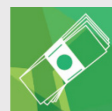


Posebno poročilo

## Investicijski skladi:

z ukrepi EU še ni bil vzpostavljen dejanski enotni trg s koristmi za vlagatelje



EVROPSKO  
RAČUNSKO  
SODIŠČE

# Vsebina

	Odstavek
<b>Povzetek</b>	I–X
<b>Uvod</b>	01–11
<b>Trg investicijskih skladov v Evropi</b>	01–07
<b>Regulativni okvir</b>	08–10
<b>Odgovornosti EU in držav članic</b>	11
<b>Obseg revizije in revizijski pristop</b>	12–15
<b>Opažanja</b>	16–125
<b>Cilji zakonodajalcev EU so bili doseženi le v omejenem obsegu</b>	16–33
Zakonodajalci EU so določili ambiciozne cilje za enotni trg za investicijske sklade	16–17
Z ureditvijo čezmejnega opravljanja storitev ni bil ustvarjen dejanski enotni trg	18–25
Zakonodajne pobude imajo omejen učinek	26–31
Prenos ni bil vedno pravočasen	32–33
<b>Organ ESMA je okrepil svoja prizadevanja za krepitev konvergence nadzora in spodbujanje uspešnega nadzora, vendar je napredek omejen</b>	34–68
Organ ESMA ima orodja za spodbujanje konvergence nadzora	39
Organ ESMA je okrepil svoje delo na področju konvergence	40–41
Dokazi o učinkih so omejeni, mehanizem za merjenje uspešnosti pa ni bil vzpostavljen	42–60
V delu organa ESMA so bile odkrite slabosti pri nadzoru in potencialno izkrivljanje konkurence	61–68
<b>Komisija in organ ESMA sta sprejela ukrepe za boljšo zaščito vlagateljev, vendar so stroški še vedno visoki</b>	69–92
Zakonodaja EU zajema številne ukrepe za zaščito vlagateljev	70–72
Kljub različnim ukrepom EU je transparentnost še vedno problem	73–82
Organ ESMA, Komisija in pristojni nacionalni organi so pripomogli k uvedbi trenda zniževanja stroškov KNPVP	83–92

<b>Opredelitev sistemskih tveganj je treba izboljšati</b>	<b>93–111</b>
Ocena in nadaljnje spremljanje sistemskih tveganj sta v zgodnji fazi	94–102
Nadzorni testi izjemnih situacij niso na voljo in, čeprav se je delo že začelo, nadaljnje spremljanje simulacije ni zadostno	103–107
Notranje smernice za teste izjemnih situacij so ustrezne, vendar se rezultati teh testov ne uporabljajo uspešno	108–111
<b>Zaradi vrzeli in prekrivanj pri zbiranju podatkov je ovirano odkrivanje tveganj za finančno stabilnost in vlagatelje</b>	<b>112–125</b>
Ker ni usklajene ureditve poročanja za KNPVP, organ ESMA ne more oceniti pripravljenosti skladov na krizo in opraviti testov izjemnih situacij	114–120
Nekatere bistvene zahteve glede poročanja v direktivi UAIS niso obvezne	121–122
Nacionalne centralne banke zbirajo podatke za statistično poročanje, vendar slednje organu ESMA in ESRB ni na voljo	123–125
<b>Zaključki in priporočila</b>	<b>126–138</b>
<b>Priloga</b>	
<b>Priloga – Zbiranje podatkov ter posredovanje informacij o AIS in KNPVP</b>	
<b>Kratice in okrajšave</b>	
<b>Glosar</b>	
<b>Odgovori Komisije in organa ESMA</b>	
<b>Časovni okvir</b>	
<b>Revizijska ekipa</b>	

## Povzetek

**I** Investicijski skladi združujejo kapital, ki ga nato vlagajo prek portfelja sredstev. Imajo pomembno vlogo v uniji kapitalskih trgov, saj se zaradi njih pospešuje rast, ustvarjajo delovna mesta in izboljšuje avtonomija EU. Državljeni EU imajo neposredno v lasti približno četrtno vseh skladov v EU, vendar so tudi bistveno posredno izpostavljeni investicijskim skladom zaradi pogodb o življenjskih zavarovanjih in pokojninah. Cilj EU je ustvariti enotni konkurenčni trg, na katerem se bo državljanom EU zagotavljala večja izbira cenejših, vendar zanesljivih naložbenih produktov in ki bo zagotavljal finančno stabilnost po vsej EU.

**II** Investicijski skladi s sedežem v EU so imeli leta 2020 v lasti 18,8 bilijona EUR sredstev, od katerih so imela gospodinjstva v lasti skoraj dve tretjini, kar kaže na potrebo po uspešnem varstvu potrošnikov. EU je vzpostavila regulativni okvir za investicijske sklade, da bi zagotovila, da se na celotnem enotnem trgu uporabljajo podobna pravila. Kljub prizadevanjem za nadaljnji razvoj enotnega trga je panoga investicijskih skladov še vedno skoncentrirana v nekaj državah članicah. Pravni okvir sestavljajo predvsem direktive, na podlagi katerih morajo države članice izvajati nacionalne predpise, kar vodi do znatnih regulativnih razlik. Organ ESMA je agencija EU, ki je zadolžena za zagotavljanje uspešnega in doslednega nadzora po vsej EU ter, skupaj z ESRB, za spremljanje tveganj za finančno stabilnost.

**III** V reviziji, ki jo je opravilo Sodišče, je bilo zajeto obdobje od leta 2016 do julija 2021 in preučeno, kako je EU vzpostavila enotni trg za investicijske sklade. Sodišče je ocenilo, ali je regulativni okvir uspešen, ali se je z delom EU spodbujala konvergenca nadzora med državami članicami in ali je EU uspešno zmanjšala tveganja za vlagatelje, trge in finančno stabilnost. V tej reviziji so opredeljene slabosti zakonodajnega pristopa Komisije in ukrepov organa ESMA v zvezi z investicijskimi skladi ter navedena priporočila za izboljšave. Tako naj bi revizija prispevala k večji uspešnosti in učinkovitosti finančnega nadzora in zaščite vlagateljev.

**IV** Zaključek Sodišča je, da je bilo z ukrepi EU, zlasti z ureditvijo čezmejnega opravljanja storitev, mogoče vzpostaviti enotni trg za investicijske sklade, vendar je dejanskih čezmejnih dejavnosti in koristi za vlagatelje še vedno malo. Poleg tega obstajajo pomanjkljivosti pri doslednosti in uspešnosti nadzora skladov in zaščiti vlagateljev. Manjše spremembe pravnega okvira ne bodo zadostovale za dosego dejanskega enotnega trga.

**V** Organ ESMA si je prizadeval za spodbujanje konvergence nadzora, kar je privedlo k rahlemu izboljšanju kakovosti nadzora in manjšim razlikam. Vendar organ ESMA tega napredka ne more meriti in ima omejeno znanje o tem, ali se v državah članicah izvaja enakovredna raven nadzora. Kljub temu pa so bile na podlagi dela organa ESMA razkrite slabosti v nadzoru posameznih držav članic in nekatere različne prakse. Pri doseganju doslednega nadzora se organ ESMA opira na dobro voljo nacionalnih nadzornikov in pripravljenost lastnega odbora nadzornikov. Sodišče je ugotovilo, da so oboji dajali prednost neinvazivnim orodjem za konvergenco, katerih uspešnost še ni bila dokazana in ki pogosto niso privedli do uspešnega in doslednega nadzora.

**VI** Z ukrepi EU se je okrepila zaščita vlagateljev. Tako se je z njimi na primer povečala transparentnost za vlagatelje, zlasti v zvezi z naložbenimi tveganji, uspešnostjo in stroški. Vendar vlagatelji še vedno niso dovolj zaščiteni pred neupravičenimi stroški ali pristranskim svetovanjem finančnih posrednikov. Zato se srečujejo z višjimi stroški, napeljuje pa se jih k nakupu manj primernih produktov, kot bi bilo zaželeno.

**VII** Organ ESMA in ESRB spremljata sistemsko tveganje in o njem poročata. Doslej še ni bil izveden popis obstoječih praks za spremljanje sistemskega tveganja v državah članicah. Organ ESMA ni opravil nadzornih testov izjemnih situacij, kot je bilo zahtevano, vendar je izvedel simulacije izjemnih situacij na podlagi tržnih podatkov. Uspešnost spremljanja sistemskih tveganj in tveganj za vlagatelje je odvisna od razpoložljivosti ustreznih podatkov. Vendar za KNPVP ni usklajene ureditve poročanja, poročanje o AIS pa ni dovolj podrobno. Organ ESMA in ESRB doslej nista v celoti raziskala možnosti uporabe obstoječih podatkov, ki jih zbirajo centralne banke, temveč se zanašata na manj zanesljive podatke komercialnih ponudnikov.

**VIII** Sodišče Komisiji priporoča, naj:

- o oceni primernosti obstoječega okvira za doseganje zelenih ciljev,
- o razmisli o predlogu sprememb strukture upravljanja organa ESMA,
- o racionalizira zbiranje podatkov in posodobi ureditve poročanja.

**IX** Sodišče organu ESMA priporoča, naj:

- o poveča uspešnost svojega dela v zvezi s konvergenco,
- o v sodelovanju z ESRB izboljša ugotavljanje sistemskega tveganja.

**X** Komisija in organ ESMA naj:

- o bolje zaščitita vlagatelje pred neupravičenimi stroški in zavajajočimi informacijami.

# Uvod

## Trg investicijskih skladov v Evropi

**01** Investicijski skladi združujejo kapital vlagateljev in ga prek portfelja sredstev, kot so delnice, obveznice in nepremičnine, združeno vlagajo v skladu z opredeljeno naložbeno politiko in načelom razpršitve tveganja. Imajo pomembno vlogo v uniji kapitalskih trgov, pobudi EU za olajšanje pretoka naložb po vsej Uniji, in s tem pri pospeševanju rasti, ustvarjanju delovnih mest in izboljšanju avtonomije EU. Cilj je ustvariti enotni konkurenčni trg in vlagateljem zagotoviti večjo izbiro cenejših, vendar zanesljivih produktov.

