmującego w kontekście transgranicznym – istotny i powracający punkt programu konwergencji ESMA (zob. [ramka 2](#)). ESMA wykazała tylko częściową skuteczność w promowaniu sprawnego funkcjonowania paszportów UE na potrzeby wprowadzania do obrotu i zarządzania, a zatem nie była w stanie wyeliminować praktyk nadzorczych, które tworzą bariery utrudniające wejście na rynek.

Ramka 2

Obowiązki organów państwa macierzystego i przyjmującego są nadal przedmiotem dyskusji

W 2017 r. ESMA, a w 2019 r. Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru, doprecyzowały obowiązujące przepisy i odpowiednie role. W 2020 r. przeprowadzono dodatkowe dyskusje w ramach różnych obszarów prac i warsztatów. Niemniej system paszportowy, zgodnie z którym organy państwa macierzystego są wyłącznie odpowiedzialne za nadzór nad zarządzającymi funduszami i nad funduszami, nie jest w pełni przestrzegany, a rola organów państwa przyjmującego ogranicza się do zapewnienia zgodności z lokalnymi zasadami postępowania.

53 Trybunał zwraca również uwagę, że wszystkie problemy w zakresie konwergencji, na które ESMA zwróciła uwagę w swoim piśmie do Komisji w sprawie przeglądu dyrektywy w sprawie ZAFI²¹, zostały w znacznym stopniu uwzględnione w pracach nad konwergencją. Świadczy to o tym, że starania ESMA były skuteczne jedynie w ograniczonym zakresie.

54 Innym przykładem jest delegowanie uprawnień. Zarówno dyrektywa UCITS, jak i dyrektywa w sprawie ZAFI zezwalają spółkom zarządzającym na powierzanie funkcji osobom trzecim. Jednak podejścia i wyniki nadzorcze nadal różnią się pod względem

²¹ „ESMA Letter on AIFMD Review”, ESMA34-32-550, 18 sierpnia 2020 r.

dopuszczalnego zakresu delegowania uprawnień, a także funkcji, które według ESMA mogą być delegowane (zob. [ramka 3](#)).

Ramka 3

Zakres przekazywania uprawnień

ESMA podkreśliła, że w niektórych państwach członkowskich zarządzanie portfelem jest w znacznym stopniu lub nawet w całości powierzane osobom trzecim w ramach grupy ZAFI lub spółki zarządzającej UCITS lub poza nią, czyli potencjalnie znajduje się poza UE. W tych przypadkach większość pracowników operacyjnych zajmujących się zarządzaniem portfelem lub ryzykiem, administracją i innymi funkcjami pracuje dla odpowiednich funduszy w ramach delegowania uprawnień, a zatem według Urzędu nie są oni bezpośrednio zatrudnieni przez posiadającego zezwolenie ZAFI lub spółkę zarządzającą UCITS, a duża część opłat za zarządzanie jest wypłacana delegatom. W opinii ESMA takie praktyki (rynkowe) w niektórych państwach członkowskich rodzą pytanie, czy te AFI i UCITS mogą być nadal skutecznie zarządzane przez licencjonowane ZAFI lub spółki zarządzające UCITS.

Źródło: „ESMA Letter on AIFMD Review”, ESMA34-32-550, 18 sierpnia 2020 r.

55 Trybunał zauważa również, że ESMA w swoich działaniach na rzecz zwiększenia przejrzystości napotyka na pewien opór ze strony właściwych organów krajowych. Obowiązkowe publikacje, takie jak roczne sprawozdanie w sprawie sankcji lub roczne sprawozdanie statystyczne na temat wyników i kosztów detalicznych produktów inwestycyjnych w UE, dostarczają cennych informacji, w tym pozwalają na wgląd w różnice między państwami członkowskimi pod względem realiów rynkowych i inwazyjności nadzoru. Istnieje jednak znaczny opór ze strony właściwych organów krajowych, jeśli chodzi o publikowanie rezultatów wspólnych działań nadzorczych. Nigdy nie opublikowano sprawozdań końcowych dotyczących takich działań.

Właściwe organy krajowe preferują mniej inwazyjne narzędzia przygotowawcze, które nie są tak skuteczne

56 W przeszłości ESMA korzystała głównie z wytycznych, opinii oraz wykazów pytań i odpowiedzi. Trybunał znalazł dowody na to, że te narzędzia przygotowawcze nie są zbyt skuteczne, jeżeli chodzi o promowanie konwergencji praktyk nadzorczych. Ostatnio ESMA koncentrowała się głównie na narzędziach wdrożeniowych, takich jak sieci koordynacyjne i wspólne działania nadzorcze.

57 Prawie połowa właściwych organów krajowych uznała, że bardziej inwazyjne narzędzia, takie jak postępowania w przypadku „naruszenia prawa Unii” i mediacja, nie

są przydatne i wyraźnie preferowała narzędzia przygotowawcze. Te pierwsze prawie nigdy nie były wykorzystywane przez ESMA. Uprawnienia te umożliwiłyby jednak ESMA wywieranie bezpośredniego wpływu na działania i wyniki nadzoru w poszczególnych przypadkach lub reagowanie na przypadki niestosowania lub nieprawidłowego stosowania prawa Unii.

ESMA nie dysponuje mechanizmem pozwalającym na pomiar skuteczności

58 W rocznych programach prac ESMA określono cele, ale plany te zawierają głównie opis planowanych działań, a nie ustanawiają konkretnych wyników lub weryfikowalnych celów. Jeśli chodzi o narzędzia, wykazują one preferencje do wspierania wymiany między praktykami nadzoru w zakresie praktyk nadzorczych poprzez omawianie konkretnych rzeczywistych przypadków lub nowo wprowadzonych wspólnych działań nadzorczych. Jest to użyteczne podejście pozwalające lepiej zrozumieć praktyki nadzorcze, które z czasem mogą przyczynić się do rozwoju wspólnej kultury nadzoru.

59 Fakt, że organy nadzoru z różnych właściwych organów krajowych prowadzą dialog, wymieniają się doświadczeniami i potencjalnie uczą się od siebie nawzajem, jest sam w sobie ważnym osiągnięciem. Trybunał ustalił, że ESMA odniosła pewien sukces w promowaniu wspólnego podejścia i podnoszeniu jakości nadzoru w przypadkach, gdy inicjowała, koordynowała i wspierała konkretne działania nadzorcze mające na celu przeciwdziałanie poszczególnym rodzajom ryzyka w całej UE, np. poprzez wspólne działania nadzorcze. ESMA dysponuje jednak niewieloma dowodami na to, że jej działania znacząco zmniejszyły istniejące rozbieżności.

60 Trybunał zdaje sobie sprawę ze złożoności pomiaru wpływu prac ESMA w zakresie konwergencji. Obecny pomiar wyników ESMA skoncentrowanych na produktach (w tym nowe kluczowe wskaźniki skuteczności działania skoncentrowane na wynikach wprowadzone w 2019 r.) nie umożliwia jednak zmierzenia, w jakim stopniu ESMA przyczyniła się do zmniejszenia istniejących rozbieżności w praktykach nadzorczych i wynikach. ESMA nie jest w stanie ocenić poziomu rozbieżności z wyjątkiem obszarów, w przypadku których przeprowadziła wzajemną ocenę, debaty dotyczące konkretnych przypadków czy wspólne działania nadzorcze. Ponadto ESMA ma niepełny obraz tego, jak właściwe organy krajowe stosują prawo Unii w praktyce. Obraz ten opiera się w dużej mierze na tym, co przekazują sobie właściwe organy krajowe. ESMA nie ma wglądu z pierwszej ręki w działalność nadzorczą właściwych organów krajowych ani dostępu do dowodów, np. w postaci dokumentacji nadzorczej.

Prace ESMA ujawniły uchybienia w zakresie nadzoru i potencjalne zakłócenia konkurencji

61 Zgodnie z podstawowymi zasadami IOSCO²², stanowiącymi globalne standardy regulacji papierów wartościowych, zdecydowane i rygorystyczne egzekwowanie przepisów dotyczących papierów wartościowych ma podstawowe znaczenie dla budowania zaufania inwestorów. Dyrektywa w sprawie UCITS oraz dyrektywa w sprawie ZAFI zawierają kompleksowy zestaw uprawnień regulacyjnych umożliwiających postępowanie w przypadku naruszenia wymogów regulacyjnych przez fundusze i zarządzających nimi. Obejmują one uprawnienia od sankcji administracyjnych po nakazy zaprzestania działalności, a nawet odebranie licencji, i umożliwiają skuteczne egzekwowanie prawa.

62 Z prac ESMA wynika, że jakość nadzoru jest różna w poszczególnych państwach członkowskich. ESMA skutecznie zwiększyła nacisk właściwych organów krajowych na monitorowanie i dopilnowała, by stosowano wspólne podejścia do gromadzenia informacji (w tym wykrywania przypadków nieprzestrzegania wymogów regulacyjnych w sektorze). Dobrym przykładem są prace ESMA w zakresie ukrytego indeksowania oraz kosztów i opłat, a także wspólne działania nadzorcze w zakresie zarządzania ryzykiem płynności.

63 Ponadto Trybunał ustalił, że ESMA miała znacznie mniejszy wpływ na praktyki nadzorcze i wyniki dotyczące działań następczych podejmowanych przez właściwe organy krajowe w przypadkach, w których jej działania ujawniły niezgodność z wymogami regulacyjnymi. Obraz, jaki ESMA uzyskała dzięki pracom nad konwergencją pokazuje, że istnieje ogólny – aczkolwiek w zróżnicowanym zakresie – brak działań w zakresie egzekwowania przepisów dotyczących wszystkich właściwych organów krajowych w UE.

64 Trybunał wykrył, że właściwe organy krajowe przeważnie niechętnie korzystają z formalnych uprawnień nadzorczych, pomimo wysiłków ESMA mających na celu promowanie takiego korzystania. Z przeprowadzonej przez Trybunał analizy wewnętrznych dokumentów ESMA wynika, że zarządzający funduszami, którzy naruszają wymogi regulacyjne, ryzykują jedynie otrzymanie od właściwego organu krajowego wezwania do zastosowania się do przepisów, prośbę o zwrot opłat

²² „Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation”, maj 2017 r., sekcja C. „Principles relating to enforcement”, 1. Wstęp, s. 63.

pobranym niezgodnie z prawem lub, w najgorszym przypadku, nałożenie niewielkiej grzywny.

65 Na przykład roczne sprawozdania ESMA w sprawie stosowania sankcji wobec UCITS wskazują, że uprawnienia do nakładania sankcji nie są wykorzystywane w równym stopniu przez właściwe organy krajowe oraz że, z wyjątkiem niektórych z tych organów, liczba i kwota sankcji nałożonych na szczeblu krajowym jest stosunkowo niska²³. W 2020 r. 13 właściwych organów krajowych nie nałożyło żadnych sankcji. Działania ESMA, o których mowa powyżej, ujawniają podobne uchybienia w zakresie egzekwowania przepisów.

66 Przeprowadzone przez Trybunał badanie wewnętrznych sprawozdań ESMA pokazuje, że zdarzały się przypadki niedostatecznego egzekwowania przepisów przez właściwe organy krajowe, które tym samym nie wywiązywały się ze swoich obowiązków. Trybunał stwierdził, że pomimo podejmowanych wysiłków ESMA nie udało się skutecznie promować wspólnego wdrażania prawa Unii. W niektórych przypadkach właściwe organy krajowe wyjaśniły, że wymogi prawne w ich kraju nie są wystarczająco jasne, co wskazuje na problemy z transpozycją lub stosowaniem dyrektyw w poszczególnych państwach członkowskich. W opinii Trybunału przypadki można by potencjalnie rozpatrywać w ramach postępowań w sprawie „naruszenia prawa Unii”, z wykorzystaniem roli ESMA jako organu nadzorującego.

67 Jednym z celów wspierania konwergencji praktyk nadzorczych jest zapobieganie zakłóceniom konkurencji i arbitrażowi regulacyjnemu wynikającym z różnych praktyk nadzorczych oraz dopilnowanie, aby działalność finansowa nie była przenoszona do krajów o łagodnym nadzorze. ESMA zidentyfikowała rozbieżne praktyki w obszarach takich jak delegowanie uprawnień, mogące potencjalnie prowadzić do takich zakłóceń.