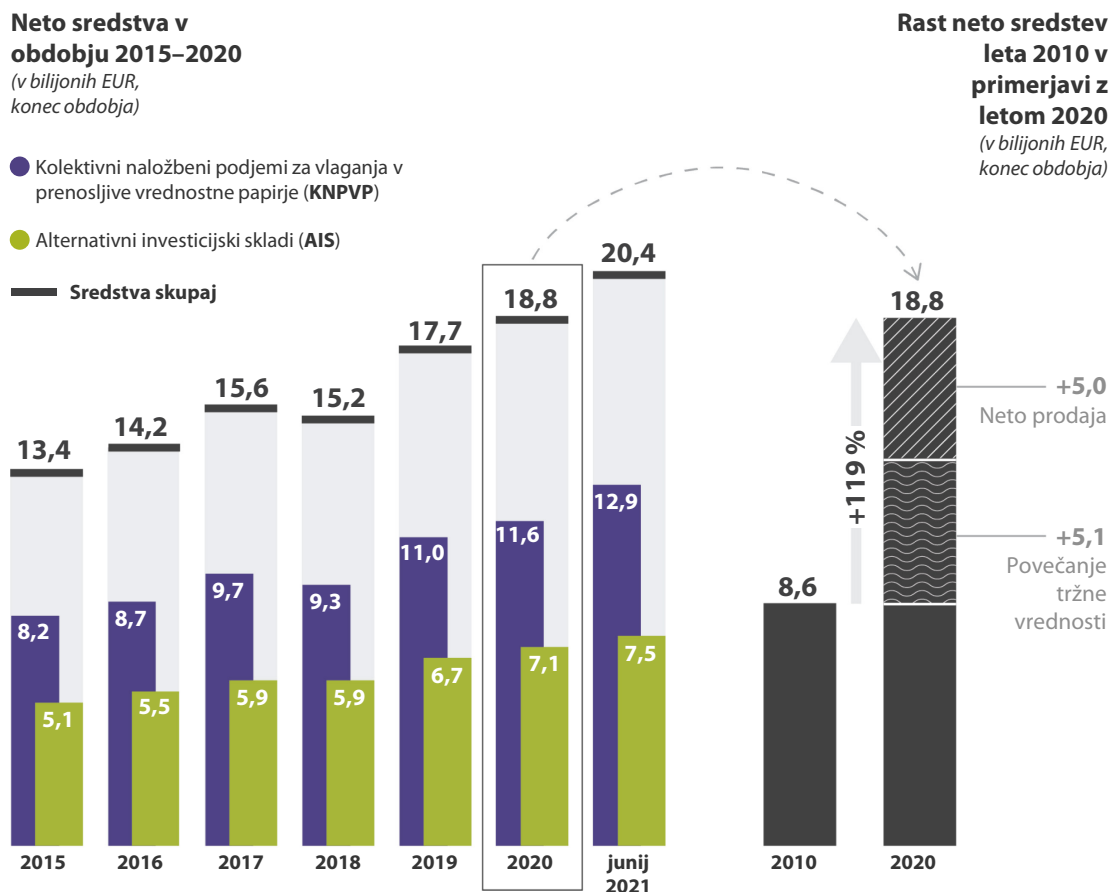
**02** Ob koncu leta 2020 je čista vrednost sredstev 64 000 investicijskih skladov s sedežem v EU znašala 18,8 bilijona EUR, kar pomeni, da je EU za ZDA drugi največji trg za investicijske sklade na svetu, kar zadeva upravljana sredstva. Več kot 60 % tega zneska (11,6 bilijona EUR) je bilo vloženi v kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP), ki so bili večinoma namenjeni malim vlagateljem. Alternativni investicijski skladi (AIS), ki predstavljajo 7,1 bilijona EUR čiste vrednosti sredstev, vključujejo vse sklade razen KNPVP (tj. nepremičninske investicijske sklade, sklade zasebnega kapitala, nekatere sklade denarnega trga, hedge sklade in druge sklade). Ta vrsta skladov je namenjena predvsem profesionalnim vlagateljem.

**03** Evropski investicijski skladi v zadnjih letih stalno rastejo. Med letoma 2011 in 2020 se je njihova čista vrednost sredstev povečala za 119 % (tj. za več kot 10 bilijonov EUR), vsako leto pa so bili zabeleženi neto prilivi, saj je vrednost novih nakupov nenehno presegala odkupe. Približno polovico te rasti je mogoče pojasniti z neto prodajo investicijskih skladov, drugo polovico pa s povečevanjem tržne vrednosti (glej [sliko 1](#)). Odkar je bila leta 2011 sprejeta Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (direktiva o UAIS)<sup>1</sup>, je čista vrednost sredstev AIS rasla hitreje kot čista vrednost sredstev KNPVP, zato se je tržni delež prvih s 27 % skladov EU konec leta 2010 povečal na 38 % deset let pozneje.

---

<sup>1</sup> Direktiva 2011/61/EU o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov z dne 8. junija 2011.

## Slika 1 – Neto sredstva evropskih investicijskih skladov glede na vrsto sklada (v obdobju 2015–2020) in njihova rast neto sredstev (v obdobju 2009–2020)



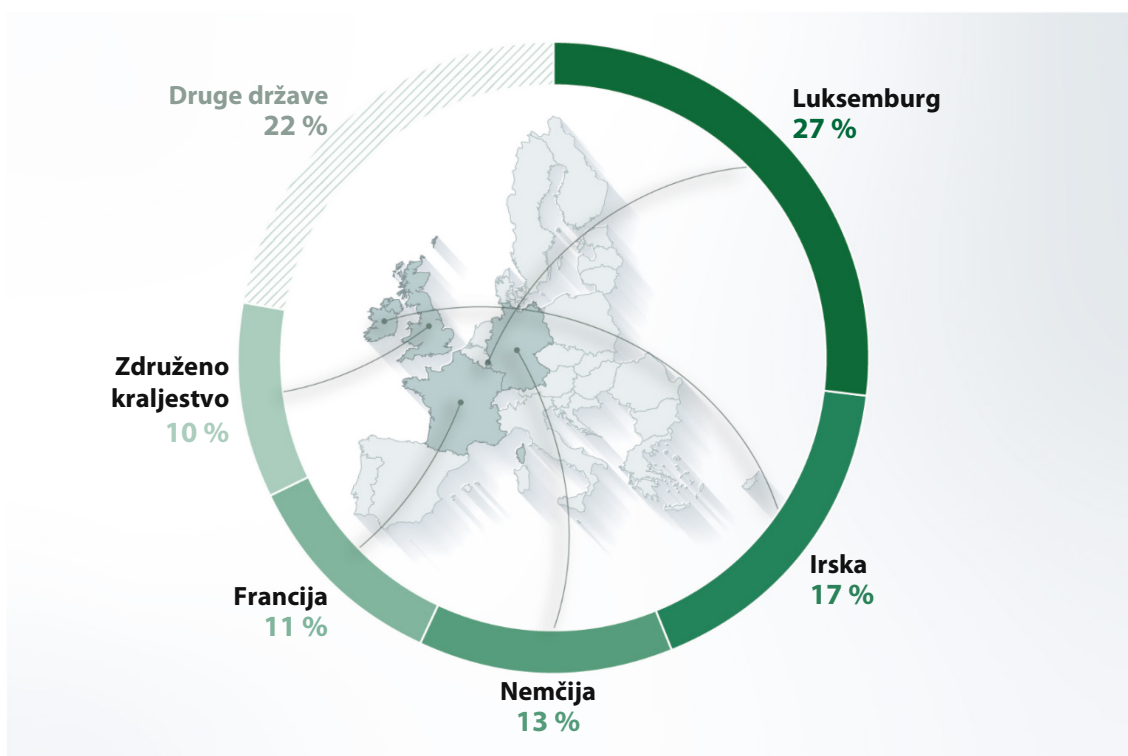
Vir: EFAMA Fact Book 2020, str. 8

**04** Čeprav se je velikost skladov s sedežem v EU povečala, so ti še vedno veliko manjši od svojih ekvivalentov v ZDA. Poleg tega ima večina največjih upraviteljev premoženja na svetu še vedno sedež v ZDA. Samo dva od 20 največjih upraviteljev premoženja na svetu imata sedež v EU.

**05** Velika večina evropskih investicijskih skladov ima sedež v le nekaj državah. Leta 2020 se je skoraj 80 % vseh neto upravljanih sredstev upravljalo v skladih v Luksemburgu (4,70 bilijona EUR), na Irskem (3,08 bilijona EUR), v Nemčiji (2,39 bilijona EUR), Franciji (1,97 bilijona EUR) in Združenem kraljestvu (1,75 bilijona EUR) (glej [sliko 2](#)). V primeru KNPVP ima več kot polovica vseh neto sredstev sedež v Luksemburgu ali na Irskem. 70 % vseh upravljanih sredstev v EU je v lasti skladov, ki imajo dovoljenje ali so registrirani za distribucijo v samo eni državi članici. 37 % KNPVP in okoli 3 % AIS je registriranih za distribucijo v več kot eni državi članici.



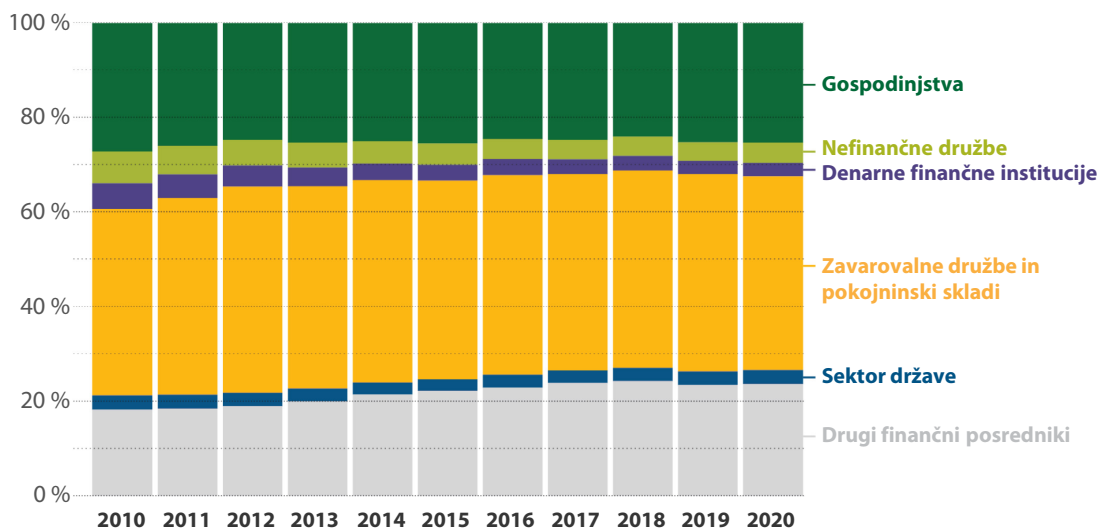
**Slika 2 – Razčlenitev neto sredstev glede na sedež v EU v letu 2019**



Vir: Evropsko računsko sodišče na podlagi podatkov organizacije EFAMA

**06** Institucionalni vlagatelji imajo v lasti skoraj dve tretjini čiste vrednosti sredstev investicijskih skladov. Gospodinjstva imajo neposredno v lasti približno četrtno vseh skladov (glej [slika 3](#)), vendar imajo tudi bistveno posredno izpostavljenost investicijskim skladom zaradi pogodb o življenjskih zavarovanjih in pokojninah.

**Slika 3 – Lastništvo investicijskih skladov po sektorjih (delež v odstotkih)**



Vir: EFAMA Fact Book 2021

**07** Kljub skoraj ničelnim obrestnim meram evropska gospodinjstva še naprej ohranjajo velik del (37 % ob koncu leta 2020) svojih finančnih sredstev v depozitih, tj. več kot dvakrat toliko kot v ZDA (16 %). Delež investicijskih skladov se je z 8,3 % leta 2011 povečal na 12,1 % v letu 2017.

## Regulativni okvir

**08** Glavna zakonodajna akta sta direktiva o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (direktiva o KNPVP)<sup>2</sup> in direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov (direktiva o UAIS). Direktivi se razlikujeta glede na področje uporabe in vsebino. Direktiva o KNPVP ureja produkte, direktiva o UAIS pa se osredotoča na zahteve za upravitelje. Obe direktivi sta direktivi o minimalni harmonizaciji, ki nacionalnim zakonodajalcem omogočata, da določijo pravila, ki so obsežnejša in/ali strožja od minimalnih standardov, določenih v zakonodaji EU. V direktivi o trgih finančnih instrumentov (MiFID II) so določene obveznosti v zvezi s poslovanjem in organizacijske zahteve za investicijska podjetja, tj. institucije, ki prodajajo sredstva neprofesionalnim strankam.

**09** Prvotna direktiva o KNPVP je bila večkrat spremenjena, Komisija pa je 25. novembra 2021 v okviru pregleda direktive o UAIS predlagala še eno spremembo. Leta 2019 so bile uvedene spremembe okvira KNPVP in UAIS, da bi se odpravile regulativne ovire za čezmejno distribucijo investicijskih skladov (čezmejni sveženj). Poleg tega zakonodaja EU zajema posebne vrste skladov, npr. sklade denarnega trga (SDT).

**10** Eden od ključnih ciljev direktiv o KNPVP in UAIS je olajšati čezmejne dejavnosti, ki jih izvajajo upravitelji skladov in investicijski skladi. Z njima sta bili uvedeni licenci za upravljanje in trženje za sklade in upraviteljev skladov s sedežem v EU:

- o **licenca za upravljanje** omogoča družbi za upravljanje KNPVP ali upravitelju AIS (UAIS), ki je pridobil dovoljenje za opravljanje dejavnosti v eni od držav članic, opravljanje poslov tudi v drugih državah članicah EU, bodisi na podlagi prostega pretoka storitev bodisi z ustanovitvijo podružnice. O taki čezmejni dejavnosti mora sicer pristojni nacionalni organ v eni državi članici uradno obvestiti pristojni

---

<sup>2</sup> [Direktiva 2009/65/ES](#) z dne 13. julija 2009 o usklajevanju zakonov in drugih predpisov o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP) (prenovitev).

nacionalni organ v drugi državi članici, vendar upravitelju sklada ni treba opraviti dodatnega postopka pridobitve dovoljenja,

- o **licenca za trženje** omogoča, da se KNPVP ali AIS, za katere je nacionalni pristojni organ v eni od držav članic EU izdal dovoljenje, čezmejno tržijo v drugih državah članicah EU, ne da bi bilo za to potrebno dovoljenje pristojnih nacionalnih organov držav članic gostiteljic. Licenca za trženje KNPVP omogoča trženje KNPVP malim in institucionalnim vlagateljem, licenca za trženje AIS pa je omejena na trženje profesionalnim vlagateljem. Podobno kot pri licenci za upravljanje se dovoljenje nadomesti s postopkom uradnega obveščanja med pristojnimi nacionalnimi organi v različnih državah članicah EU.

## Odgovornosti EU in držav članic

**11** Evropski sistem za nadzor skladov je sestavljen iz številnih evropskih in nacionalnih deležnikov. Organi EU so odgovorni za temeljno zakonodajno in usklajevalno delo, vsaka država članica pa je odgovorna za prenos zakonodaje EU in nadzor investicijskih skladov na svojem ozemlju:

- o Evropska komisija, zlasti Generalni direktorat za finančno stabilnost, finančne storitve in unijo kapitalskih trgov (GD FISMA), je odgovorna za pobude v zvezi s politikami v finančnem sektorju, vključno s predlaganjem direktiv in uredb,
- o Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA) je neodvisna agencija EU, odgovorna za zaščito vlagateljev ter spodbujanje stabilnih in urejenih finančnih trgov. Naloge organa ESMA vključujejo konvergenco nadzora ter opredelitev tveganj za finančno stabilnost in vlagatelje, kar je primerljivo z drugima dvema evropskima nadzornima organoma. ESMA ima tudi podobno korporativno strukturo in s tem povezane izzive kot omenjena organa,
- o Evropski odbor za sistemska tveganja (ESBR) je odgovoren za makrobonitetni nadzor finančnega sistema EU. Tesno sodeluje z organom ESMA in drugimi nadzornimi organi,
- o za nadzor skladov in upraviteljev skladov so odgovorni pristojni nacionalni organi na podlagi nacionalne zakonodaje, ki mora biti skladna z minimalnimi standardi, določenimi v zakonodaji EU, ali na podlagi zakonodaje EU, ki se uporablja neposredno. Pristojni nacionalni organi so člani Odbora nadzornikov organa ESMA z glasovalno pravico in sodelujejo pri delu ESRB.

## Obseg revizije in revizijski pristop

**12** Sodišče je to revizijo izvedlo v odziv na veliko javno zanimanje za investicijske sklade, ki so za EU še posebej pomembni pri razvoju unije kapitalskih trgov. Investicijski skladi so izpostavljeni tveganjem za vlagatelje in finančno stabilnost. V revizijo Sodišča je bilo zajeto obdobje od leta 2016 do julija 2021.

**13** Z revizijo je bilo preučeno, ali je EU vzpostavila dejanski enotni trg za investicijske sklade, s katerim se zagotavljata zaščita vlagateljev in finančna stabilnost. Pri reviziji so bila obravnavana tudi naslednja podvprašanja:

- o Ali je bil z ukrepi EU vzpostavljen ustrezen regulativni okvir, ki bi omogočil vzpostavitev dejanskega enotnega trga za investicijske sklade?
- o Ali se je z ukrepi EU spodbujala konvergenca nadzora?
- o Ali se z ukrepi EU učinkovito ščitijo vlagatelji?
- o Ali se z ukrepi EU uspešno ocenjujejo in zmanjšujejo tveganja za finančno stabilnost?
- o Ali imajo organi EU na voljo zanesljive podatke za opredelitev tveganj za finančno stabilnost in vlagatelje?

**14** Revizijska merila Sodišča temeljijo na mednarodnih standardih, ki jih je določilo združenje IOSCO, in na zakonodaji EU (zlasti direktivah o KNPVP in UAIS, uredbi o skladih denarnega trga in uredbi o ESMA). V nekaterih primerih Sodišče primerja trg EU s trgom ZDA, ki je najbolj razvit kapitalski trg.

**15** Revizija je bila osredotočena na ukrepe, ki so jih sprejeli trije revidiranci: Komisija, organ ESMA in ESRB. Sodišče je opravilo razgovore z uslužbenci teh institucij in preučilo ustrezno dokumentacijo. Za pridobitev dodatnega vpogleda je Sodišče opravilo razgovore s predstavniki petih pristojnih nacionalnih organov, več nacionalnih združenj za upravljanje sredstev in treh potrošniških organizacij. Revizorji so se sestali tudi s predstavniki organov EBA in EIOPA. Za dopolnitev teh informacij je Sodišče izvedlo elektronsko anketo med pristojnimi nacionalnimi organi, ministrstvi za finance in združenji investicijskih skladov v vseh 27 državah članicah, da bi pridobilo mnenja teh ključnih deležnikov. Sodišče pristojnih nacionalnih organov ni revidiralo neposredno, je pa obravnavalo vlogo, ki jo imajo kot člani organa ESMA.

# Opažanja

## Cilji zakonodajalcev EU so bili doseženi le v omejenem obsegu

### Zakonodajalci EU so določili ambiciozne cilje za enotni trg za investicijske sklade

**16** Komisija in sozakonodajalca EU so določili ambiciozne cilje za enotni trg za investicijske sklade. Leta 1985 je bila sprejeta prva direktiva o KNPVP, da bi se ustvarili pogoji, ki bi omogočali, da skladi in upravitelji skladov s sedežem v eni državi članici svoje sklade tržijo po vsej EU brez nadzora v drugih državah članicah. Sozakonodajalca sta si prizadevala za:

- o lažje trženje skladov v drugih državah članicah,
- o zagotovitev uspešnejše in enotnejše zaščite vlagateljev,
- o približevanje konkurenčnih pogojev.

**17** Pričakovalo se je, da bo bolj integriran trg investicijskih skladov vlagateljem EU omogočil večjo izbiro in da se bodo z njim ustvarile nove poslovne priložnosti za sektor investicijskih skladov. Ustreznost teh splošnih načel in pomembnost zagotavljanja enakih konkurenčnih pogojev sta bili ponovno poudarjeni ob sprejetju direktive o UAIS leta 2013<sup>3</sup>.

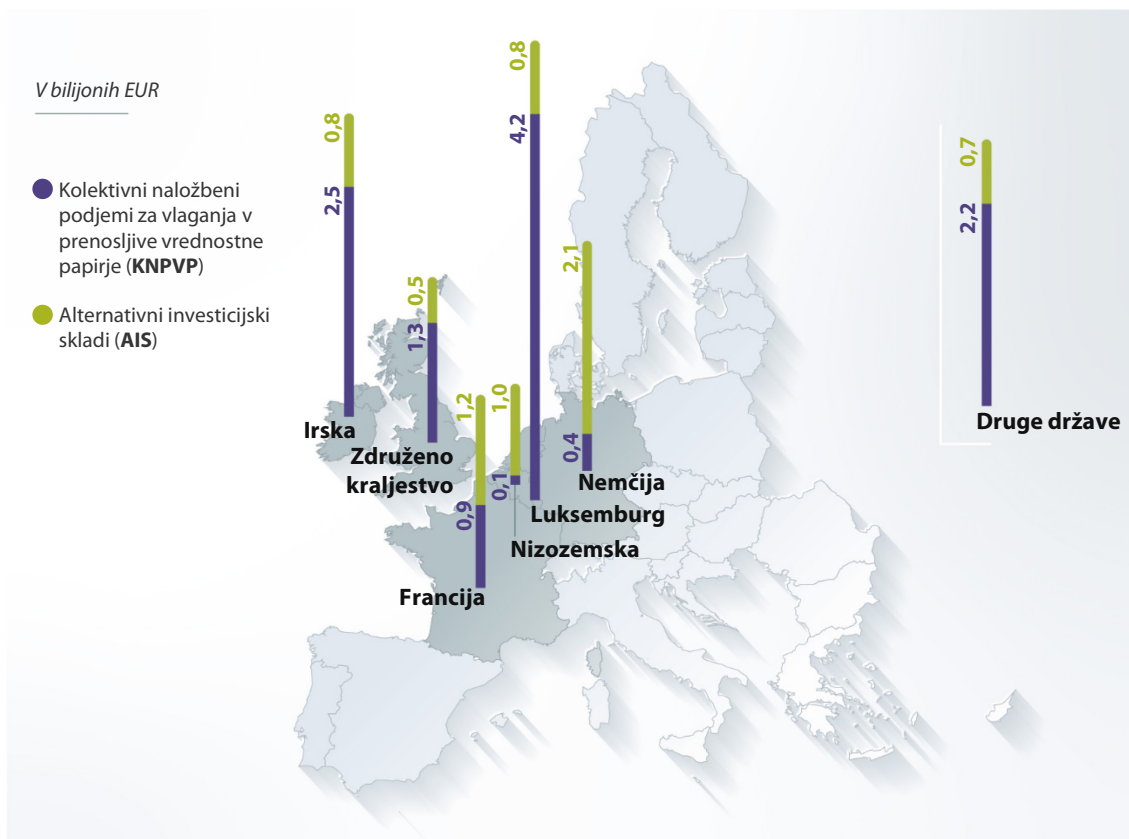
### Z ureditvijo čezmejnega opravljanja storitev ni bil ustvarjen dejanski enotni trg

**18** Z ureditvijo čezmejnega opravljanja storitev se je prispevalo h koncentraciji sedežev skladov. Z ukrepi EU so bila vzpostavljena dovoljenja za trženje in upravljanje skladov (glej odstavek **10**). Evropski trg skladov je kljub temu še vedno razdrobljen, večina skladov pa ima sedež v le nekaj državah (glej *slika 4*).

---

<sup>3</sup> Uvodne izjave [Direktive 2011/61/EU](#) z dne 8. junija 2011 o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov.