68 Było to zagadnienie, na którym opierały się prace ESMA związane z brexitem. W tym względzie Trybunał ustalił, że ESMA była w stanie ustanowić wspólne standardy nadzorcze w zakresie wydawania zezwoleń (w tym w obszarze delegowania uprawnień) dla funduszy i zarządzających funduszami, którzy nie mają już dostępu do jednolitego rynku. ESMA ustanowiła sieć koordynacji nadzorczej, w ramach której omówiono 250 indywidualnych przypadków pochodzących z różnych obszarów sektorowych, w tym zarządzania inwestycjami. Trybunał ustalił, że dzięki szerokiemu zaangażowaniu przed podjęciem decyzji nadzorczych, ESMA przyczyniła się do zapobiegania powstawaniu takich zakłóceń konkurencji.

²³ Komunikat prasowy ESMA.

Komisja i ESMA podjęły kroki w celu lepszej ochrony inwestorów, ale koszty pozostają wysokie

69 Produkty inwestycyjne są złożone i porównanie ich lub pełne zrozumienie związanego z nimi ryzyka może być trudne, w szczególności dla inwestorów nieprofesjonalnych (detalicznych). Inwestorów detalicznych należy zatem odpowiednio poinformować o potencjalnym ryzyku. Ramy prawne UE mają na celu zmniejszenie ryzyka niewłaściwej sprzedaży w przypadku, gdy inwestorom detalicznym sprzedaje się produkty, które nie odpowiadają ich potrzebom lub nie spełniają ich oczekiwań²⁴.

Prawodawstwo UE obejmuje wiele środków mających na celu ochronę inwestorów

70 Prawodawstwo UE mające na celu ochronę inwestorów obejmuje dużą liczbę rozporządzeń, dyrektyw, aktów delegowanych Komisji oraz wytycznych ESMA. Niektóre z tych środków są ujęte w dyrektywie w sprawie UCITS i dyrektywie w sprawie ZAFI, a inne w dyrektywach MiFID/MiFIR i przepisach dotyczących PRIIP.

71 Inwestorom detalicznym ramy prawne UE oferują stosunkowo wysoki stopień ochrony, a jednocześnie ograniczają zdolność inwestorów do inwestowania w fundusze spoza UE, które często charakteryzują się niższymi kosztami.

72 Wszystkie objęte ankietą Trybunału właściwe organy krajowe i stowarzyszenia zarządzające aktywami zgodziły się lub zdecydowanie zgodziły się, że ramy regulacyjne UE skutecznie promują wysokie standardy ochrony inwestorów. Jednakże istotna mniejszość właściwych organów krajowych, w tym organy niektórych głównych krajów, w których UCITS mają siedzibę, była zdania, że inwestorzy detaliczni w fundusze UCITS nadal nie są wystarczająco chronieni przed ryzykiem związanym z:

- niewystarczającym lub nieprawidłowym ujawnieniem skutków podatkowych (39%);
- nadmiernymi kosztami i opłatami (34%);
- nieprawidłową wyceną aktywów (26%);
- niewystarczającym lub nieprawidłowym ujawnieniem informacji o alokacji aktywów (18%).

²⁴ Pkt 48 rezolucji PE z dnia 8 października 2020 r.

Pomimo różnych działań UE, problemem pozostaje przejrzystość Inwestorzy mają teraz dostęp do większej ilości informacji na temat UCITS

73 Dyrektywa w sprawie UCITS nakłada na UCITS obowiązek sporządzania trzech sprawozdań: prospektu emisyjnego, sprawozdania rocznego i sprawozdania półrocznego²⁵. W ramach kontroli adekwatności sprawozdawczości nadzorczej w 2019 r.²⁶ Komisja stwierdziła, że chociaż dyrektywa w sprawie UCITS wymaga minimalnej zawartości tych dokumentów, wiele pozostaje w gestii właściwych organów krajowych. Oznacza to, że sprawozdawczość może być różna w poszczególnych państwach członkowskich.

74 Dokument zawierający kluczowe informacje dla inwestorów, który wprowadzono w 2011 r., ma na celu zapewnienie inwestorom detalicznym lepszego dostępu do informacji i treści, które są łatwiejsze do zrozumienia, oraz ułatwienie porównywania produktów. Rozporządzenie w sprawie kluczowych informacji dla inwestorów²⁷ wymaga, aby obejmowały one te najważniejsze cechy UCITS, o których inwestor powinien zostać poinformowany, oraz aby dostarczały (potencjalnym) inwestorom dokładnych, uczciwych, jasnych i niewprowadzających w błąd informacji przed zawarciem umowy.

75 Dokładność i wiarygodność informacji ujawnionych w kluczowych informacjach dla inwestorów jest kwestionowana. Centralny Bank Irlandii²⁸ wykrył przypadki, w których sekcja kluczowych informacji dla inwestorów dotycząca wyników osiągniętych w przeszłości nie zawierała informacji o odpowiednich poziomach referencyjnych. W 2019 r. ESMA wydała dokument z pytaniami i odpowiedziami dotyczącymi ujawniania poziomów referencyjnych, wyjaśniając te kwestie.

76 Jak wskazali niektórzy respondenci ankiety Europejskiego Trybunału Obrachunkowego, informacje o kosztach zawarte w obecnym dokumencie z kluczowymi informacjami dla inwestorów UCITS są niekompletne i mogą wprowadzać inwestorów w błąd, wywołując u nich przekonanie, że koszty są niższe niż

²⁵ Dyrektywa 2009/65/WE, art. 68–74.

²⁶ SWD(2019) 402 final.

²⁷ Rozporządzenie Komisji (UE) nr 583/2010 z dnia 1 lipca 2010 r. w sprawie wykonania dyrektywy 2009/65/WE w zakresie kluczowych informacji dla inwestorów.

²⁸ Centralny Bank Irlandii, „Thematic review of closet indexing” (pismo informacyjne dla sektora z 18 lipca 2019 r.).

w rzeczywistości. W szczególności koszty transakcyjne nie są uwzględniane we wskaźniku kosztów całkowitych.

77 Rozporządzenie w sprawie PRIIP²⁹, które weszło w życie w 2018 r., wprowadziło jednolity dokument zawierający kluczowe informacje, mający zastosowanie do szerokiej gamy detalicznych produktów inwestycyjnych. UCITS i AFI zostały jednak tymczasowo zwolnione z tego wymogu. Po długich konsultacjach z zainteresowanymi stronami w styczniu 2021 r. Wspólny Komitet Europejskich Urzędów Nadzoru osiągnął kompromis w sprawie uwzględnienia wyników osiągniętych w przeszłości w dokumencie zawierającym kluczowe informacje, a we wrześniu 2021 r. Komisja przyjęła rozporządzenie w sprawie delegowania.

ESMA zwiększyła przejrzystość kosztów i opłat, ale nadal istnieją problemy dotyczące danych

78 Od 2019 r. ESMA publikuje roczne sprawozdanie na temat wyników i kosztów unijnych detalicznych produktów inwestycyjnych. Celem tych publikacji jest zwrócenie uwagi inwestorów na znaczący wpływ kosztów na ostateczne zyski z ich inwestycji. Sprawozdanie ESMA zawiera solidny przegląd wyników i kosztów różnych rodzajów funduszy, ale wykazuje kilka uchybień:

- podaje koszty według klasy aktywów (akcje/obligacje/mieszane/alternatywne), według rodzaju zarządzania (aktywne lub pasywne) oraz według siedziby funduszu, ale nie według kraju dystrybucji, co utrudnia ocenienie, czy jednolity rynek zmniejszył różnice w kosztach między rynkami krajowymi.
- Podział kosztów według rodzaju jest ograniczony (np. opłaty za zarządzanie) lub w ogóle nie występuje (np. dystrybucja, zachęty). Jest to związane z brakiem dostępnych szczegółowych danych i opieraniem się na ankietach przeprowadzanych wśród właściwych organów krajowych, a także ogranicza wyjaśnienia przyczyn, dla których koszty są wyższe w niektórych siedzibach funduszy niż w innych.
- Sprawozdanie opiera się na danych sprzed ponad roku; to samo dotyczy rocznego sprawozdania ESMA w sprawie AFI.

²⁹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP).

79 W załącznikach dotyczących metodyki ESMA wskazuje, że „ocena wyników i kosztów produktów inwestycyjnych, w zakresie kompetencji ESMA, jest strukturalnie utrudniona ze względu na brak odpowiednich danych regulacyjnych:

- o dane dotyczące funduszy UCITS nie są dostępne na szczeblu UE, a dostępne na rynku dane zapewniają ograniczony poziom szczegółowości i dokładności;
- o dane regulacyjne dotyczące dyrektywy w sprawie ZAFI nie obejmują szczegółowych danych na temat kosztów funduszy”.

ESMA i Komisja nie stworzyły jeszcze narzędzi porównawczych dla inwestorów detalicznych

80 Położono wprawdzie nacisk na zapewnienie inwestorom wystarczających informacji na temat poszczególnych funduszy, jednak uzyskanie ogólnego oglądu wszystkich oferowanych funduszy i porównanie produktów nadal jest utrudnione. Parlament Europejski³⁰ zaapelował o „inicjatywy skierowane konkretnie do inwestorów detalicznych, w tym ułatwiające rozwój niezależnych internetowych narzędzi porównawczych w UE, aby pomóc inwestorom detalicznym w zidentyfikowaniu najodpowiedniejszych produktów pod względem ryzyka, zwrotu z inwestycji i wartości odpowiadającej ich konkretnym potrzebom i preferencjom”.

Coraz większe ryzyko związane z pseudoekologicznym marketingiem

81 Coraz większa liczba UCITS jest sprzedawana jako fundusze ESG (uwzględniające czynniki środowiskowe, społeczne i zasady ładu korporacyjnego), co stwarza ryzyko pseudoekologicznego marketingu. Rozporządzenie w sprawie zrównoważonego ujawniania informacji na temat finansów ma zastosowanie do funduszy inwestycyjnych; jego celem jest zwiększenie przejrzystości i zwalczanie pseudoekologicznego marketingu. Jako że większość obowiązków informacyjnych zaczęła obowiązywać dopiero od dnia 10 marca 2021 r., jest zbyt wcześnie, aby ocenić ich oddziaływanie. Opierając się na swojej [odpowiedzi](#) udzielonej w ramach konsultacji Komisji w sprawie odnowionej strategii zrównoważonego finansowania, ESMA

³⁰ Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 8 października 2020 r. w sprawie dalszego rozwoju unii rynków kapitałowych: poprawa dostępu do finansowania z rynków kapitałowych, w szczególności dla MŚP, oraz zwiększenie możliwości udziału inwestorów detalicznych (2020/2036(INI)).

zaapelowała ostatnio o podjęcie działań ustawodawczych dotyczących ratingów i narzędzi oceny ESG³¹.

82 Rynek ratingów ESG i innych narzędzi oceny jest obecnie nieuregulowany i nienadzorowany. W połączeniu z rosnącymi wymaganiami regulacyjnymi w zakresie uwzględniania informacji ESG, wzrasta ryzyko pseudoekologicznego marketingu, niewłaściwej alokacji kapitału i niewłaściwej sprzedaży produktów.

ESMA, Komisja i właściwe organy krajowe przyczyniły się do zainicjowania tendencji spadkowej w zakresie kosztów UCITS

Koszty pozostają wysokie

83 Koszty UCITS przez wiele lat utrzymywały się na wysokim poziomie, lecz od 2017 r. nieznacznie spadły. Pozostają jednak znacznie wyższe niż w przypadku przeciętnego funduszu zarejestrowanego w USA. Przypisuje się to zwykle mniejszym rozmiarom funduszy w UE (zob. pkt **04**) oraz mniejszemu udziałowi w rynku funduszy pasywnych i funduszy inwestycyjnych typu ETF (8,3%). Między innymi fundusze z siedzibą w Luksemburgu i Irlandii naliczają ponadprzeciętne koszty³².

84 Fundusze kapitałowe zarządzane w sposób aktywny osiągnęły nieznacznie lepsze wyniki brutto od funduszy zarządzanych w sposób pasywny, natomiast w ujęciu netto zanotowały gorsze wyniki ze względu na wyższe koszty. Dzięki korzyściom skali w zarządzaniu funduszami ESMA stwierdziła, że większe fundusze mają niższe koszty. W przypadku funduszy kapitałowych koszty wynosiły średnio 1,4% dla największych funduszy i 1,8% dla najmniejszych funduszy.