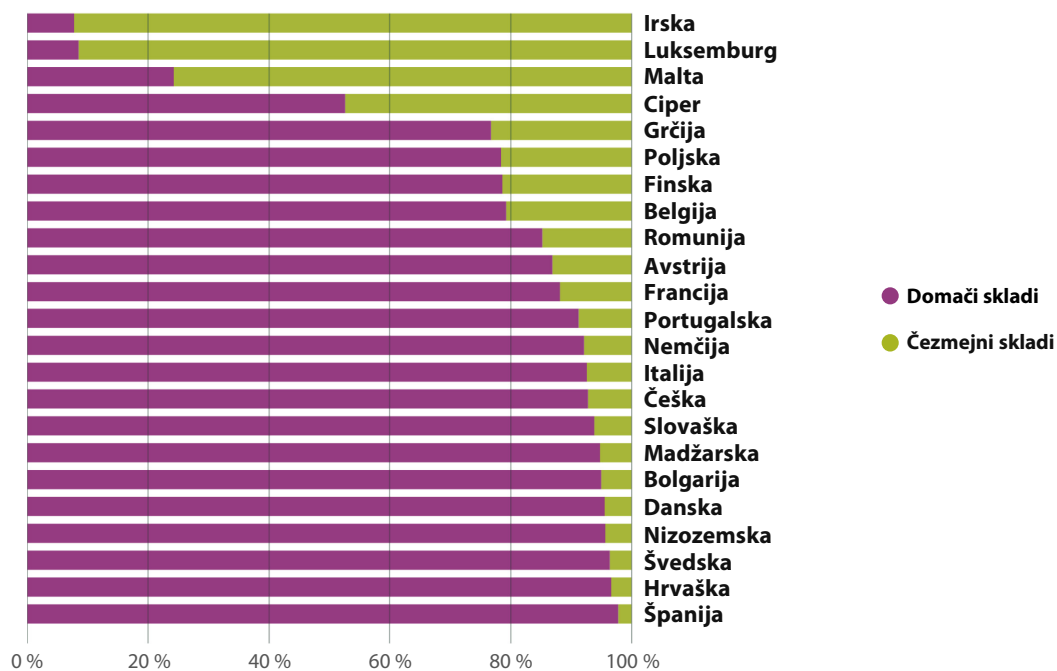
**Slika 4 – Čista vrednost sredstev KNPVP in AIS po državah sedeža (v bilijonih EUR)**



Vir: Evropsko računsko sodišče na podlagi podatkov organizacije EFAMA

**19** V večini držav članic so skladi večinoma porazdeljeni na njihovem domačem trgu. Nasprotno pa prodaja skladov s sedežem v nekaj državah večinoma poteka v tujino (glej [slika 5](#)). Po podatkih Evropske stanovske organizacije nacionalnih združenj podjetij (EFAMA) lokalni skladi predstavljajo 67 % lastništva skladov v Evropi, medtem ko je pred desetimi leti ta delež znašal 73 %.

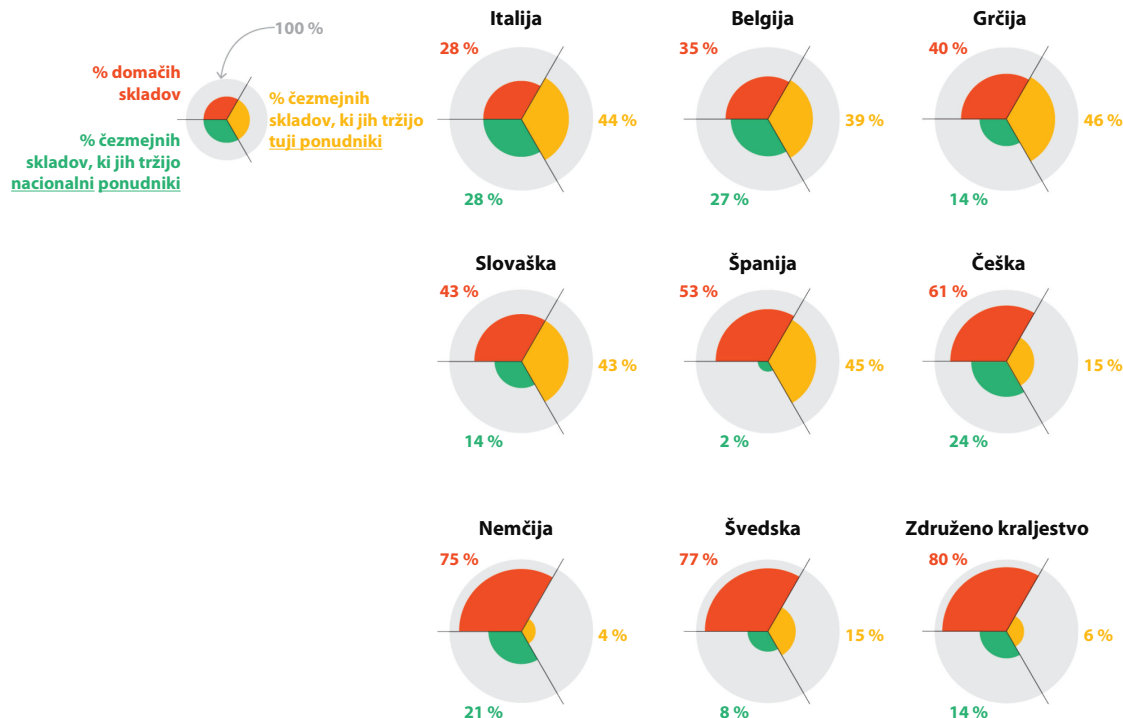
**Slika 5 – Primerjava domačih in čezmejnih skladov**



Vir: EFAMA Fact Book 2021, diagram 3.16, str. 50

**20** V več državah članicah EU večino čezmejnih skladov prodajo nacionalni in ne tuji upravitelji premoženja. Razčlenitev lastništva investicijskih skladov, vključno s čezmejnimi skladi, ki jih tržijo nacionalni ponudniki, je na [sliki 6](#).

Slika 6 – Lastništvo skladov in „dejanski“ čezmejni skladi



Vir: EFAMA Fact Book 2021, str. 45

**21** Komisija ta pojav imenuje skladi *round-trip*, tj. kategorija skladov, ki jih ne obravnava kot *dejanske* čezmejne sklade. Po mnenju organa ESMA se skladi pogosto priglasijo za čezmejno trženje, vendar ni nujno, da se tako tudi dejansko tržijo. Zato je dejansko čezmejno trženje manjšega obsega, kot kažejo podatki. Komisija je v svoji oceni učinka, ki je bila priložena predlogom v zvezi s čezmejnim svežnjem iz leta 2018, zaključila, da skladi *round-trip* ne pomenijo dejanskega poglobljanja enotnega trga niti povečanja izbire za vlagatelje, in je menila, da so boljši pokazatelj čezmejne dejavnosti primeri, v katerih se sklad trži v vsaj eni državi članici izven domačega trga svojega upravitelja in sedeža<sup>4</sup>.

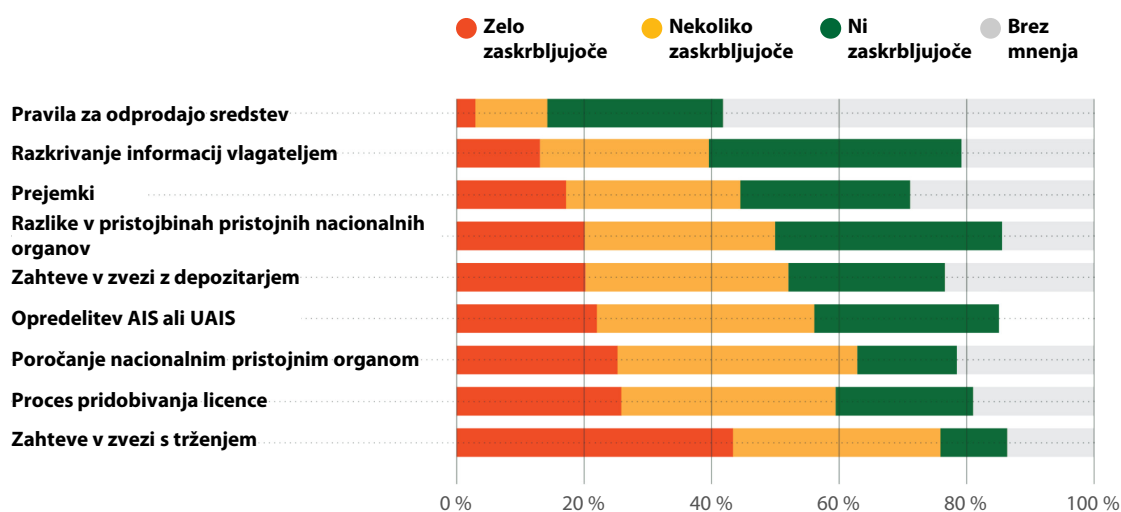
<sup>4</sup> SWD/2018/054 final z dne 12. marca 2018, str. 12.



**22** Glede na oceno učinka, ki jo je pripravila Komisija in je priložena čezmejnemu svežnju<sup>5</sup>, sta zakonodajalca kot razlog za razdrobljenost trgov skladov EU opredelila različne regulativne in nadzorne pristope. Ugotovila sta tudi, da se zaradi ovir za čezmejno trženje skladi ne tržijo v drugih državah članicah<sup>6</sup>. Zato je bil zakonodajni sveženj osredotočen na obravnavo različnih nacionalnih zahtev in regulativnih praks v zvezi z uporabo dovoljenj EU, vključno z zahtevami glede trženja, regulativnimi pristojbinami ter upravnimi zahtevami in zahtevami glede uradnega obveščanja.

**23** Čeprav različni pristopi še vedno obstajajo, je Sodišče ugotovilo, da Komisija ni dokazala, da so ovire za vstop na trg, ki so nastale zaradi tega, dejansko glavni vzrok za razdrobljenost trga in majhno število dejanskih čezmejnih skladov. Sodišče ugotavlja, da je v poročilu iz leta 2018 o izvajanju direktive o UAIS skoraj polovica udeležencev, vključenih v raziskavo, navedla, da se direktiva o UAIS ne uporablja dosledno po vsej EU. Težava torej ni v zakonodaji, temveč v njeni uporabi v državah članicah. Vendar ta nedoslednost za večino udeležencev v poročilu ni predstavljala zelo zaskrbljujočega pomisleka (glej [sliko 7](#)).

### Slika 7 – Pomisleki zaradi nedosledne uporabe direktive o UAIS



Vir: Report on the Operation of the Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFMD)<sup>7</sup>

<sup>5</sup> SWD/2018/054 final z dne 12. marca 2018, str. 7 in 14.

<sup>6</sup> Uredba (EU) 2019/1156 z dne 20. junija 2019 o olajšanju čezmejne distribucije kolektivnih naložbenih podjetij, uvodna izjava 1.

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

**24** Direktive kot zakonodajni instrument, ki ga uporabljata sozakonodajalca, določajo minimalne standarde. Zadevni direktivi EU izrecno določata, da kot splošno pravilo velja, da lahko matična država članica sprejme pravila, ki so strožja od pravil, določenih v teh direktivah<sup>8</sup>. V de Larosièrjevem poročilu je bilo poudarjeno, da se z direktivami ne dosega potrebna raven usklajenosti, in priporočeno, naj se v prihodnosti ne sprejema zakonodaja, pri kateri sta možna nedosleden prenos in uporaba<sup>9</sup>. Polovica pristojnih nacionalnih organov, ki so se odzvali na anketo Sodišča, je menila, da so z zakonodajo v njihovih državah članicah dejansko določena strožja pravila. Sodišče ugotavlja, da bi bila enotna pravila v obliki uredb morda primernejša za ustvarjanje enakih konkurenčnih pogojev po vsej EU.

**25** Sodišče ugotavlja tudi, da se je z direktivami sprožilo tekmovanje v zniževanju standardov. Na podlagi prakse „čezmernega prenašanja“ (tj. določanje višjih standardov) in pogovorov Sodišča z deležniki je razvidno, da imajo države, ki preprosto prenesejo minimalne zahteve, predpisane v direktivah, kot države sedeža konkurenčno prednost v primerjavi z državami z višjimi standardi. Navedeno skupaj z ugodnim davčnim režimom in možnostjo prenosa dobičkov močno spodbuja sektor skladov k izbiranju najugodnejšega pravnega reda, kar povzroča izkrivljanje konkurence.

### Zakonodajne pobude imajo omejen učinek

**26** Sodišče je ugotovilo, da je v analizi Komisije priznано, da so učinki njenih zakonodajnih predlogov omejeni. Komisija je opredelila pomembne dejavnike, kot so davčna ureditev, lokalno povpraševanje in distribucijska mreža, ki vplivajo na to, kje se upravitelji premoženja odločijo distribuirati svoje investicijske sklade, vendar jih ni mogoče obravnavati s zakonodajo EU.

**27** Sodišče opozarja tudi na to, da ena od glavnih težav, ki jo je ugotovila Komisija sama, ni pravni okvir sam po sebi, temveč to, da države članice gostiteljice postavljajo ovire za vstop na trg. Komisija ima orodja za obravnavanje primerov, v katerih države članice ustvarjajo ovire za vstop na trg ali v katerih pristojni nacionalni organi potencialno kršijo zakonodajo EU, in sicer pristojnost, da kot varuhinja Pogodb začne postopek za ugotavljanje kršitev ali zahteva, naj postopek glede kršitve prava Unije

<sup>8</sup> Uvodna izjava 15 [direktive o KNPVP](#); uvodna izjava 17 [direktive o UAIS](#).

<sup>9</sup> [Skupina na visoki ravni za finančni nadzor v EU](#), 25. februar 2009, uvodne izjave 100–109 in priporočilo 10.

začne organ ESMA. Kljub temu je Komisija sklenila, da je preostale ovire mogoče najučinkoviteje obravnavati (z zakonodajo) na ravni EU<sup>10</sup>.

**28** Ocene učinka, kot je ocena za čezmejni sveženj, pogosto vključujejo naknadno vrednotenje določb, na katere vpliva pobuda. Vendar je bil pregled direktive o KNPVP, ki naj bi bil po napovedih izdelan do septembra 2017, odložen.

**29** Komisija ni nikoli izvedla celovitega preverjanja primernosti celotnega pravnega okvira, s katerim je urejeno področje investicijskih skladov. Tudi v bližnji prihodnosti tak pregled ni načrtovan. Edino preverjanje primernosti, ki delno zajema investicijske sklade, je bilo preverjanje primernosti nadzornih zahtev EU, ki ga je Komisija izvedla v obdobju 2017–2019<sup>11</sup>.

**30** Komisija pripravi večletne strateške načrte in letne načrte upravljanja ter poroča o doseganju svojih ciljev. Sodišče je odkrilo slabosti pri merjenju smotrnosti, ki ga izvaja Komisija. Na primer, glavni kazalnik rezultatov za KNPVP v strateškem načrtu za obdobje 2016–2020 je bil delež čezmejnih KNPVP glede na skupno število prodanih skladov v EU. Sodišče ugotavlja, da je Komisija pozneje znižala merila za to, kaj je čezmejni sklad, in sicer s skladov, ki se prodajo v vsaj petih državah članicah, na sklade, ki se podajo v vsaj treh.

**31** Strateški načrt za obdobje 2020–2024 vsebuje predvsem specifične horizontalne cilje in s tem povezane kazalnike rezultatov. Sodišče je ugotovilo, da večina vmesnih mejnikov in ciljnih vrednosti, določenih za kazalnike rezultatov v strateškem načrtu za obdobje 2020–2024, ni specifična. V skladu z okvirom notranje kontrole Komisije morajo biti kazalniki relevantni, sprejeti, verodostojni, enostavni za spremljanje in zanesljivi. Uporabljeni so izrazi, kot so „povečanje“, „pozitivni trend“ in „zmanjšanje“, vendar brez specifične navedbe, koliko povečanja ali zmanjšanja bi se štelo za zadovoljivo. Poleg tega so ciljne vrednosti za nekatere kazalnike rezultatov neambiciozne. Zmanjšanje stroškov za male vlagatelje, na primer, je bilo doseženo že ob določitvi ciljne vrednosti.

---

<sup>10</sup> SWD/2018/054 final z dne 12. marca 2018, str. 14.

<sup>11</sup> Evropska komisija, *Fitness check of EU supervisory requirements*, SWD (2019) 402 in 403.

## Prenos ni bil vedno pravočasen

**32** Komisija preverja, ali države članice direktive prenesejo pravočasno, popolno in skladno. S poznim/ali nepravilnim prenosom se lahko prepreči ustvarjanje enakih konkurenčnih pogojev in ovira pravilno delovanje enotnega trga, Komisija pa naj bi začela postopke za ugotavljanje kršitev, da bi države članice pozvala k ukrepanju, kadar te zamujajo s sprejetjem zahtevanih ukrepov.

**33** V zvezi z direktivama o KNPVP in UAIS je do roka uradno obvestilo o prenosu poslalo le 12 držav članic. Poleg tega je trajalo še nadaljnjih osem let, preden je bil po mnenju Komisija prenos direktive o UAIS zaključen.

## Organ ESMA je okrepil svoja prizadevanja za krepitev konvergence nadzora in spodbujanje uspešnega nadzora, vendar je napredek omejen

**34** Kot je opisano zgoraj (glej odstavek **08**), pristojni nacionalni organi nadzorujejo investicijske sklade in njihove upravitelje ter investicijska podjetja in druge finančne posrednike na podlagi usklajenih nacionalnih zakonov, vendar ne na podlagi enotnih standardov. Tako se lahko pravne zahteve in regulativne prakse med državami članicami še vedno razlikujejo.

**35** Glede na navedeno sta zakonodajalca EU organu ESMA naložila naslednje naloge:

- o prispevanje k zagotavljanju dosledne, učinkovite in uspešne uporabe veljavne zakonodaje EU,
- o spodbujanje konvergence nadzornih praks za nadaljnjo krepitev skladnosti rezultatov nadzora med pristojnimi nacionalnimi organi, da bi se vzpostavila skupna kultura na področju nadzora<sup>12</sup>.

**36** Konvergenca nadzora ne pomeni enakega pristopa za vse, temveč dosledno in uspešno izvajanje in uporabo istih pravil ter dovolj podobne pristope za podobna tveganja. Splošni cilj je prizadevanje za primerljive regulativne izide in rezultate nadzora. Vendar to ne pomeni, da zadostuje, da se dosežejo primerljivi rezultati ne glede na uporabljene nadzorne pristope.

---

<sup>12</sup> Člen 1 uredbe o organu ESMA.

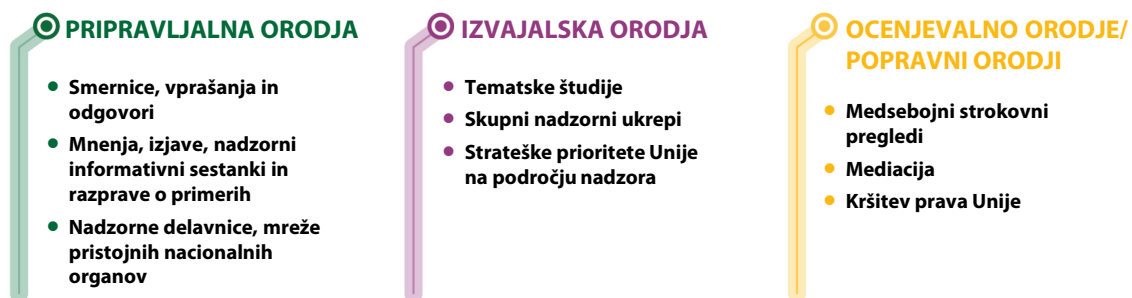
**37** V de Larosièrjevem poročilu je bil poudarjen pomen konvergence za finančne trge EU<sup>13</sup>. Leta 2014 so MDS, Komisija in Parlament objavili poročila o delovanju Evropskega sistema finančnega nadzora. V njih je bil priznan prispevek organa ESMA k oblikovanju enotnih pravil, vendar je bilo predlagano povečanje osredotočenosti na konvergenco nadzora<sup>14</sup>.

**38** Komisija je poudarila tudi, da je za odpravo možnosti za regulativno arbitražo nujen uspešnejši in doslednejši nadzor in da ima organ ESMA eno ključnih vlog pri spodbujanju povezovanja kapitalskih trgov<sup>15</sup>. To izjavo je ponovila v kontekstu sprememb uredb o evropskih nadzornih organih leta 2019. Za dokončanje unije kapitalskih trgov je, kot sta poudarila zakonodajalca EU, zato zlasti pomemben nadaljnji napredek pri konvergenci nadzora<sup>16</sup>.

### Organ ESMA ima orodja za spodbujanje konvergence nadzora

**39** Organ ESMA ima za spodbujanje konvergence na voljo številna orodja, ki jih je mogoče razvrstiti v tri kategorije: pripravljalna orodja, izvajalska orodja in ocenjevalna/popravna orodja. Pregled je na [sliki 8](#). Organ ESMA je oblikoval dodatna orodja, kot so razprave o primerih in skupni nadzorni ukrepi.

### Slika 8 – Pregled orodij organa ESMA za konvergenco nadzora



Vir: Evropsko računsko sodišče na podlagi uredbe o organu ESMA

<sup>13</sup> Skupina na visoki ravni za finančni nadzor v EU, 25. februar 2009.

<sup>14</sup> *ESMA Strategic Orientation 2016-2020*, ESMA/2015/935, str. 3.

<sup>15</sup> COM(2017) 292 final z dne 8. junija 2017, poglavje 4.1.

<sup>16</sup> Uvodna izjava 7 Uredbe (EU) 2019/2175 z dne 18. decembra 2019.

## Organ ESMA je okreplil svoje delo na področju konvergence

**40** Organ ESMA je okreplil svoja prizadevanja na področju konvergence nadzora. V svoji strateški usmeritvi za obdobje 2016–2020 se je organ ESMA zavezal, da bo več sredstev namenil spodbujanju konvergence nadzora, pojasnil svoje cilje in za svoje delo na področju konvergence opredelil več ciljnih specifičnih področij. Organ ESMA je od takrat povečal število zaposlenih, ki se ukvarjajo s konvergenco na tem področju, in sicer s pet (5,7 EPDČ) na osem v letu 2020 (8,7 EPDČ).

**41** Leta 2020 je vzpostavil okvir za pristop k dejavnostim konvergence nadzora, ki bolj temelji na tveganju. Na toplotni karti se opredelijo relevantna tveganja, vendar ta vsebuje le malo informacij o neenaki uporabi pravil in različnih praksah. Kljub temu je toplotna karta korak v pravo smer. Učinkovita je bila pri opredeljevanju področij za nadzor na podlagi tveganja po vsej EU, manj pa pri opredeljevanju tem za nadaljnje delo na področju konvergence. Sodišče je ugotovilo tudi, da je bil organ ESMA uspešen pri izvajanju pristopa k delu na področju konvergence, ki je bolj sistematičen in bolj temelji na dokazih.

## Dokazi o učinkih so omejeni, mehanizem za merjenje uspešnosti pa ni bil vzpostavljen

### Uspešnost smernic ni bila dokazana

**42** V preteklosti so bila pripravljajna orodja, kot so smernice, najpomembnejša orodja organa ESMA na področju konvergence. Za smernice se uporablja mehanizem „upoštevaj ali pojasni“, tj. pristojni nacionalni organi morajo organ ESMA obvestiti o tem, ali nameravajo smernice izvajati ali ne. Organ ESMA za vsako smernico objavi tabelo o skladnosti, ki se redno posodablja<sup>17</sup>.