Praktyka ukrytego indeksowania osłabła, ale nadal się utrzymuje

85 Zainicjowane w 2019 r. badanie ESMA wykazało, że nadal istnieją rozbieżności w sposobie interpretacji pojęcia „nadmiernych kosztów” w całej UE oraz w podejściu organów nadzoru do przepisów związanych z kosztami. Według ESMA³³ ten brak konwergencji nie tylko pozostawia pole do arbitrażu regulacyjnego i grozi

³¹ „Letter from ESMA’s Chair Steven Maijoor to Commissioner Mairead McGuinness”, 28 stycznia 2021 r., ESMA30-379-423.

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

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

utrudnianiem konkurencji na rynku UE, ale może również prowadzić do różnic w poziomach ochrony inwestorów w zależności od lokalizacji siedziby funduszu.

86 Ukryte indeksowanie to praktyka, w ramach której zarządzający aktywami twierdzą, że zarządzają swoimi funduszami w sposób aktywny, a ich celem jest osiągnięcie lepszych wyników niż indeks wskaźnika referencyjnego. W rzeczywistości jednak pozostają one bardzo blisko wskaźnika referencyjnego, co wymaga mniejszego wkładu ze strony osoby zarządzającej inwestycjami. Mają one tendencję do naliczania wyższych opłat za zarządzanie niż fundusze zarządzane pasywnie³⁴. Analiza przeprowadzona przez ESMA pięć lat temu wykazała, że od 5% do 15% unijnych funduszy kapitałowych, które deklarują się jako aktywnie zarządzane, może być w rzeczywistości funduszami zarządzanymi pasywnie (zob. również [ramka 4](#)). Nowsze dane z 2020 r. wskazują, że odsetek ten zmniejszył się i mieści się w przedziale 2–6%.

³⁴ „ESMA Statement, Supervisory work on potential closet index tracking”, 2 lutego 2016 r., ESMA/2016/165. Zob. też TRV nr 1/2021.

Ramka 4

Ukryte indeksowanie

W latach 2018–2019 Centralny Bank Irlandii przeprowadził tematyczny przegląd ukrytego indeksowania³⁵, obejmujący wszystkie irlandzkie autoryzowane fundusze UCITS sklasyfikowane jako aktywnie zarządzane. Kluczowe wnioski z przeglądu były następujące:

- Inwestorzy nie zawsze otrzymywali wystarczające lub dokładne informacje na temat strategii inwestycyjnej funduszu w prospekcie emisyjnym i dokumencie zawierającym kluczowe informacje.
- Przypadki złego zarządzania i słabej kontroli.
- Przypadki, w których fundusz osiągnął docelowy wyższy wynik w stosunku do indeksu, który jest niższy niż pobierana opłata, co oznacza, że opłata zniweluje osiągnięty wyższy wynik.
- W niektórych przypadkach, w sekcji kluczowych informacji dla inwestorów dotyczącej wyników osiągniętych w przeszłości, nie uwzględniono żadnego punktu odniesienia, co oznacza, że inwestorzy korzystający z tych funduszy nie byli w stanie określić, czy dany fundusz reprezentuje dobrą wartość w stosunku do swojego wskaźnika referencyjnego.

87 W 2021 r. ESMA rozpoczęła prace nad oceną kosztów, której celem jest zbadanie, czy zarządzający funduszami: 1) przestrzegają przepisów dotyczących ujawniania informacji o kosztach, prowadząc działalność gospodarczą z należytą fachowością, dbałością i starannością oraz w najlepszym interesie funduszu, którym zarządzają; 2) działają uczciwie i sprawiedliwie; oraz 3) nie obciążają inwestorów nieuzasadnionymi kosztami³⁶. Wspólne działania nadzorcze obejmują zarówno UCITS, jak i AFI wprowadzane do obrotu wśród inwestorów detalicznych i mają za zadanie sprawdzić, czy istnieje polityka cenowa dla zarządzających, która pozwala na jasne określenie i kwantyfikację wszystkich kosztów obciążających fundusz, oraz czy polityka ta jest prawidłowo stosowana w praktyce. Rezultaty spodziewane są na początku 2022 r.

³⁵ Centralny Bank Irlandii, „Thematic review of closet indexing” (pismo informacyjne dla sektora z 18 lipca 2019 r.).

³⁶ ESMA 34-45-970 CSA metodyka dotycząca kosztów i opłat.

UE nie podjęła wystarczających działań przeciwko zachętom finansowym

88 To, czy potencjalni inwestorzy w fundusze są dobrze chronieni i czy są w stanie wybrać inwestycję, która najlepiej odpowiada ich potrzebom, zależy nie tylko od wymogów nałożonych na fundusze i zarządzających nimi, ale także od porad, jakie otrzymują od swoich pośredników finansowych.

89 Do połowy kosztów stanowią zachęty, które są nadal dozwolone w większości państw członkowskich. Przepisy³⁷ przewidują jedynie, że zachęty nie powinny powodować konfliktu interesów i muszą być ujawniane. Zachęty powinny mieć na celu podniesienie jakości usług świadczonych na rzecz klienta i nie powinny negatywnie wpływać na przestrzeganie przez firmę obowiązku uczciwego, sprawiedliwego i profesjonalnego działania zgodnie z najlepiej pojętym interesem klienta. Niektóre państwa członkowskie, takie jak Niderlandy, wprowadziły zakaz stosowania zachęt, które stanowią około połowy stałych kosztów wielu UCITS.

90 Komisja zwróciła uwagę na to, że model dystrybucji w Europie kontynentalnej nadal w dużej mierze opiera się na modelu wynagrodzenia opartego na prowizji, a najbardziej rozpowszechnionymi dystrybutorami wśród klientów końcowych są banki i ubezpieczyciele³⁸. Badanie pokazuje również, że w krajach, które wprowadziły zakaz stosowania zachęt, opłaty bieżące w funduszach obligacyjnych, kapitałowych i mieszanych są znacznie niższe. Prowizja jest głównym czynnikiem motywującym, dlatego fundusze pasywne (w tym fundusze ETF), które rzadko płacą prowizję, były tradycyjnie pomijane przez banki – niechętnie wprowadzaniu na rynek produktów o niskich opłatach³⁹.

91 W swoim dokumencie zawierającym wskazówki techniczne dla Komisji⁴⁰ z marca 2020 r. ESMA nie zajęła jednoznacznego stanowiska w sprawie całkowitego zakazu stosowania zachęt w odniesieniu do wszystkich usług inwestycyjnych MiFID. Organizacje konsumenckie, z którymi Trybunał przeprowadził wywiady, popierają taki

³⁷ Dyrektywa 2014/65/UE w sprawie rynków instrumentów finansowych.

³⁸ Komisja Europejska, „Distribution systems of retail investment products across the EU”, sprawozdanie końcowe, 2018, s. 26.

³⁹ Apostolos Thomadakis, „The European ETF Market: What can be done better?”, ECMI Commentary, nr 52, 24 kwietnia 2018 r.

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

zakaz. Komisja analizuje obecnie tę kwestię w kontekście swojej unijnej strategii na rzecz inwestorów detalicznych.

92 W 2017 r. prywatny wykonawca przeprowadził w imieniu Komisji badanie typu Tajemniczy Klient i stwierdził, że „w każdym państwie członkowskim niezależni doradcy w bankach i towarzystwach ubezpieczeniowych niemal wyłącznie proponowali (jeden lub wybór kilku) produktów wewnętrznych”⁴¹. Z drugiej strony, większość robodoradców ma tendencję do doradzania funduszy inwestycyjnych typu ETF. Badanie typu Tajemniczy Klient przeprowadzone przez francuski właściwy organ krajowy wykazało, że produkty takie jak ETF (lub inne fundusze inwestycyjne o niskich kosztach) nie są proponowane inwestorom detalicznym, mimo że pozornie odpowiadają ich potrzebom inwestycyjnym⁴².

Identyfikacja ryzyka systemowego wymaga dalszych postępów

93 Ryzyko systemowe oznacza ryzyko wystąpienia zakłóceń systemu finansowego, które mogą wywołać poważne negatywne skutki dla rynku wewnętrznego i całej gospodarki. ESMA jest zobowiązana do opracowania, we współpracy z ERRS⁴³, wspólnego podejścia i kryteriów identyfikacji i pomiaru ryzyka systemowego stwarzanego przez kluczowych uczestników rynku finansowego, jak również odpowiedniego systemu testowania warunków skrajnych, który umożliwia ocenę ryzyka systemowego. Uczestnicy rynków finansowych, którzy stwarzają ryzyko systemowe, podlegają wzmocnionemu nadzorowi.

Ocena ryzyka systemowego i działania następcze są na wczesnym etapie

94 Ani ESMA, ani ERRS nie przeprowadziły inwentaryzacji praktyk stosowanych w państwach członkowskich w zakresie monitorowania ryzyka systemowego. Właściwe

⁴¹ Komisja Europejska, „Distribution systems of retail investment products across the EU”, sprawozdanie końcowe, 2018, s. 22.

⁴² AMF, „Risk and Trend Mapping No 17, 2016 Risk Outlook”.

⁴³ ERRS została utworzona w 2009 r. i powierzono jej odpowiedzialność za sprawowanie nadzoru makroostrożnościowego nad systemem finansowym w UE. Jej celem jest wnoszenie wkładu w przeciwdziałanie ryzyku systemowemu dla stabilności finansowej lub ograniczanie tego rodzaju ryzyka.

organy krajowe są jednak reprezentowane w kierownictwie zarówno ESMA, jak i ERRS, a także w technicznych grupach roboczych.

95 Rada Stabilności Finansowej⁴⁴ określiła następujące kategorie ryzyka systemowego:

- o niedopasowanie płynności aktywów funduszu inwestycyjnego do warunków umorzenia;
- o lewarowanie w ramach funduszy inwestycyjnych;
- o ryzyko operacyjne;
- o ryzyko związane z działalnością polegającą na udzielaniu pożyczek papierów wartościowych⁴⁵.

96 Trybunał ustalił, że pierwsza kategoria ryzyka jest objęta wytycznymi ESMA, a monitorowanie w kontekście symulacji warunków skrajnych (zob. pkt **104–106**) już się rozpoczęło. Drugą kategorię obejmują wytyczne dla AFI, natomiast ryzyko dźwigni finansowej dla UCITS jest ograniczone ramami prawnymi. ESMA opracowała również projekt podręcznika analizy ryzyka dotyczącego AFI dla właściwych organów krajowych. Ponadto ERRS wydała dwa zalecenia odnoszące się do elementów dwóch pierwszych kategorii ryzyka⁴⁶ i stwierdziła, że zasadniczo ESMA w pełni się do nich stosuje. Powiązane zalecenia ERRS z 2017 r. (termin wdrożenia: 31 grudnia 2020 r.) dotyczące zmian legislacyjnych (np. narzędzi zarządzania płynnością, niedopasowania płynności i sprawozdawczości UCITS) nie zostały jeszcze uwzględnione przez Komisję. Komisja poinformowała Trybunał, że zaproponuje zmiany legislacyjne w ramach trwającego przeglądu dyrektywy w sprawie ZAFI.

97 W ramach prawnych przewidziano ogólne przepisy dotyczące zarządzania ryzykiem i ciągłości działania⁴⁷. Ryzyko operacyjne jednak (w tym ryzyko dotyczące

⁴⁴ Rada Stabilności Finansowej jest międzynarodowym organem, który monitoruje światowy system finansowy i wydaje dotyczące go zalecenia.

⁴⁵ Rada Stabilności Finansowej (12 stycznia 2017 r.), „[Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities](#)”.

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

⁴⁷ Takie jak art. 57 ust. 3 rozporządzenia delegowanego (UE) nr 231/2013 uzupełniającego dyrektywę w odniesieniu do ZAFI poziomu 2 i art. 4 ust. 3 dyrektywy Komisji 2010/43/UE w sprawie UCITS poziomu 2.

ciągłości działania, transferu aktywów klienta w warunkach skrajnych oraz utraty reputacji) nie jest objęte aktualnymi wytycznymi ESMA.

98 W 2017 r. Rada Stabilności Finansowej zaleciła, aby organy nadzoru monitorowały odszkodowania udzielane przez agentów/pożyczkodawców w celu zidentyfikowania ryzyka lub arbitrażu regulacyjnego, które mogą negatywnie wpłynąć na stabilność finansową⁴⁸. Takie usługi nie są wymienione w ramach dyrektywy w sprawie ZAFI / dyrektywy w sprawie UCITS.

99 Prace ESMA w zakresie oceny ryzyka w odniesieniu do funduszy inwestycyjnych zamieszczane są głównie w czterech kluczowych publikacjach sprawozdawczych:

- tablicy wskaźników ryzyka (publikowanej dwa razy w roku);
- sprawozdaniu na temat tendencji, zagrożeń i podatności (TRV);
- rocznym sprawozdaniu statystycznym (ASR) na temat wyników i kosztów detalicznych produktów inwestycyjnych UE,
- rocznym sprawozdaniu statystycznym na temat alternatywnych funduszy inwestycyjnych w UE.

100 W tablicy wskaźników ryzyka ESMA zastosowano co prawda kompleksowy zestaw wskaźników i zawarto krótką i zwięzłą analizę, lecz Trybunał stwierdził, że nie wyszczególniono w niej systematycznie rodzajów ryzyka związanych z konkretnymi krajami, co z kolei mogłoby posłużyć do celów makroostrożnościowych.

101 Trybunał ustalił, że w ocenie dotyczącej pośredników finansowych innych niż banki (NBFI) ERRS zawarła solidną analizę sektora funduszy inwestycyjnych, wykorzystując podejście oparte na podmiotach, działalności i produktach, aby przedstawić dokładny podział funduszy według typów. O ile typy funduszy i aktywa są wyszczególnione według krajów, o tyle nie wyszczególniono rodzajów ryzyka.

⁴⁸ Rada Stabilności Finansowej (12 stycznia 2017 r.), „Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities”, zalecenie nr 14.

102 Trybunał ustalił, że bardziej kompleksowe ujęcie i wiarygodność analizy jest ograniczona przez następujące czynniki:

- o niedostępność/nieużyteczność niektórych danych dotyczących AFI (zob. pkt [121](#) i [123](#));
- o opóźnienia w stosowaniu FRP / trudności w korzystaniu z niektórych danych dotyczących ZAFI (zob. pkt [111](#) i [121–122](#)).

Nie przeprowadzono nadzorczych testów warunków skrajnych, a działania podejmowane w następstwie symulacji, mimo że zostały rozpoczęte, są niewystarczające

103 W ramach nadzorczych testów warunków skrajnych należy identyfikować fundusze stwarzające ryzyko systemowe oraz rozpoznawać wzorce ryzyka systemowego, aby zapewnić jego ograniczenie⁴⁹. ESMA jest uprawniona, we współpracy z ERRS, do inicjowania i koordynowania ogólnounijnych testów warunków skrajnych w celu oceny odporności uczestników rynku finansowego na niekorzystne zmiany na rynku.

104 ESMA nie przeprowadziła jeszcze nadzorczego testu warunków skrajnych dla funduszy inwestycyjnych, ale w 2019 r. przeprowadziła symulację warunków skrajnych, aby ocenić odporność unijnego sektora funduszy i zidentyfikować potencjalną podatność na ryzyko. Symulację zastosowano do 6 600 funduszy UCITS o stałym dochodzie o łącznej wartości aktywów netto wynoszącej 2 490 mld euro⁵⁰. W stosunku do funduszy zastosowano wstrząs umorzeniowy i przeprowadzono symulację wpływu na rynek. Wykorzystano dane komercyjne, ponieważ ESMA uznała, że dane właściwych organów krajowych są zbyt niejednorodne.

105 Ramy symulacji warunków skrajnych stanowią dobry punkt wyjścia. Obecne narzędzia, infrastruktura techniczna i jakość danych wykazują uchybienia. Wyniki symulacji warunków skrajnych nie były objęte systematycznymi działaniami następczymi; zostały udostępnione 11 właściwym organom krajowym na zasadzie dobrowolności, ale tylko pięć z nich zdecydowało się na dyskusję z ESMA na temat działań następczych. Jeden z właściwych organów krajowych ze znaczącego sektora funduszy nie wyraził chęci prowadzenia rozmów z ESMA na temat działań następczych.

⁴⁹ Art. 22 ust. 2 i art. 23 [rozporządzenia ESMA](#).

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

W kontekście rocznych sprawozdań statystycznych ESMA przesyłała również właściwym organom krajowym wykazy przedstawiające ryzyko, ale nie prowadzono żadnych specjalnych działań następczych ani nie wyciągano wniosków z dostarczonych informacji.

106 W maju 2020 r. ERRS zaleciła, aby ESMA zajęła się ryzykiem płynności funduszy inwestycyjnych⁵¹. ESMA zastosowała się do tego zalecenia w sprawozdaniu z listopada 2020 r. i w tym kontekście wykorzystano ramy symulacji warunków skrajnych. W grudniu 2020 r. wszystkie rezultaty przekazano właściwym organom krajowym, w tym dane identyfikacyjne funduszy, które zostały uznane za potencjalnie ryzykowne. Pół roku później pracownicy ESMA uzgodnili z członkami Stałego Komitetu ESMA ds. Usług w zakresie Zarządzania Portfelem (IMSC), że złożą sprawozdania na temat działań następczych podjętych przez właściwe organy krajowe, w tym w odniesieniu do wykazu potencjalnie ryzykownych funduszy. Właściwe organy krajowe musiały przedstawić ESMA kompleksowe sprawozdanie w październiku 2021 r. Pomimo zaistniałej przerwy, jest to znacząca poprawa. Indywidualne nazwy funduszy, które zostały uznane za potencjalnie ryzykowne, nie zostały udostępnione ERRS.

107 Prace koncepcyjne nad ogólnymi testami warunków skrajnych⁵², jak również nad kompleksowym modelem, który uwzględniałby wzajemne powiązania między sektorami bankowym, funduszy i ubezpieczeń w celu uzyskania pełnego obrazu ryzyka systemowego, nie doprowadziły jak dotąd do powstania systematycznego planu projektu w ESMA. Takie prace mogłyby również objąć fundusze hedgingowe i fundusze, które nie są nadzorowane w UE⁵³, a które stanowią zagrożenie dla systemu finansowego.

Wewnętrzne wytyczne dotyczące testów warunków skrajnych są odpowiednie, ale wyniki tych testów nie są skutecznie wykorzystywane

108 Test warunków skrajnych płynności dla funduszy inwestycyjnych ma na celu ocenę ich odporności na wstrząsy umorzeniowe na poziomie indywidualnym lub sektorowym. Testy warunków skrajnych mogą być przeprowadzane przez same fundusze (wewnętrzne testy warunków skrajnych) lub przez organ nadzorczy

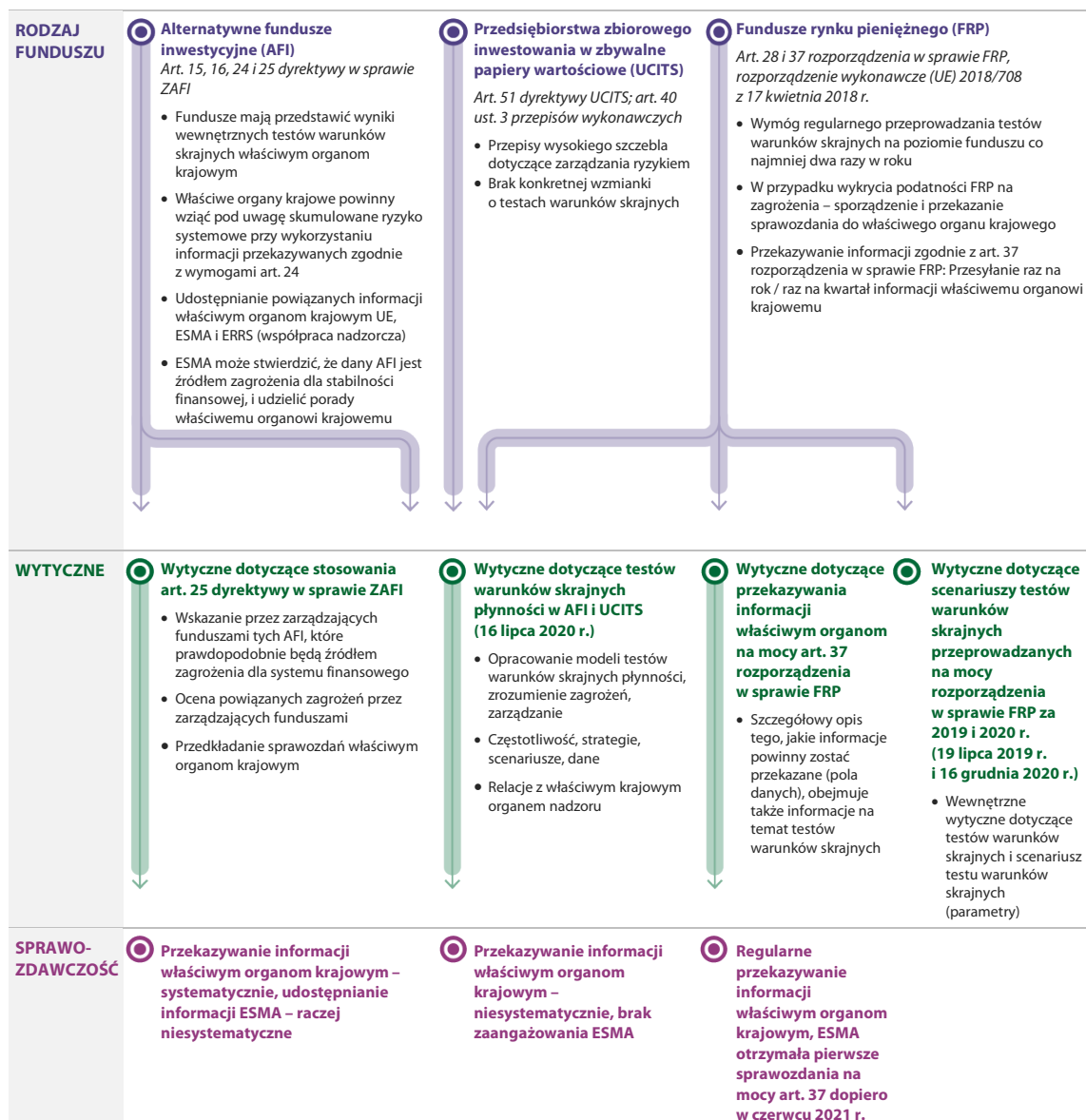
⁵¹ „Recommendation of the ESRB on liquidity risk in investment funds” (ESRB/2020/4).

⁵² Np. Gourdel, Maqui i Sydow, „Investment funds under stress”, ECB Working Paper 2323, 2019.

⁵³ Fundusze nieobjęte nadzorem w UE mogą stanowić główne klasy aktywów dla inwestorów, w tym instytucji finansowych.

(nadzorcze testy warunków skrajnych). W odniesieniu do wewnętrznych testów warunków skrajnych, ramy prawne są różne dla AFI, UCITS i FRP. Na [rys. 9](#) przedstawiono powiązania między rodzajami funduszy, prawodawstwem i odpowiednimi wytycznymi.

Rys. 9 – Systemy testowania warunków skrajnych dla AFI, FRP i UCITS



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

109 Trybunał ustalił, że ESMA opracowała odpowiednie wytyczne dotyczące wewnętrznych testów warunków skrajnych zarówno dla UCITS, jak i dla AFI. Poziom kontroli wyników wewnętrznych testów warunków skrajnych – jeśli istnieją – zależy jednak wyłącznie od uznania właściwych organów krajowych, a ESMA nie posiada żadnych informacji w tym zakresie. Ponadto UCITS przeprowadzają wewnętrzne testy warunków skrajnych i muszą informować swoje właściwe organy krajowe jedynie

w przypadku wystąpienia istotnych zagrożeń; właściwe organy krajowe muszą wówczas poinformować ESMA. Dotychczas nie miało to jednak miejsca. Chociaż ESMA ma dostęp do wyników testów warunków skrajnych AFI, metodyka ich przeprowadzania leży w gestii zarządzającego funduszem, dlatego też Urząd nie porównał ani nie wykorzystał tych wyników.