**43** Sodišče je ugotovilo, da skladnost pristojnih nacionalnih organov ni vedno zagotovljena. V skladu z notranjimi smernicami<sup>18</sup> organa ESMA mora ta preveriti in oceniti uporabo smernic. Organ ESMA pristojne nacionalne organe sicer vsako leto vpraša o njihovi skladnosti s smernicami, vendar je dejansko skladnost pristojnih nacionalnih organov preveril le enkrat na podlagi medsebojnega strokovnega pregleda. Pri slednjem se je pokazalo, da smernice niso bile uspešne pri spodbujanju

<sup>17</sup> *ESMA Notifications of Compliance with Guidelines - Overview Table.*

<sup>18</sup> *Internal Guidance - Guidelines compliance notification process, ESMA42-110-888, odstavka 35 in 38.*

konvergenca nadzora in da so pristojni nacionalni organi v splošnem spoštovali smernice, kakor so navedli, le v omejenem obsegu (glej **okvir 1**).

### Okvir 1

#### Ugotovitve iz medsebojnega strokovnega pregleda smernic o kotirajočih investicijskih skladih in drugih KNPVP

V medsebojnem strokovnem pregledu je bilo zajetih šest glavnih sedežev skladov v EU in ugotovljeno, da nobeden od njih smernic ni izvajal v celoti. Dva pristojna nacionalna organa sta delovala delno ali nezadostno skladno. V teh državah je organ ESMA nadzorne prakse opredelil celo kot take, ki kršijo smernice in niso skladne z enakimi konkurenčnimi pogoji za KNPVP na enotnem trgu. Na splošno so bile v medsebojnem strokovnem pregledu ugotovljene znatne razlike pri uporabi smernic, opredeljenih pa je bilo tudi več področij, na katerih cilj konvergenca nadzora ni bil dosežen.

**S skupnimi nadzornimi ukrepi so se spodbudile redne izmenjave med nadzorniki, organ ESMA pa je lahko usklajeval nadzorne dejavnosti pristojnih nacionalnih organov**

**44** Skupni nadzorni ukrepi so orodje za konvergenca, ki ga je razvil organ ESMA, prav tako mreže za usklajevanje nadzora in izmenjave s pristojnimi nacionalnimi organi na podlagi pritožb. Organ ESMA ceni ta orodja zaradi njihove v prihodnost usmerjene narave in zato, ker pomagajo pri opredeljevanju problemov na področju konvergenca. Sprejel je že več skupnih nadzornih ukrepov, povezanih z direktivo o KNPVP in direktivo MiFID II.

**45** Skupni nadzorni ukrepi in mreže za usklajevanje nadzora so orodja, ki nadzornikom omogočajo izmenjavo izkušenj in medsebojno učenje, na podlagi česar je mogoče sklepati, da bi morali sčasoma prispevati k skupni kulturi na področju nadzora. Skupni nadzorni ukrepi so organu ESMA tudi v pomoč pri ugotavljanju razlik v nadzornih praksah in morebitnih pomanjkljivosti pri nadzoru pristojnih nacionalnih organov ter pri zagotavljanju smernic za praktično uporabo zakonodaje EU, npr. kadar posamezni pristojni nacionalni organi še vedno nimajo trdne metodologije.

**46** Skupni nadzorni ukrepi omogočajo organu ESMA, da svojo pozornost v zvezi z nadzorom osredotoči na specifična tveganja ter spodbuja in usklajuje nadzorne dejavnosti. To lahko povzroči veliko delovno obremenitev, kar je v anketi več pristojnih nacionalnih organov označilo za zaskrbljujoče.

## Ocenjevalna in popravna orodja so se zelo redko uporabljala, čeprav bi lahko imela večji učinek

**47** Medsebojni strokovni pregledi so lahko učinkovito orodje, vendar se na področju investicijskih skladov redko uporabljajo. Organ ESMA jih namerava v bližnji prihodnosti bolj uporabljati, vendar je poudaril tudi omejitve virov in potrebo po ohranjanju ravnovesja med vsemi področji, za katera je pristojen. Medsebojni strokovni pregled se od drugih instrumentov za konvergenco razlikuje v tem, da mora organ ESMA opraviti in objaviti uradno oceno, in sicer ne le za raven konvergence, ki je bila dosežena glede nadzornih praks in izvrševanja, temveč tudi za nadzorne zmogljivosti. Na podlagi tega lahko organ ESMA izdaja smernice in priporočila za obravnavanje morebitnih odkritih slabosti. Organ ESMA je od svoje ustanovitve leta 2011 opravil le dva medsebojna strokovna pregleda investicijskih skladov: eden se je nanašal na smernice sklada denarnega trga in je bil opravljen leta 2013, drugi pa na smernice o kotirajočih investicijskih skladov in druga vprašanja v zvezi s KNPVP in je bil izveden v letu 2018<sup>19</sup>.

**48** Organ ESMA ima na voljo tudi dve popravni orodji: mediacijo in postopke glede kršitve prava Unije, na podlagi katerih lahko preiskuje in odpravlja domnevne kršitve prava Unije ali rešuje spore med pristojnimi nacionalnimi organi. Organ ESMA je v enem primeru uspešno pomagal dvema pristojnima nacionalnima organoma pri reševanju spora. V nekaj primerih so se preiskave v zvezi s kršitvami prava Unije začele neuradno. Izveden je bil en uradni postopek glede kršitve prava Unije, ki je privedel do spremembe praks pristojnih nacionalnih organov.

### Organ ESMA se srečuje z izzivi, kako uspešno uporabiti svoja orodja

**49** Organ ESMA se srečuje s številnimi izzivi, kar zadeva učinkovito in uspešno uporabo njegovih pooblastil. Odvisen je od pripravljenosti pristojnih nacionalnih organov, da zagotovijo vložke, tehnično strokovno znanje in uslužbenke, ki sodelujejo pri njegovem delu na področju konvergence. Enako velja za organa EBA in EIOPA, kot so pokazale revizije teh agencij, ki jih je opravilo Sodišče<sup>20</sup>. Organ ESMA je sprejel ukrepe za zagotovitev, da imajo udeleženci iz pristojnih nacionalnih organov potrebno strokovno znanje. Vendar je sodelovanje pristojnih nacionalnih organov pri dejavnostih organa ESMA na področju konvergence večinoma prostovoljno – razen medsebojnih strokovnih pregledov, mediacije in postopkov glede kršitev prava Unije –, kar včasih vpliva na uspešnost njegovega dela.

<sup>19</sup> ESMA/2013/476 z dne 15. aprila 2013 in ESMA42-111-4479 z dne 30. julija 2018.

<sup>20</sup> Evropsko računsko sodišče, Posebno poročilo št. 29/2018 in Posebno poročilo št. 10/2019.



**50** Sodišče je ugotovilo, da večina pristojnih nacionalnih organov sodeluje pri delu organa ESMA in k njemu prispeva, vendar so nekateri pristojni nacionalni organi bolj zadržani. Kar zadeva skupne nadzorne ukrepe, so na primer manjši pristojni nacionalni organi običajno dejavnejši pri predstavljanju primerov, nekateri večji pa se raje odločijo za pasivnejši pristop. Nekateri pristojni nacionalni organi se niso odzvali na pozive uslužbencev organa ESMA k dejavnemu sodelovanju in predstavitvi primerov, npr. pristojni nacionalni organi, ki niso nikoli uporabili svojih pooblastil za sankcioniranje, niso prispevali k zadevni delavnici organa ESMA leta 2020.

**51** Organ odločanja organa ESMA sestavljajo predstavniki pristojnih nacionalnih organov. Čeprav morajo slednji delovati v izključnem interesu EU kot celote, to ni vedno zagotovljeno. Predlog Komisije, da bi se to vprašanje glede korporativnega upravljanja obravnavalo v okviru regulativnega pregleda evropskih nadzornih organov, je bil zavržen. Odpravljeno je bilo najbolj očitno navzkrižje interesov: pristojni nacionalni organi ne morejo več sodelovati v razpravi in glasovanju o priporočilih glede kršitve prava Unije, ki se nanašajo nanje. V pravilih organa ESMA o mediaciji so podobno obravnavana navzkrižja interesov. Vendar se vse delo v zvezi s konvergenco nanaša na pristojne nacionalne organe, saj je usmerjeno na njihove nadzorne prakse in rezultate. To velja tudi za prizadevanja organa ESMA za spodbujanje učinkovitosti in uspešnosti nadzora.

**52** Organ ESMA je odvisen od pripravljenosti pristojnih nacionalnih organov. Eden od primerov je odgovornost organov matične države in države gostiteljice v čezmejnem kontekstu, kar je pomembna in ponavljajoča se tema organa ESMA na področju konvergence (glej [okvir 2](#)). Organ ESMA je bil le delno uspešen pri spodbujanju nemotenega delovanja v zvezi z dovoljenji EU za trženje in upravljanje, zato ni mogel odpraviti nadzornih praks, s katerimi se ustvarjajo ovire za vstop na trg.

## Okvir 2

### O odgovornostih v matični državi in državi gostiteljici še vedno poteka razprava

Obstoječa pravila in zadevne vloge je leta 2017 pojasnil organ ESMA, leta 2019 pa še skupni odbor evropskih nadzornih organov. V letu 2020 so potekale dodatne razprave v različnih delovnih tokovih in delavnica. Kljub temu se ureditev čezmejnega opravljanja storitev, s katero je določeno, da so za nadzor upraviteljev skladov in skladov izključno odgovorni organi matične države, ne spoštuje v celoti, vloga organov držav gostiteljic pa je omejena na zagotavljanje skladnosti z lokalnimi pravili poslovanja.

**53** Sodišče ugotavlja tudi, da so bila vsa vprašanja glede konvergence, ki jih je organ ESMA poudaril v svojem dopisu Komisiji v zvezi s pregledom direktive o UAIS<sup>21</sup>, obsežno obravnavana pri delu na področju konvergence. To dokazuje, da so bila prizadevanja organa ESMA le omejeno uspešna.

**54** Drug primer je prenos funkcij. Tako direktiva o KNPVP kot direktiva o UAIS družbam za upravljanje omogočata, da funkcije prenesejo na tretje osebe. Vendar se glede na informacije organa ESMA nadzorni pristopi in rezultati še naprej razlikujejo glede obsega dovoljenega prenosa in tega, katere funkcije se lahko prenesejo (glej [okvir 3](#)).

### Okvir 3

#### Obseg prenosa funkcij

Organ ESMA je poudaril, da se upravljanje portfelja v nekaterih državah članicah v veliki meri ali celo v celoti prenese na tretje osebe znotraj ali zunaj skupine UAIS ali družbe za upravljanje KNPVP, ki so lahko tudi zunaj EU. V teh primerih večina operativnega osebja, ki izvaja upravljanje portfeljev/tveganj, administrativne posle in druge funkcije, svoje delo opravlja na podlagi prenosa pooblastil za zadevne sklade, zato po informacijah organa ESMA ni neposredno zaposlena pri UAIS ali družbah za upravljanje KNPVP, ki imajo dovoljenje. Velik del provizij za upravljanje se plača pooblaščenecem. Za organ ESMA se zaradi takih (tržnih) praks v nekaterih državah članicah postavlja vprašanje, ali lahko UAIS ali družbe za upravljanje KNPVP z dovoljenji sploh še uspešno upravljajo te AIS in KNPVP.

*Vir:* [ESMA Letter on AIFMD Review](#), ESMA34-32-550, 18. avgust 2020

**55** Sodišče je ugotovilo tudi, da se organ ESMA pri svojih prizadevanjih za povečanje transparentnosti srečuje z določenim odporom pristojnih nacionalnih organov. Z obveznimi objavami, kot sta letno poročilo o sankcijah ali letno statistično poročilo o uspešnosti in stroških naložbenih produktov EU za male vlagatelje, se zagotavljajo koristne informacije, vključno z vpogledom v razlike med državami članicami, kar zadeva tržne razmere in raven invazivnosti nadzora. Vendar se nacionalni pristojni organi zelo upirajo objavi rezultatov skupnih nadzornih ukrepov. Končna poročila o skupnih nadzornih ukrepih niso bila nikoli objavljena.

<sup>21</sup> [ESMA Letter on AIFMD Review](#), ESMA34-32-550, 18. avgust 2020.

### **Pristojni nacionalni organi dajejo prednost manj invazivnim pripravljalnim orodjem, ki niso tako uspešna**

**56** Organ ESMA je v preteklosti uporabljal predvsem smernice, mnenja ter vprašanja in odgovore. Sodišče je našlo dokaze, da ta pripravljalna orodja niso zelo uspešna pri spodbujanju konvergence nadzora. Organ ESMA se je nedavno bolj osredotočil na izvajalska orodja, kot so mreže za usklajevanje nadzora in skupni nadzorni ukrepi.

**57** Skoraj polovica pristojnih nacionalnih organov meni, da invazivnejša orodja, kot so postopki glede kršitev prava Unije in mediacija, niso uporabna in očitno daje prednost pripravljalnim orodjem. Organ ESMA prvih ni uporabil skoraj nikoli. Vendar bi ta pooblastila organu ESMA omogočila, da neposredno vpliva na nadzorne ukrepe in rezultate v posameznih primerih ali obravnava primere neuporabe ali nepravilne uporabe zakonodaje EU.

### **Organ ESMA nima vzpostavljenega mehanizma za merjenje uspešnosti**

**58** V letnih delovnih programih organa ESMA so določeni cilji, vendar so načrtovane dejavnosti v glavnem opisane, niso pa opredeljeni specifični izločki ali preverljivi cilji. Kar zadeva orodja, se v programih bolj zavzema za spodbujanje izmenjav med nadzornimi delavci o nadzornih praksah, in sicer z razpravo o specifičnih dejanskih primerih ali na novo uvedenih skupnih nadzornih ukrepih. To je koristen pristop za boljše razumevanje nadzornih praks, ki lahko sčasoma prispevajo k razvoju skupne kulture na področju nadzora.

**59** To, da se nadzorniki različnih pristojnih nacionalnih organov pogovarjajo, izmenjujejo izkušnje in se lahko drug od drugega učijo, je samo po sebi pomemben dosežek. Sodišče je ugotovilo, da je imel organ ESMA nekaj uspeha pri spodbujanju skupnih pristopov in izboljšanju kakovosti nadzora, kadar je spodbudil, usklajeval in podpiral specifične nadzorne dejavnosti za obravnavanje posameznih tveganj po vsej EU, npr. prek skupnih nadzornih ukrepov. Vendar organ ESMA nima veliko dokazov, da so se zaradi njegovih dejavnosti znatno zmanjšale obstoječe razlike.

**60** Sodišče priznava, da je merjenje učinka dela organa ESMA na področju konvergence kompleksno. Vendar s sedanjim merjenjem smotrnosti delovanja, ki ga izvaja organ ESMA in je osredotočeno na izločke (vključno z novimi ključnimi kazalniki smotrnosti, osredotočenimi na izide, ki so bili uvedeni leta 2019), ni mogoče izmeriti, koliko je organ ESMA prispeval k zmanjšanju obstoječih razlik v nadzornih praksah in izidih. Organ ESMA ne more oceniti ravni razlik, razen na nekaterih področjih, na katerih je izvedel medsebojne strokovne preglede ali razprave o primerih in sprejel

skupne nadzorne ukrepe. Poleg tega ima nepopolno sliko o tem, kako pristojni nacionalni organi zakonodajo EU uporabljajo v praksi. Ta slika v veliki meri temelji na informacijah, ki jih pristojni nacionalni organi posredujejo. Organ ESMA nima neposrednega vpogleda v nadzorne dejavnosti pristojnih nacionalnih organov niti dostopa do dejanskih dokazov, npr. v obliki nadzornih spisov.

## V delu organa ESMA so bile odkrite slabosti pri nadzoru in potencialno izkrivljanje konkurence

**61** Dosledno in strogo izvrševanje zakonodaje o vrednostnih papirjih je v skladu s temeljnimi načeli združenja IOSCO<sup>22</sup>, tj. svetovnimi standardi za regulacijo vrednostnih papirjev, bistvenega pomena za krepitev zaupanja vlagateljev. Direktivi o KNPVP in UAIS vsebujeta celovit sklop regulativnih pooblastil za obravnavanje kršitev regulativnih zahtev, ki jih zakrivijo skladi in upraviteljev skladov. Ta segajo od upravnih sankcij do odredb o prenehanju in neponovitvi ravnanj ali celo do odvzema dovoljenj ter omogočajo učinkovit kazenski pregon.

**62** Delo organa ESMA kaže, da se kakovost nadzora med državami članicami razlikuje. Organ ESMA je uspešno okreplil osredotočenost pristojnih nacionalnih organov na spremljanje in zagotovil skupne pristope v zvezi z zbiranjem informacij (vključno z ugotavljanjem neskladnosti z regulativnimi zahtevami v panogi). Dobri primeri za to so delo organa ESMA v zvezi s prikritim posnemanjem primerljivega kriterijskega indeksa ter stroški in pristojbinami ter skupni nadzorni ukrepi v zvezi z upravljanjem likvidnostnega tveganja.

**63** Poleg tega je Sodišče ugotovilo, da je imel organ ESMA veliko manjši vpliv na nadzorne prakse in rezultate v zvezi z nadaljnjim ukrepanjem pristojnih nacionalnih organov v primerih, v katerih so se z njegovimi dejavnostmi odkrile neskladnosti z regulativnimi zahtevami. Ugotovitve, ki jih je organ ESMA pridobil na podlagi svojega dela v zvezi s konvergenco, kažejo na splošno pomanjkanje izvršilnih dejavnosti v zvezi z vsemi pristojnimi nacionalnimi organi v EU, čeprav v različnem obsegu.

**64** Sodišče je ugotovilo, da pristojni nacionalni organi na splošno niso naklonjeni uporabi uradnih nadzornih pooblastil kljub prizadevanjem organa ESMA, da bi se spodbudila njihova uporaba. Analiza notranjih dokumentov organa ESMA, ki jo je

---

<sup>22</sup> *Methodology For Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, maj 2017, razdelek C. *Principles relating to enforcement*, 1. Uvodna izjava, str. 63.

opravilo Sodišče, kaže, da upravitelji skladov, ki kršijo regulativne zahteve, tvegajo le to, da bodo od pristojnega nacionalnega organa prejeli poziv k izpolnjevanju zahtev, da bodo morali vrniti pristojbine, ki so bile pobrane nezakonito, ali da bodo, v najslabšem primeru, prejeli majhno globo.

**65** V letnih poročilih organa ESMA o uporabi sankcij za KNPVP je na primer navedeno, da pristojni nacionalni organi pooblastil za sankcioniranje ne uporabljajo enako ter da so, razen za nekatere pristojne nacionalne organe, število sankcij in globe, naložene na nacionalni ravni, razmeroma nizki<sup>23</sup>. Leta 2020 13 pristojnih nacionalnih organov ni izreklo nobenih sankcij. Pri dejavnostih organa ESMA, navedenih zgoraj, se kažejo podobne slabosti pri izvrševanju.

**66** Pregled notranjih poročil organa ESMA, ki ga je opravilo Sodišče, je pokazal, da je bilo izvrševanje, ki so ga opravljali pristojni nacionalni organi, ponekod slabo, zaradi česar ti niso izpolnjevali svojih obveznosti. Sodišče je ugotovilo, da organ ESMA kljub prizadevanjem ni bil uspešen pri spodbujanju uspešnega izvrševanja prava Unije. V nekaterih primerih so pristojni nacionalni organi pojasnili, da pravne zahteve v njihovi državi niso dovolj jasne, in navedli težave bodisi pri prenosu bodisi pri uporabi direktiv v zadevnih državah članicah. Sodišče meni, da bi bilo primere mogoče obravnavati s postopki glede kršitve prava Unije in tako uporabiti vlogo, ki jo ima organ organa ESMA pri nadzoru izvrševanja zakonodaje EU.

**67** Eden od ciljev spodbujanja konvergence nadzora je preprečiti izkrivljanje konkurence in regulativno arbitražo, ki izhajata iz različnih nadzornih praks, ter zagotoviti, da se finančna dejavnost ne preusmerja v države z ohlapnim nadzorom. Organ ESMA je ugotovil različne prakse na področjih, kot je prenos pooblastil, zaradi katerih bi lahko prišlo do takega izkrivljanja.

**68** To je bil razlog za zaskrbljenost, na katerem je temeljilo delo organa ESMA v zvezi z brexitom. V zvezi s tem je Sodišče ugotovilo, da je organ ESMA uspel določiti skupne nadzorne standarde za izdajo dovoljenj (tudi na področju prenosa pooblastil) skladom in upraviteljem skladov, ki več niso imeli dostopa do enotnega trga. Organ ESMA je vzpostavil mrežo za usklajevanje nadzora, ki je razpravljala o 250 posameznih primerih z različnih sektorskih področij, vključno z upravljanjem naložb. Sodišče je ugotovilo, da je organ ESMA z obsežnimi prizadevanji pred sprejetjem nadzornih odločitev prispeval k temu, da se tako izkrivljanje konkurence dejansko ni zgodilo.

---

<sup>23</sup> *ESMA press statement.*

## Komisija in organ ESMA sta sprejela ukrepe za boljšo zaščito vlagateljev, vendar so stroški še vedno visoki

**69** Naložbeni produkti so kompleksni in včasih jih je težko primerjati ali v celoti razumeti tveganja, ki jih vključujejo, zlasti za neprofesionalne (male) vlagatelje. Mali vlagatelji bi zato morali biti ustrezno obveščeni o morebitnih tveganjih. Namen pravnega okvira EU je zmanjšati tveganje zavajajoče prodaje finančnih produktov, ki ne ustrezajo potrebam ali pričakovanjem malih vlagateljev, katerim so prodani<sup>24</sup>.

### Zakonodaja EU zajema številne ukrepe za zaščito vlagateljev

**70** Zakonodaja EU za zaščito vlagateljev je razpršena v številnih uredbah, direktivah, delegiranih aktih Komisije in smernicah organa ESMA. Nekateri od teh ukrepov so vključeni v direktivo o KNPVP in direktivo o UAIS, drugi pa v direktivo MiFID/uredbo MiFIR in uredbo o paketnih naložbenih produktih za male vlagatelje in zavarovalnih naložbenih produktih.

**71** Z okvirom EU se malim vlagateljem zagotavlja razmeroma visoka stopnja zaščite, hkrati pa se inherentno zmanjšujejo možnosti vlagateljev, da bi vlagali v sklade zunaj EU, katerih stroški so pogosto nižji.

**72** Vsi pristojni nacionalni organi in združenja za upravljanje sredstev, ki jih je anketiralo Sodišče, so se strinjali ali zelo strinjali s tem, da je regulativni okvir EU uspešen pri spodbujanju visokih standardov zaščite vlagateljev. Vendar je pomembna manjšina pristojnih nacionalnih organov, vključno s tistimi iz nekaterih glavnih držav sedežev KNPVP, menila, da mali vlagatelji v KNPVP še vedno niso dovolj zaščiteni pred tveganji:

- nezadostnega ali nepravilnega razkritja davčnih posledic (39 %),
- prekomernih stroškov in pristojbin (34 %),
- nepravilnega vrednotenja sredstev (26 %),
- nezadostnega ali nepravilnega razkritja naložbene strukture (18 %).