110 Przepisy rozporządzenia w sprawie FRP stanowią w odniesieniu do FRP, że ESMA musi opublikować wytyczne zawierające wspólne parametry referencyjne testu warunków skrajnych. W tym kontekście ESMA zdefiniowała silny wstrząs umorzeniowy (wskaźnik wykupu na poziomie 30–40%), ale zastosowała się do kalibracji parametrów (np. stóp procentowych i kursów walutowych) dokonanej przez ERRS, zamiast samodzielnie określić rygorystyczność tych parametrów. ESMA nie zwróciła się o analizy wrażliwości *ex ante* dla parametrów, aby lepiej zrozumieć czynniki ryzyka. Urząd przeprowadza jednak analizy *ex post* oddziaływania parametrów po uzyskaniu rezultatów.

111 Z wyjątkiem przypadku FRP zgodnie z ramami prawnymi dane dotyczące testów warunków skrajnych w UCITS nie są systematycznie agregowane, analizowane ani zgłaszane. Dane te mogłyby zostać wykorzystane do opracowania nadzorczych testów warunków skrajnych lub weryfikacji wyników symulacji warunków skrajnych. W przypadku FRP dane sprawozdawcze otrzymano bardzo późno, a ESMA rozpoczęła analizę danych za I kwartał 2020 r. – otrzymanych w połowie 2021 r. – dopiero pod koniec tego roku.

Luki i pokrywanie się zakresów gromadzonych danych utrudniają identyfikację ryzyka dla stabilności finansowej i inwestorów

112 Skuteczne monitorowanie ryzyka systemowego i ryzyka dla inwestorów zależy od dostępności odpowiednich danych. Dane muszą być wystarczająco szczegółowe, dobrej jakości i porównywalne między krajami, tak aby można było przeprowadzić miarodajne analizy ryzyka. Aby gromadzenie danych było skuteczne, nie powinno stwarzać niepotrzebnych obciążeń dla sektora i powinno zaspokajać potrzeby wszystkich organów, które potrzebują dostępu do informacji w celu wykonywania swoich mandatów.

113 Dyrektywa UCITS, dyrektywa w sprawie ZAFI oraz rozporządzenie w sprawie FRP nakładają na fundusze lub zarządzających funduszami obowiązek przekazywania

danych właściwym organom krajowym. Rodzaj danych oraz format i poziom szczegółowości, które należy przekazać, różnią się jednak w zależności od rodzaju funduszu inwestycyjnego, a właściwe organy krajowe nie zawsze są zobowiązane do udostępniania danych ESMA lub ERRS. Wymagania te odzwierciedlają poziom ryzyka związanego z danym funduszem, ale także wiek danego aktu prawnego. System sprawozdawczości FRP jest bardziej rozbudowany niż system ustanowiony dyrektywą w sprawie ZAFI i dyrektywą w sprawie UCITS. Jest on oparty na danych szczegółowych przy wykorzystaniu międzynarodowych identyfikatorów.

Brak zharmonizowanego systemu sprawozdawczości dla UCITS ogranicza zdolność ESMA do oceny gotowości funduszy na kryzys i do przeprowadzania testów warunków skrajnych

114 W dyrektywie w sprawie ZAFI określono obowiązki sprawozdawcze, które ZAFI muszą wypełniać wobec rodzimego właściwego organu krajowego. Obowiązki te obejmują wymóg przekazywania szczegółowych informacji na temat funduszy, którymi zarządza dany AFI, w tym strategii inwestycyjnych, a także najważniejszych rynków, wartości aktywów netto i profilu płynności portfela⁵⁴. Właściwe organy krajowe są zobowiązane do regularnego udostępniania tych danych ESMA (zob. [załącznik](#))⁵⁵.

115 Natomiast na poziomie UE nie istnieją obecnie zharmonizowane ramy sprawozdawczości dotyczące UCITS. Podczas gdy dyrektywa w sprawie UCITS określa minimalną zawartość niektórych kluczowych dokumentów, które każde UCITS musi wydać, inne dane dotyczące sprawozdawczości pozostają w gestii właściwych organów krajowych. W rezultacie praktyki sprawozdawcze poszczególnych właściwych organów krajowych różnią się znacznie pod względem częstotliwości składania sprawozdań, UCITS, których dotyczą, oraz przekazywanych danych⁵⁶. Wygenerowane dane nie są porównywalne.

116 Brak szczegółowych wymogów sprawozdawczych dotyczących UCITS utrudnił ESMA przeprowadzenie analiz potrzebnych do oceny gotowości na wypadek kryzysu funduszy inwestycyjnych posiadających znaczne ekspozycje na zadłużenie przedsiębiorstw i nieruchomości w kontekście kryzysu związanego z COVID-19⁵⁷. Brak

⁵⁴ Dyrektywa w sprawie ZAFI, art. 24.

⁵⁵ Dyrektywa w sprawie ZAFI, art. 25 ust. 2.

⁵⁶ ESRB/2017/6.

⁵⁷ ESRB/2020/4.

wymogów ograniczył również możliwości ESMA dotyczące przeprowadzania symulacji warunków skrajnych i nadzorczych testów warunków skrajnych.

117 Ponadto przepisy dyrektywy w sprawie UCITS nie wymagają wyraźnie od właściwych organów krajowych udostępniania ESMA danych zgromadzonych do celów nadzorczych, ale ESMA może zwrócić się o informacje w celu wypełnienia swoich obowiązków⁵⁸. Jeżeli właściwy organ krajowy nie może we właściwy sposób odpowiedzieć na wniosek ESMA, wówczas może ona zwrócić się do innych organów krajowych, w tym krajowych banków centralnych i urzędów statystycznych lub bezpośrednio do uczestników rynku. Według ESMA takie wnioski o udostępnienie danych nadal wymagają zatwierdzenia przez Radę Organów Nadzoru, a zatem są składane jedynie w wyjątkowych przypadkach.

118 Wyniki badania przeprowadzonego przez ESMA w 2021 r. wśród 10 właściwych organów krajowych pokazują, że chociaż większość z nich gromadzi dane na temat UCITS i spółek zarządzających UCITS, systemy sprawozdawczości znacznie się różnią. Ze względu na brak bezpośredniego dostępu i spójności w sprawozdawczości, ESMA do tej pory nie zwracała się do nich o przekazywanie takich danych.

119 ESMA i ERRS opierają się zatem na innych, głównie komercyjnych, źródłach danych na potrzeby sprawozdawczości i analizy UCITS (zob. [załącznik](#)). Według ESMA i zainteresowanych stron, z którymi Trybunał przeprowadził wywiady, chociaż fundusze często składają sprawozdania dostawcom komercyjnym, poleganie na danych komercyjnych generuje wyzwania związane z kompletnością i jakością danych.

120 W 2017 r. ERRS zaleciła, aby prawodawcy UE zainicjowali wprowadzenie zharmonizowanego systemu sprawozdawczości dla UCITS⁵⁹. Nie zastosowano się jednak do tego zalecenia. Większość objętych ankietą właściwych organów krajowych i stowarzyszeń zarządzających aktywami zgodziła się lub zdecydowanie zgodziła się ze stwierdzeniem, że udoskonalenie wymogów sprawozdawczych byłoby wpłynęłoby korzystnie na ramy regulacyjne dotyczące funduszy inwestycyjnych. Sugerują one, że przyszły system sprawozdawczości UCITS mógłby zostać dostosowany do systemu sprawozdawczości ZAFI, przy uwzględnieniu różnic między tymi dwoma rodzajami funduszy inwestycyjnych.

⁵⁸ Rozporządzenie (UE) nr 1095/2010, art. 35.

⁵⁹ ESRB/2017/6, zalecenie D.

Niektóre podstawowe wymogi w zakresie sprawozdawczości nie są obowiązkowe w dyrektywie w sprawie ZAFI

121 W dyrektywie w sprawie ZAFI uwzględniono wprowadzić zharmonizowany system sprawozdawczości, jednak jego przydatność ogranicza fakt, że nie zobowiązuje on zarządzających funduszami do przekazywania niektórych kluczowych danych. W szczególności, chociaż przepisy dyrektywy w sprawie ZAFI i rozporządzenia delegowanego Komisji (UE) nr 231/2013 nakładają na ZAFI obowiązek podawania kodów identyfikatora podmiotu prawnego (LEI) w celu identyfikacji siebie i zarządzanych przez siebie funduszy, zgłaszanie LEI na wyższych poziomach szczegółowości (np. prime brokerzy AFI) pozostaje fakultatywne. W wytycznych nałożono na ZAFI również wymóg podawania kodów międzynarodowego numeru identyfikującego papier wartościowy (ISIN) i innych kodów międzynarodowych, które może posiadać AFI, ale tylko wtedy, gdy są one dostępne.

122 Obecne ustalenia doprowadziły do tego, że niewielki odsetek ZAFI i AFI faktycznie zgłasza wspólne identyfikatory, takie jak LEI i ISIN. Natomiast zasięg LEI w przypadku funduszy posiadających ekspozycje na instrumenty pochodne jest powyżej średniej. Dzieje się tak dlatego, że w przeciwieństwie do dyrektywy w sprawie ZAFI, przepisy rozporządzenia w sprawie infrastruktury rynku europejskiego nakładają na kontrahentów bezpośrednio wymóg zgłaszania globalnych identyfikatorów podmiotów i kodów ISIN. Większy zasięg LEI i ISIN pozwoliłby ESMA i ERRS skuteczniej łączyć różne dane dotyczące ZAFI i AFI oraz identyfikować ryzyko systemowe⁶⁰.

Krajowe banki centralne gromadzą dane na potrzeby sprawozdawczości statystycznej, ale nie są one dostępne dla ESMA ani ERRS.

123 ESMA nie dysponuje obecnie danymi dotyczącymi portfela funduszy dla UCITS i AFI. Dane na tym poziomie byłyby jednak potrzebne do przeprowadzania miarodajnych analiz ryzyka i nadzorczych testów warunków skrajnych na podstawie danych regulacyjnych, a nie komercyjnych.

124 Krajowe banki centralne (KBC) są już zobowiązane do gromadzenia w jednolity sposób szczegółowych danych dotyczących funduszy inwestycyjnych – w tym AFI i UCITS, ale nie FRP – na potrzeby sprawozdawczości statystycznej EBC⁶¹. Dane te

⁶⁰ ERRS, „The benefits of the Legal Entity Identifier for monitoring systemic risk”, Occasional Paper Series nr 18 (wrzesień 2021 r.).

⁶¹ Rozporządzenie EBC/2013/38.

zawierają szczegóły dotyczące funduszy na poziomie ISIN. Jednakże KBC udostępniają te dane EBC jedynie w sposób zagregowany, ponieważ zasady poufności ustanowione przez Radę w 1998 r. w znacznym stopniu ograniczają wykorzystanie poufnych danych zbieranych przez KBC „w celu realizacji zadań ESBC”⁶². Niektóre zagregowane dane gromadzone przez EBC są już udostępniane ESMA i ERRS, ale nie są one wystarczająco szczegółowe, aby umożliwić właściwe monitorowanie ryzyka systemowego.

125 ESMA i ERRS nie zbadały w pełni możliwości dostępu i wykorzystania bardziej szczegółowych danych na poziomie portfela, które zbierają KBC (zob. pkt [117](#)), tłumacząc to trudnościami natury prawnej i operacyjnej. Trybunał zwraca uwagę, że w niektórych przypadkach KBC są również organami odpowiedzialnymi za nadzór nad funduszami inwestycyjnymi.

⁶² Rozporządzenie Rady (WE) nr 2533/98, art. 8 ust. 5

Wnioski i zalecenia

126 Ogólnie rzecz biorąc, w wyniku kontroli Trybunał stwierdził, że chociaż działania UE umożliwiły stworzenie jednolitego rynku dla funduszy inwestycyjnych, to nie przyniosły jednak pożądanych rezultatów, ponieważ rzeczywista działalność transgraniczna i korzyści dla inwestorów pozostają ograniczone. Ponadto spójność i skuteczność nadzoru nad funduszami oraz ochrona inwestorów są niewystarczające.

127 Komisja i unijni współprawodawcy wyznaczyli ambitne cele dla jednolitego rynku funduszy inwestycyjnych, a mianowicie umożliwienie skutecznej dystrybucji funduszy w innych państwach członkowskich, zapewnienie skutecznej i funkcjonującej w podobny sposób ochrony inwestorów oraz stworzenie równych warunków konkurencji (zob. pkt 16–17). Trybunał stwierdza, że Komisja i współprawodawcy umożliwili prowadzenie działalności transgranicznej dzięki systemowi „paszportowemu”, jednak jeżeli chodzi o kluczowy cel, czyli zwiększenie liczby funduszy faktycznie transgranicznych (tj. wprowadzanych do obrotu w kilku państwach członkowskich), skuteczność ich działań była ograniczona. Liczba tych funduszy wzrosła jedynie nieznacznie (zob. pkt 18–21).

128 Trybunał ustalił, że nie osiągnięto oczekiwanych korzyści dla inwestorów, takich jak wprowadzenie niższych opłat dzięki konkurencji i innowacjom lub dostęp do większej liczby produktów. Koszty są nadal wysokie i różnią się znacznie w poszczególnych państwach członkowskich (zob. pkt 83). Ponadto nadal nie osiągnięto równych warunków działania, ponieważ praktyki nadzorcze i wyniki różnią się znacznie w poszczególnych państwach członkowskich, a bariery utrudniające wejście na rynek nadal istnieją (zob. pkt 22–23). Trybunał odnotowuje, że prawo UE nie może odpowiedzieć na niektóre realia rynkowe i wybory polityczne, takie jak opodatkowanie, popyt lokalny i przypadki, w których zarządzający aktywami decydują się na dystrybucję swoich funduszy inwestycyjnych.

129 Chociaż ustanowienie ram prawnych UE stanowiło krok naprzód, ich kolejne wielokrotne zmiany nie przyniosły odmiennych rezultatów, a więc mogą nie być odpowiednim narzędziem do pogłębienia jednolitego rynku. Komisja nie przeprowadziła kompleksowej kontroli adekwatności ogólnych ram prawnych obejmujących fundusze inwestycyjne, aby ocenić, w jakim stopniu osiągnięto poszczególne cele. Trybunał stwierdza, że Komisja nie zawsze była w stanie wykazać zalety lub skuteczność swoich inicjatyw ustawodawczych mających na celu wzmocnienie obowiązujących przepisów. W ocenach skutków *ex ante* potencjalne oddziaływanie nowych przepisów mogło zostać przeszacowane, a oceny *ex post* muszą

być bardziej szczegółowe (zob. pkt 26–30). Ponadto dokonywany przez Komisję pomiar wyników nie jest zgodny z jej własnymi kryteriami (zob. pkt 31).

Zalecenie 1 – Ocena przydatności istniejących ram do osiągnięcia pożądaných celów

Trybunał zaleca, aby Komisja:

- a) przeprowadziła kompleksową kontrolę adekwatności przepisów dotyczących funduszy inwestycyjnych oraz, w zależności od jej wyników, podjęła środki mające na celu skuteczniejsze osiągnięcie celów jednolitego rynku;
- b) ulepszyła pomiar wyników poprzez ustanowienie odpowiednich wskaźników.

Termin realizacji: do 2024 r.

130 ESMA zintensyfikowała działania w obszarze konwergencji praktyk nadzorczych. Stworzyła na przykład ramy służące identyfikacji kluczowych zagrożeń dla nadzoru i koncentracji na nich (zob. pkt 40–41). Jednak skuteczne wykorzystanie tych narzędzi napotyka na wyzwania, takie jak własna struktura zarządzania ESMA i zależność od współpracy z właściwymi organami krajowymi. Właściwe organy krajowe wyraźnie preferują narzędzia konwergencji, które są „nieinwazyjne” (zob. pkt 56–57).

131 ESMA stosowała głównie narzędzia przygotowawcze, takie jak wytyczne oraz listy pytań i odpowiedzi. Trybunał ustalił, że nie wykazano skuteczności tych narzędzi, ponieważ ESMA nie prowadzi pomiaru skutków wszystkich swoich działań na rzecz konwergencji (zob. pkt 42–43). ESMA ustanowiła ostatnio nowe narzędzia i wykorzystuje je w obszarach priorytetowych. Skupiła się w większym stopniu na narzędziach takich jak wspólne działania nadzorcze, które tworzą przestrzeń dla uczestniczących właściwych organów krajowych do dzielenia się informacjami i omawiania praktyk (zob. pkt 44–46). ESMA rzadko jednak korzystała ze swoich uprawnień do egzekwowania przepisów (zob. pkt 42–48).

132 W związku z tym wysiłki ESMA miały jedynie ograniczony wpływ na stworzenie spójnego i podobnego nadzoru. Trybunał znalazł przypadki, w których działania ESMA poprawiły jakość nadzoru krajowego i zmniejszyły rozbieżności w stosowanych praktykach. ESMA nie jest jeszcze w stanie wykazać poczynionych postępów, ponieważ nie mierzy stopnia, w jakim osiąga swoje cele (zob. pkt 58–60). Prace ESMA wykazały również pewne uchybienia w nadzorze na szczeblu krajowym, w szczególności w zakresie egzekwowania przepisów (zob. pkt 61–68).

Zalecenie 2 – Zwiększenie skuteczności działań ESMA na rzecz konwergencji

Trybunał zaleca, aby Komisja:

- a) rozważyła zaproponowanie zmian w strukturze zarządzania ESMA, które pozwoliłyby na skuteczniejsze wykorzystanie uprawnień Urzędu, w tym wprowadzenie obowiązku udziału właściwych organów krajowych w jego pracach w zakresie konwergencji oraz powierzenie pracownikom Urzędu kierownictwa operacyjnego.

ESMA powinna:

- b) wprowadzić bardziej ustrukturyzowane podejście do wyboru narzędzi konwergencji, wzmocnić działania następcze oraz w razie potrzeby stosować narzędzia zaradcze, w tym dotyczące postępowań w sprawie „naruszenia prawa Unii”;
- c) zwiększyć swoją zdolność do monitorowania postępów poprzez sporządzenie mapy praktyk nadzorczych, ocenę skuteczności narzędzi oraz przegląd systemu pomiaru wyników.

Termin realizacji: do 2024 r.

133 Komisja i ESMA zwiększyły przejrzystość funduszy inwestycyjnych, a także ryzyka i kosztów z nimi związanych. Zasadniczymi narzędziami było wprowadzenie dokumentu zawierającego kluczowe informacje dla inwestorów oraz publikacja rocznego sprawozdania na temat wyników i kosztów. Nadal występują jednak uchybienia w sferze informacji przekazywanych inwestorom, a inwestorom nadal bardzo trudno jest porównać poszczególne fundusze (zob. pkt [73–80](#)).

134 W ciągu ostatnich kilku lat koszty ponoszone przez inwestorów powoli spadały, ale inwestorzy nadal nie są wystarczająco chronieni przed nieuzasadnionymi kosztami naliczanymi przez zarządzających funduszami (np. poprzez ukryte indeksowanie) lub przed stronniczymi poradami udzielanymi przez pośredników finansowych, którzy w większości państw członkowskich nadal otrzymują zachęty (zob. pkt [83–92](#)). Ponadto ratingi dotyczące ESG są w dużej mierze nieuregulowane i nienadzorowane (zob. pkt [81–82](#)).

Zalecenie 3 – Lepsza ochrona inwestorów przed nadmiernymi kosztami i wprowadzającymi w błąd informacjami

Trybunał zaleca, aby Komisja:

- a) lepiej ochroniła inwestorów detalicznych, w szczególności poprzez bardziej rygorystyczne przepisy dotyczące zachęt.

ESMA powinna:

- b) w dalszym zakresie udoskonalić analizę wyników i kosztów detalicznych produktów inwestycyjnych, zwłaszcza w podziale na kraj dystrybucji i rodzaj kosztów;
- c) opracować narzędzia pozwalające inwestorom na uzyskanie informacji o wszystkich oferowanych funduszach spełniających określone kryteria oraz na porównanie kosztów i wyników tych funduszy.

Termin realizacji: do 2024 r.

135 ESMA monitoruje ryzyko systemowe za pomocą regularnych i doraźnych sprawozdań zewnętrznych i wewnętrznych, ale nie przedstawia podziału ryzyka według krajów. Nie sporządzono formalnego wykazu praktyk stosowanych w państwach członkowskich w zakresie monitorowania ryzyka systemowego (zob. pkt [94](#) i [99–102](#)). Rada Stabilności Finansowej określiła rodzaje ryzyka związanego z działalnością w zakresie zarządzania aktywami. ESMA zajęła się dwoma głównymi rodzajami ryzyka: dźwignią finansową i płynnością. Choć w prawodawstwie istnieją przepisy ogólne, Trybunał stwierdził jednak, że aktualne wytyczne ESMA nie obejmują ryzyka operacyjnego (zob. pkt [95–98](#)).

136 ESMA nie przeprowadziła nadzorczych testów warunków skrajnych, mimo że były one przewidziane w jej rozporządzeniu ustanawiającym. Przeprowadziła jedynie symulacje warunków skrajnych na podstawie danych rynkowych i dopiero teraz, choć powoli, inicjuje działania następcze dla wyników symulacji. Prace koncepcyjne nad testami warunków skrajnych w ramach nadzoru jeszcze się nie rozpoczęły. Trybunał ustalił, że ESMA opracowała odpowiednie wytyczne dotyczące wewnętrznych testów warunków skrajnych. Dane dotyczące testów warunków skrajnych, z wyjątkiem danych dotyczących funduszy rynku pieniężnego, nie są systematycznie przekazywane. Zgłoszone dane nie zostały jeszcze wykorzystane do opracowania nadzorczych testów warunków skrajnych ani do weryfikacji wyników symulacji warunków skrajnych (zob. pkt [103–111](#)).

Zalecenie 4 – Poprawa identyfikacji ryzyka systemowego

ESMA powinna, we współpracy z ERRS, określić, dla których rodzajów funduszy konieczne jest przeprowadzenie nadzorczych testów warunków skrajnych; zbadać, w jaki sposób można skuteczniej wykorzystać wyniki istniejących testów warunków skrajnych i symulacji, oraz opracować kompleksowy model umożliwiający analizę wzajemnych powiązań.

Termin realizacji: do 2025 r.

137 Obecnie na szczeblu UE nie ma zharmonizowanego systemu sprawozdawczości dla przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe. W związku z tym dane dotyczące nadzoru gromadzone przez właściwe organy krajowe w państwach członkowskich nie są porównywalne. Sprawozdawczość dotycząca alternatywnych funduszy inwestycyjnych jest zharmonizowana na poziomie UE, ale ramy sprawozdawczości nie zobowiązują zarządzających tymi funduszami do przekazywania wspólnych identyfikatorów ani szczegółowych informacji na poziomie portfela. Niewystarczająca jakość, dostępność i wykorzystanie danych negatywnie wpływają na monitorowanie ryzyka i przeprowadzanie związanych z nim testów warunków skrajnych (zob. pkt 112–122 i pkt 102).

138 Krajowe banki centralne już gromadzą, na potrzeby sprawozdawczości statystycznej, szczegółowe informacje na poziomie portfela na temat przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe i alternatywnych funduszy inwestycyjnych. Przekazują jednak te dane w formie zagregowanej wyłącznie EBC, który udostępnia podzbiór tych informacji ESMA i ERRS. Zgodnie z przepisami rozporządzeń ustanawiających Urząd i Rada są uprawnione do występowania o informacje *ad hoc*, lecz nie skorzystały one z tego uprawnienia w celu uzyskania dostępnych danych. Co do zasady wnioski o uzyskanie takich danych wymagają zatwierdzenia przez zarządy tych jednostek i nie są odpowiednim narzędziem regularnego monitorowania ryzyka systemowego (zob. pkt 117 i 124–125).

Zalecenie 5 – Usprawnienie gromadzenia danych i aktualizacja systemów sprawozdawczości

Trybunał zaleca, aby Komisja:

- a) wspierała ESMA i ERRS w uzyskiwaniu potrzebnych im informacji na temat funduszy, które są dostępne dla właściwych organów krajowych i banków

centralnych Eurosystemu, oraz zaproponowała zharmonizowany system sprawozdawczości dotyczący UCITS;

- b) oceniła, jakie dodatkowe dane dotyczące funduszy są potrzebne i w jaki sposób należy je gromadzić, aby lepiej monitorować ryzyko, utrzymując obciążenia sprawozdawcze dla sektora na minimalnym poziomie.

Termin realizacji: do 2024 r.

Niniejsze sprawozdanie zostało przyjęte przez Izbę IV, której przewodniczy Mihails KOZLOVS, członek Trybunału Obrachunkowego, w Luksemburgu w dniu 18 stycznia 2022 r.

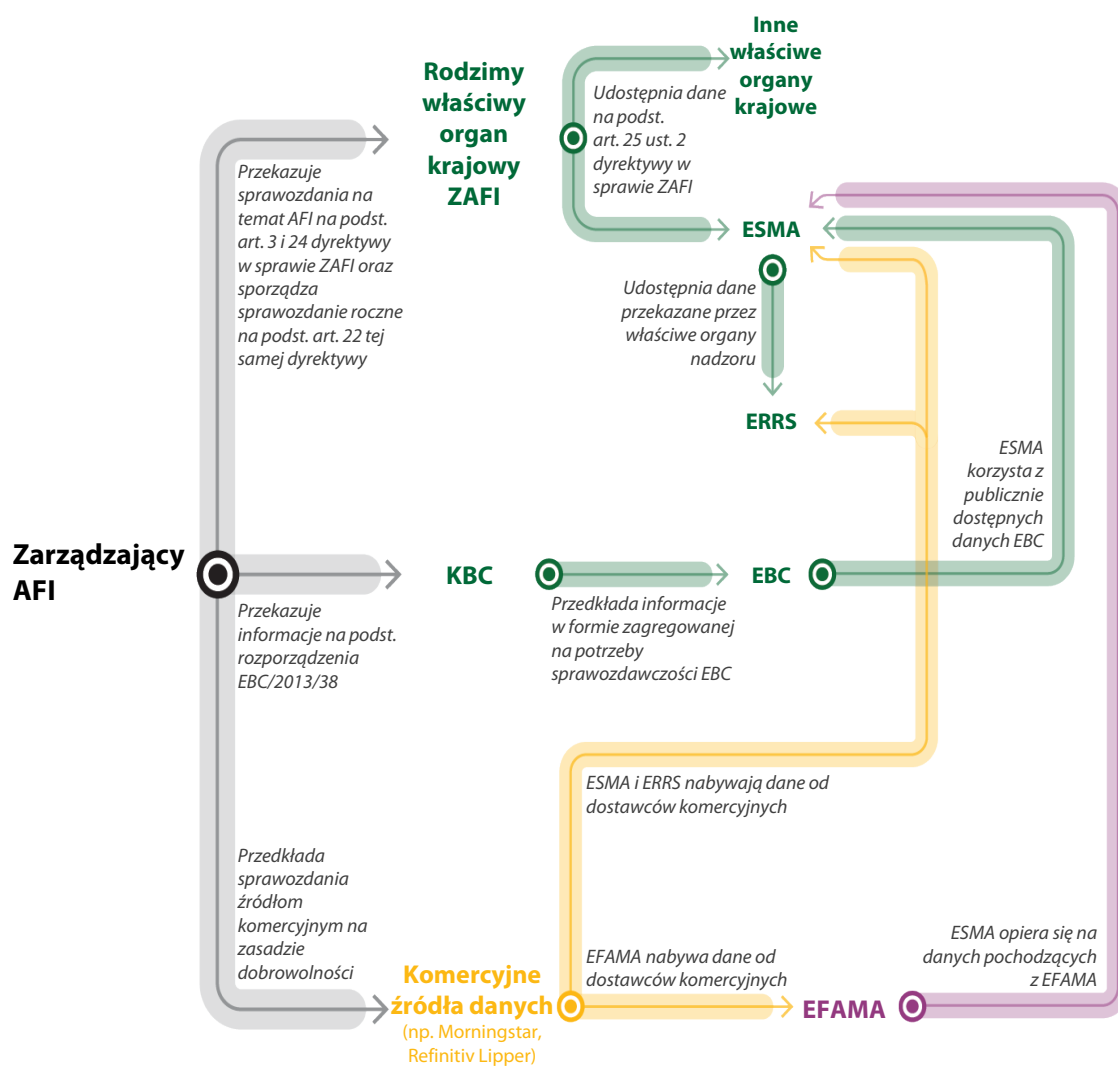
W imieniu Europejskiego Trybunału Obrachunkowego

Klaus-Heiner LEHNE
Prezes

Załącznik

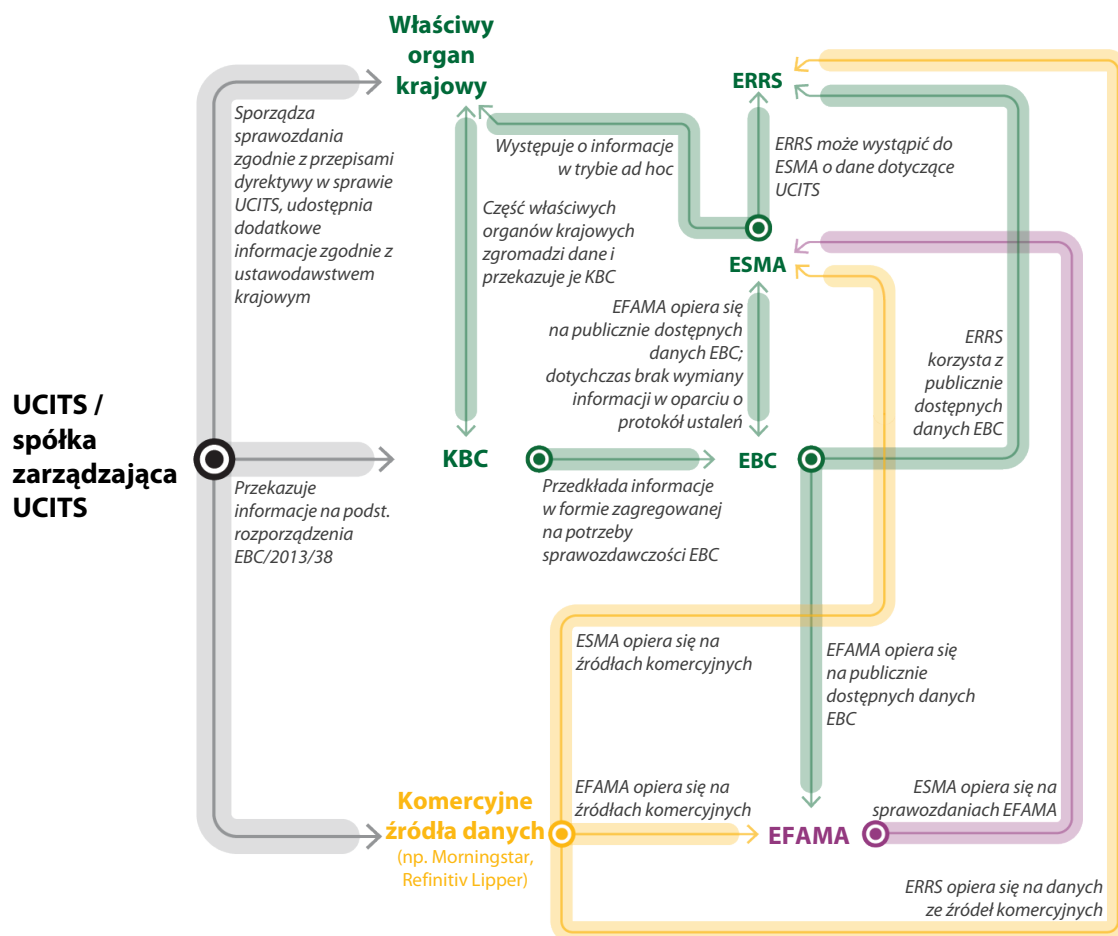
Załącznik – Gromadzenie danych dotyczących AFI i UCITS oraz wymiana informacji

Gromadzenie danych dotyczących AFI i wymiana informacji



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

Gromadzenie danych dotyczących UCITS i wymiana informacji



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

Wykaz akronimów i skrótów

AFI – alternatywny fundusz inwestycyjny

AMF – Autorité des marchés financiers (francuski urząd ds. rynków finansowych)

CSA – wspólne działanie nadzorcze

Dyrektywa w sprawie ZAFI – dyrektywa w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi

EBC – Europejski Bank Centralny

EFAMA – Europejskie Stowarzyszenie Zarządzania Funduszami i Aktywami

EIOPA – Europejski Urząd Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych

EPC – ekwiwalent pełnego czasu pracy

ERRS – Europejska Rada ds. Ryzyka Systemowego

ESA – Europejskie Urzędy Nadzoru

ESG – ochrona środowiska, polityka społeczna i ład korporacyjny

ESMA – Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych

ETF – fundusze inwestycyjne typu ETF

EUNB – Europejski Urząd Nadzoru Bankowego

IOSCO – Międzynarodowa Organizacja Komisji Papierów Wartościowych

KBC – krajowy bank centralny

KOD ISIN – międzynarodowy kod identyfikujący papier wartościowy

LEI – identyfikator podmiotu prawnego

MFW – Międzynarodowy Fundusz Walutowy

MiFID (I/II) – **dyrektywa** w sprawie rynków instrumentów finansowych

MiFIR – rozporządzenie w sprawie rynków instrumentów finansowych

NAV – wartość aktywów netto

PRIIP – detaliczne produkty zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowe produkty inwestycyjne

Rozporządzenie w sprawie FRP – rozporządzenie w sprawie funduszy rynku pieniężnego

TFUE – Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej

TRV – tendencje, zagrożenia i podatność na ryzyko

UCITS – przedsiębiorstwo zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe

UCITSD – dyrektywa w sprawie UCITS

ZAFI – zarządzający alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi

Glosariusz

Alternatywny fundusz inwestycyjny (AFI) – wszystkie fundusze inwestycyjne, które nie są objęte dyrektywą UE w sprawie UCITS, wchodzą natomiast w zakres dyrektywy w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi (dyrektywy w sprawie ZAFI). Należą do nich fundusze hedgingowe, fundusze venture capital, fundusze private equity i fundusze nieruchomości.

Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych (MiFID) – unijne ramy prawne ustanowione w celu regulacji rynków finansowych i zwiększenia ochrony inwestorów. W 2018 r. pierwotna dyrektywa została zastąpiona przez dyrektywę MiFID II.

Europejski Urząd Nadzoru Bankowego (EUNB) – agencja regulacyjna UE, która dba o skuteczność i spójność regulacji ostrożnościowych i nadzoru ostrożnościowego w całym europejskim sektorze bankowym. Zadania EUNB obejmują uruchamianie i koordynowanie testów warunków skrajnych w unijnym sektorze finansowym. Urząd ustanawia również odpowiednie normy.

Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) – agencja regulacyjna UE, która przyczynia się do zabezpieczenia stabilności systemu finansowego UE, zwiększając ochronę inwestorów oraz promując stabilne i dobrze zorganizowane rynki finansowe. Do jej zadań należy wspieranie konwergencji praktyk nadzorczych między właściwymi organami krajowymi państw członkowskich odpowiedzialnymi za nadzór nad rynkami papierów wartościowych i rynkami kapitałowymi.

Europejskie Urzędy Nadzoru (ESA) – wspólne określenie dla trzech organów odpowiedzialnych za nadzór nad sektorem finansowym: Europejskiego Urzędu Nadzoru Bankowego, Europejskiego Urzędu Nadzoru Ubezpieczeń i Pracowniczych Programów Emerytalnych oraz Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

Fundusz hedgingowy – rodzaj AFI, który dąży do osiągnięcia dodatniego zwrotu poprzez stosowanie bardziej elastycznych strategii inwestycyjnych, często z wykorzystaniem dźwigni finansowej (inaczej mówiąc, zaciąganie pożyczek w celu zwiększenia ekspozycji inwestycyjnej oraz ryzyka), krótkiej sprzedaży i innych spekulacyjnych praktyk inwestycyjnych, które nie są często stosowane przez inne rodzaje funduszy.

Fundusz inwestycyjny typu ETF – jest rodzajem papieru wartościowego zaprojektowanego tak, aby śledził poziom **indeksów**, sektor, towar lub inne aktywa, ale który może być kupowany lub sprzedawany na giełdzie.

Fundusz prawdziwie transgraniczny – fundusz wprowadzony do obrotu w co najmniej trzech lub pięciu krajach.

Fundusze rynku pieniężnego (FRP) – fundusze inwestycji w krótkoterminowy dług.

Jednolity zbiór przepisów – zbiór aktów prawnych, do których muszą stosować się wszystkie instytucje finansowe w UE.

Kluczowy wskaźnik efektywności – wymierna miara ukazująca osiągnięte wyniki względem kluczowych celów.

Kontrola zgodności – sprawdzenie, czy odpowiednie przepisy dyrektywy UE zostały prawidłowo odzwierciedlone w krajowych środkach wykonawczych.

Konwergencja praktyk nadzorczych – konwergencja praktyk i wyników nadzorczych opisuje proces wspierania spójnego i skutecznego wdrażania i stosowania zharmonizowanych, ale nie jednolitych przepisów przez właściwe organy krajowe w całej UE. Konwergencja nie oznacza uniwersalnego podejścia. Ogólnym celem jest dążenie do osiągnięcia porównywalnych wyników w zakresie regulacji i nadzoru.

Nadzorczy test warunków skrajnych – test warunków skrajnych przeprowadzony przez organ nadzoru.

Ocena adekwatności – ocena służąca wykryciu nakładania się zakresów działań, luk, niespójności lub przestarzałych środków w ramach regulacyjnych dotyczących danej dziedziny polityki.

Ocena skutków – analiza prawdopodobnych (*ex ante*) lub faktycznych (*ex post*) skutków inicjatywy politycznej lub innego sposobu działania.

Paszport (na potrzeby) wprowadzania do obrotu – pozwala na transgraniczne wprowadzanie do obrotu UCITS lub AFI – które uzyskały zezwolenie właściwego organu krajowego w jednym państwie członkowskim – w innych państwach członkowskich bez konieczności uzyskania zezwolenia właściwych organów krajowych w przyjmującym państwie członkowskim. Paszport na potrzeby wprowadzania do obrotu UCITS pozwala na wprowadzanie UCITS do obrotu wśród inwestorów detalicznych i instytucjonalnych, natomiast paszport na potrzeby wprowadzenia do obrotu AFI jest objęty ograniczeniem wprowadzania do obrotu wyłącznie wśród inwestorów branżowych. Podobnie jak w przypadku paszportu na potrzeby zarządzania, zezwolenie zastępuje się

procedurą powiadamiania między właściwymi organami krajowymi w różnych państwach członkowskich.

Paszport (na potrzeby) zarządzania – umożliwia spółce zarządzającej UCITS lub zarządzającemu AFI (ZAFI), którzy uzyskali zezwolenie w jednym z państw członkowskich, prowadzenie działalności w innych państwach członkowskich w ramach swobody świadczenia usług lub poprzez założenie oddziału. Chociaż taka działalność transgraniczna podlega procedurze powiadamiania przez właściwe organy krajowe w zaangażowanych państwach członkowskich, zarządzający funduszem nie musi przechodzić dalszej procedury udzielania zezwolenia.

Postępowanie w sprawie uchybienia zobowiązaniom państwa członkowskiego – procedura, w ramach której Komisja wszczyna postępowanie przeciwko państwu członkowskiemu, które uchybiło zobowiązaniom wynikającym z prawa Unii.

Pośrednik finansowy – podmiot, który pośredniczy między zarządcą funduszu w ramach instrumentu finansowego a odbiorcami końcowymi.

Przedsiębiorstwa zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS) – instrument inwestycyjny, który gromadzi kapitał wielu inwestorów i dokonuje zbiorowych inwestycji za pośrednictwem portfela instrumentów finansowych takich jak akcje, obligacje i inne papiery wartościowe. UCITS, które są objęte dyrektywą UE w sprawie UCITS, mogą być wprowadzane do obrotu publicznego dla inwestorów detalicznych w całej UE na podstawie pojedynczego pozwolenia wydanego przez jedno państwo członkowskie.

Pseudoekologiczny marketing – to proces polegający na stwarzaniu fałszywego wrażenia lub dostarczaniu mylących informacji o tym, że produkty danej firmy są bardziej przyjazne dla środowiska.

Ryzyko systemowe – ryzyko zakłócenia systemu finansowego, które może wywołać poważne negatywne skutki dla rynku wewnętrznego i dla szerzej pojętej gospodarki.

Tajemniczy Klient – metoda niejawnych badań stosowana przez właściwe organy krajowe lub firmy zajmujące się badaniem rynku, z których usług mogły one korzystać, w celu pomiaru jakości obsługi klienta lub gromadzenia informacji na temat produktów i usług finansowych oraz postępowania pośredników finansowych wobec konsumentów.

Test warunków skrajnych – symulacja mająca na celu ocenę zdolności instytucji finansowej do sprostania różnym scenariuszom kryzysowym.

Transpozycja prawa Unii – procedura, za pomocą której państwa członkowskie włączają dyrektywy UE do swojego prawa krajowego, tak aby ich cele, wymogi i terminy były bezpośrednio stosowane.

Umorzenie – wymiana środków na gotówkę.

Ustalenia dotyczące przekazywania uprawnień – ustalenia, w ramach których niektóre funkcje nie są wykonywane przez sam podmiot uprawniony i w związku z tym podlegają monitorowaniu delegowania uprawnień. Ustalenia dotyczące delegowania uprawnień mogą być skutecznym sposobem wykonywania niektórych funkcji lub działań. Takie ustalenia nie są jednak pozbawione ryzyka i muszą podlegać odpowiedniemu nadzorowi.

Właściwy organ krajowy – organ krajowy odpowiedzialny za nadzór bankowy lub nadzór nad rynkiem papierów wartościowych.

Zachęty – płatności dokonywane na rzecz osób trzecich z tytułu świadczenia przez nie usług.

Zarządzający funduszem – organ lub osoba odpowiedzialne za wdrożenie strategii inwestycyjnej i zarządzanie portfelem inwestycji związanych z instrumentem finansowym.

Zasady IOSCO – zasady ustanowione przez Międzynarodową Organizację Komisji Papierów Wartościowych (IOSCO). Opierają się one na trzech celach regulacji papierów wartościowych: ochronie inwestorów, zapewnieniu uczciwości, efektywności i przejrzystości rynków oraz ograniczeniu ryzyka systemowego.

Odpowiedzi Komisji i ESMA

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

Kalendarium

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

Zespół kontrolny

Sprawozdania specjalne Trybunału przedstawiają wyniki kontroli dotyczących obszarów polityki i programów unijnych bądź kwestii związanych z zarządzaniem w wybranych obszarach budżetowych. Trybunał wybiera i opracowuje zadania kontrolne tak, aby osiągnąć jak największe oddziaływanie, biorąc przy tym pod uwagę kryteria takie jak zagrożenia dla wykonania zadań lub zgodności, poziom dochodów lub wydatków w danym obszarze, nadchodzące zmiany oraz interes polityczny i społeczny.

Niniejsza kontrola wykonania zadań została przeprowadzona przez Izbę IV – której przewodniczy członek Trybunału Mihails Kozlovs – zajmującą się obszarami regulacji rynków i konkurencyjnej gospodarki. Kontrolą kierował członek Trybunału Rimantas Šadžius, a w prace kontrolne zaangażowani byli: Mindaugas Pakštys, szef gabinetu, oraz Matthias Blaas, attaché; Ioanna Metaxopoulou, dyrektorka; Paul Stafford, kierownik; Eddy Struyvelt, koordynator zadania; a także kontrolerzy: Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska i Nadiya Sultan. Wsparcie językowe zapewnił Mark Smith.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

PRAWA AUTORSKIE

© Unia Europejska, 2022.

Polityka Europejskiego Trybunału Obrachunkowego w zakresie ponownego wykorzystywania dokumentów jest realizowana na podstawie [decyzji Trybunału nr 6/2019](#) w sprawie polityki otwartych danych oraz ponownego wykorzystywania dokumentów.

O ile nie wskazano inaczej (np. nie zamieszczono szczegółowych adnotacji o prawach autorskich), treści Europejskiego Trybunału Obrachunkowego będące własnością UE objęte są licencją [Creative Commons Uznanie autorstwa 4.0 Międzynarodowe \(CC BY 4.0\)](#). Oznacza to, że ponowne wykorzystanie jest dozwolone, pod warunkiem że dokumenty zostaną odpowiednio oznaczone i zostaną wskazane dokonane w nich zmiany. W przypadku ponownego wykorzystania nie wolno zmieniać oryginalnego znaczenia ani przesłania dokumentów. Trybunał nie ponosi odpowiedzialności za jakiegokolwiek konsekwencje ponownego ich wykorzystania.

Jeżeli konkretna treść wskazuje na możliwą do zidentyfikowania osobę fizyczną – tak jak w przypadku zdjęć, na których widoczni są pracownicy Trybunału – lub zawiera prace stron trzecich, wymagane jest zweryfikowanie dodatkowych praw autorskich. W takim przypadku uzyskanie zezwolenia na ponowne wykorzystanie określonej treści unieważnia i zastępuje wspomniane wcześniej zezwolenie ogólne. Powinny być w nim wyraźnie opisane wszelkie ograniczenia dotyczące wykorzystania treści.

W celu wykorzystania lub powielenia treści niebędącej własnością UE może być konieczne wystąpienie o zgodę bezpośrednio do właścicieli praw autorskich.

Oprogramowanie lub dokumenty objęte prawem własności przemysłowej, takie jak patenty, znaki towarowe, wzory użytkowe, znaki graficzne i nazwy, nie są objęte polityką Europejskiego Trybunału Obrachunkowego w zakresie ponownego wykorzystania i nie jest udostępniana licencja na nie.

Na stronach internetowych instytucji Unii Europejskiej dostępnych w domenie europa.eu zamieszczane są odsyłacze do stron zewnętrznych. Trybunał nie kontroluje ich zawartości i w związku z tym zachęca użytkowników, aby we własnym zakresie zapoznali się z polityką ochrony prywatności i polityką w zakresie praw autorskich obowiązującymi na tych stronach.

Znak graficzny Europejskiego Trybunału Obrachunkowego

Znak graficzny Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nie może być wykorzystywany bez uprzedniej zgody Trybunału.

PDF	ISBN 978-92-847-7523-1	ISSN 1977-5768	doi:10.2865/833	QJ-AB-22-029-PL-N
HTML	ISBN 978-92-847-7516-3	ISSN 1977-5768	doi:10.2865/432772	QJ-AB-22-029-PL-Q

Fundusze inwestycyjne odgrywają kluczową rolę w europejskiej unii rynków kapitałowych. Stanowią one pomoc dla inwestorów w efektywnym lokowaniu kapitału. Trybunał ocenił adekwatność ram regulacyjnych, działania UE zmierzające do stworzenia skutecznych – i działających w podobny sposób – systemów nadzoru we wszystkich państwach członkowskich, a także unijne prace na rzecz ochrony inwestorów i stabilności finansowej.

Stwierdził on, że działania UE umożliwiły stworzenie jednolitego rynku dla funduszy inwestycyjnych, lecz nie przyniosły jeszcze pożądaných rezultatów, ponieważ rzeczywista działalność transgraniczna i korzyści dla inwestorów pozostają ograniczone. Spójność i skuteczność nadzoru nad funduszami oraz ochrona inwestorów są niewystarczające. Trybunał zaleca przeprowadzenie aktualizacji ram prawnych, zwiększenie skuteczności prac nad konwergencją, poprawę ochrony inwestorów i usprawnienie ram sprawozdawczości.

Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego przedstawiono na mocy art. 287 ust. 4 akapit drugi TFUE.



EUROPEJSKI
TRYBUNAŁ
OBRACHUNKOWY



Urząd Publikacji
Unii Europejskiej

EUROPEJSKI TRYBUNAŁ OBRACHUNKOWY
12 rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUKSEMBURG

Tel.: +352 4398-1

Formularz kontaktowy: eca.europa.eu/pl/Pages/ContactForm.aspx

Strona internetowa: eca.europa.eu

Twitter: @EUAuditors