---

<sup>24</sup> Odstavek 48 Resolucije Evropskega parlamenta z dne 26. oktobra 2020.

## Kljub različnim ukrepom EU je transparentnost še vedno problem

### Vlagatelji imajo zdaj dostop do več informacij o KNPVP

**73** Z direktivo o KNPVP se zahteva, da KNPVP izdajo tri poročila: prospekt, letno in polletno poročilo<sup>25</sup>. Komisija je pri preverjanju primernosti nadzornega poročanja<sup>26</sup>, ki je potekalo leta 2019, ugotovila, da je kljub temu, da se z direktivo o KNPVP za te dokumente zahteva minimalna vsebina, veliko še vedno prepuščeno presoji pristojnih nacionalnih organov. To pomeni, da se lahko poročanje med državami članicami razlikuje.

**74** Namen dokumenta s ključnimi podatki za vlagatelje, ki je bil uveden leta 2011, je malim vlagateljem zagotoviti boljša razkritja in lažje razumljive vsebine ter olajšati primerjavo med produkti. Z uredbo o dokumentih s ključnimi podatki za vlagatelje<sup>27</sup> se zahteva, da morajo ti zajemati tiste bistvene značilnosti KNPVP, o katerih bi moral biti vlagatelj obveščen, ter da se (potencialnim) vlagateljem zagotovijo točne, poštene, jasne in nezavajajoče predpogodbene informacije.

**75** Točnost in zanesljivost informacij, razkritih v dokumentih s ključnimi podatki za vlagatelje, je vprašljiva. Centralna banka Irske<sup>28</sup> je odkrila primere, v katerih oddelek dokumenta s ključnimi podatki za vlagatelje o pretekli donosnosti ni vključeval ustreznega razkritja primerljivega kriterijskega indeksa. Organ ESMA je leta 2019 objavil vprašanja in odgovore o razkritju primerljivega kriterijskega indeksa, v katerih je pojasnil te zadeve.

**76** Kot so poudarili nekateri anketiranci Sodišča, so informacije o stroških v sedanjem dokument s ključnimi podatki za vlagatelje o KNPVP nepopolne in bi lahko vlagatelje zavedle tako, da bi ti mislili, da so stroški nižji, kot so v resnici. Zlasti transakcijski stroški niso vključeni v delež skupnih stroškov.

---

<sup>25</sup> Členi 68–74 *Direktive 2009/65/ES*.

<sup>26</sup> SWD(2019) 402 final.

<sup>27</sup> Uredba Komisije (EU) št. 583/2010 z dne 1. julija 2010 o izvajanju *Direktive 2009/65/ES* v zvezi s ključnimi podatki za vlagatelje.

<sup>28</sup> Centralna banka Irske, *Thematic review of closet indexing* (panožni dopis z dne 18. julija 2019).

**77** Z uredbo o paketnih naložbenih produktih za male vlagatelje in zavarovalnih naložbenih produktih<sup>29</sup>, ki je začela veljati leta 2018, je bil uveden enoten dokument s ključnimi informacijami, ki se uporablja za širok nabor naložbenih produktov za male vlagatelje. Vendar so bili KNPVP in AIS začasno izvzeti iz te zahteve. Po dolgotrajnih posvetovanjih z deležniki je skupni odbor evropskih nadzornih organov januarja 2021 dosegel kompromis o vključitvi pretekle donosnosti v dokument s ključnimi informacijami, Komisija pa je septembra 2021 sprejela uredbo o prenosu pooblastil.

### **Organ ESMA je okreplil transparentnost stroškov in pristojbin, vendar težave glede podatkov ostajajo**

**78** Organ ESMA od leta 2019 objavlja letno poročilo o uspešnosti in stroških naložbenih produktov EU za male vlagatelje. Cilj poročila je vlagatelje opozoriti na znaten vpliv stroškov na končne donose njihovih naložb. Poročilo organa ESMA zagotavlja dober pregled uspešnosti in stroškov različnih vrst skladov, vendar ima številne slabosti:

- o o stroških se poroča po razredih sredstev (lastniški kapital/obveznice/mešani/alternativni), po vrsti upravljanja (aktivno ali pasivno) in po sedežu sklada, ne pa po državi distribucije, zaradi česar je težko oceniti, ali so se z enotnim trgom zmanjšale razlike v stroških med nacionalnimi trgi,
- o razčlenitev po vrsti stroškov je omejena (npr. provizije za upravljanje) ali pa je sploh ni (npr. distribucija, spodbuda). To je povezano s pomanjkanjem podrobnih razpoložljivih podatkov in zanašanjem na ankete, izvedene pri pristojnih nacionalnih organih, ter vpliva na omejeno razlago razlogov, zakaj so stroški v nekaterih državah sedežev skladov višji kot v drugih,
- o poročilo temelji na podatkih, ki so starejši od enega leta; enako velja za letno poročilo organa ESMA o AIS.

**79** Organ ESMA v svojih metodoloških prilogah poudarja, da je ocena uspešnosti in stroškov naložbenih produktov, ki so v pristojnosti organa ESMA, strukturno ovirana zaradi pomanjkanja ustreznih regulativnih podatkov:

- o podatki o KNPVP niso dostopni na ravni EU, s komercialno dostopnimi podatki pa se zagotavlja le omejena raven podrobnosti in točnosti,

---

<sup>29</sup> Uredba (EU) št. 1286/2014 Evropskega parlamenta in Sveta z dne 26. novembra 2014 o dokumentih s ključnimi informacijami o paketnih naložbenih produktih za male vlagatelje in zavarovalnih naložbenih produktih (PRIIP).



- o regulativni podatki iz direktive o UAIS ne zajemajo podrobnih dokazov o stroških skladov.

### **Organ ESMA in Komisija za male vlagatelje še nista oblikovala orodij za primerjavo**

**80** Čeprav je bil poudarek na tem, da se vlagateljem zagotovijo zadostne informacije o posameznih skladih, je še vedno težko dobiti pregled nad vsemi skladi v ponudbi in primerjati produkte. Evropski parlament<sup>30</sup> je pozval k „pobudam, ki so posebej namenjene malim vlagateljem, vključno s spodbujanjem razvoja neodvisnih spletnih primerjalnih orodij na ravni EU, s pomočjo katerih bi lahko mali vlagatelji določili najprimernejše produkte z vidika tveganja, donosnosti naložb in vrednosti za njihove potrebe in preference“.

### **Lažno zeleno oglaševanje pomeni vse večje tveganje**

**81** Vse več KNPVP se trži kot skladi, ki izpolnjujejo okoljska, socialna in upravljavska merila (skladi ESG), s čimer se ustvarja tveganje lažnega zelenega oglaševanja. Za investicijske sklade se uporablja uredba o razkritjih, povezanih s trajnostnostjo, v sektorju finančnih storitev. Njen cilj je povečanje transparentnosti in boj proti lažnemu zelenemu oglaševanju. Ker se je večina obveznosti glede razkritij začela uporabljati šele 10. marca 2021, je še prezgodaj za oceno njihovega učinka. Organ ESMA je na podlagi svojega [odziva](#) na posvetovanje Komisije o prenovljeni strategiji za trajnostno financiranje nedavno pozval k zakonodajnim ukrepom v zvezi z ocenami in ocenjevalnimi orodji za sklade ESG<sup>31</sup>.

**82** Trg ocen skladov ESG in drugih ocenjevalnih orodij je trenutno nereguliran in nenadzorovan. To v povezavi z vse večjimi regulativnimi zahtevami po upoštevanju informacij o okoljskih, socialnih in upravljavskih merilih pomeni povečano tveganje lažnega zelenega oglaševanja, napačne porazdelitve kapitala in zavajajoče prodaje produktov.

---

<sup>30</sup> Resolucija Evropskega parlamenta z dne 8. oktobra 2020 o nadaljnjem razvoju unije kapitalskih trgov: boljši dostop do financiranja kapitalskih trgov, zlasti za mala in srednja podjetja, in lažje sodelovanje za male vlagatelje (2020/2036(INI)).

<sup>31</sup> Pismo predsednika organa ESMA Stevena Maijoorja komisarki Mairead McGuinness, 28. januar 2021, ESMA30-379-423.

## Organ ESMA, Komisija in pristojni nacionalni organi so pripomogli k uvedbi trenda zniževanja stroškov KNPVP

### Stroški ostajajo visoki

**83** Po tem, ko so bili stroški KNPVP že več let stabilni na visoki ravni, so se od leta 2017 nekoliko znižali. Vendar so še vedno veliko višji kot pri povprečnem skladu s sedežem v ZDA. To je običajno zaradi manjšega obsega sredstev v EU (glej odstavek **04**) ter manjšega tržnega deleža pasivnih skladov in kotirajočih investicijskih skladov (8,3 %). Poleg ostalih skladov s sedežem v Luksemburgu in na Irskem zaračunavajo nadpovprečne stroške<sup>32</sup>.

**84** Aktivno upravljani delniški skladi so bili glede na bruto vrednosti rahlo uspešnejši od pasivno upravljanih skladov, vendar so bili zaradi višjih stroškov manj uspešni na neto osnovi. Zaradi ekonomije obsega pri upravljanju skladov je organ ESMA ugotovil, da so stroški večjih skladov nižji. Pri delniških skladih so stroški v povprečju znašali 1,4 % za največje sklade in 1,8 % za najmanjše sklade.

### Prakse prikritega posnemanja primerljivega kriterijskega indeksa je manj, vendar se nadaljuje

**85** Raziskava organa ESMA, ki se je začela leta 2019, je pokazala, da se po EU še vedno razlikujejo razlage pojma „neupravičeni stroški“ in nadzorni pristopi k določbam, povezanim s stroški. Po mnenju organa ESMA<sup>33</sup> zaradi tega pomanjkanja konvergence pride ne le do možnosti regulativne arbitraže in tveganja oviranja konkurence na trgu EU, temveč tudi do različnih ravni zaščite vlagateljev glede na sedež sklada.

**86** Prikrto posnemanje primerljivega kriterijskega indeksa je praksa, pri kateri upravitelji premoženja trdijo, da svoja sredstva upravljajo aktivno, da bi dosegli večjo uspešnost od primerljivega kriterijskega indeksa. Vendar v resnici ostajajo zelo blizu primerljivega kriterijskega indeksa, na podlagi katerega se od naložbenega upravitelja zahteva manj vložkov. Običajno zaračunavajo višje provizije za upravljanje kot pasivno upravljani skladi<sup>34</sup>. Analiza, ki jo je organ ESMA izvedel pred petimi leti, je pokazala, da bi lahko med 5 % in 15 % delniških skladov EU, za katere se trdi, da se upravljajo aktivno, dejansko izvajalo posnemanje primerljivega kriterijskega indeksa (glej tudi

<sup>32</sup> *Performance and Costs of EU Retail Investment Products ESMA Annual Statistical Report 2021.*

<sup>33</sup> ESMA, *Supervisory briefing on the supervision of costs*, 2020.

<sup>34</sup> *ESMA Statement, Supervisory work on potential closet index tracking*, 2. februar 2016, ESMA/2016/165. Glej tudi *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* št. 1/2021.

**okvir 4).** Novejši podatki za leto 2020 kažejo, da se je ta odstotek zmanjšal in zdaj znaša med 2 % in 6 %.

#### Okvir 4

##### Prikrito posnemanje primerljivega kriterijskega indeksa

Centralna banka Irske je v obdobju 2018–2019 izvedla tematski pregled o prikitem posnemanju primerljivega kriterijskega indeksa<sup>35</sup>, v katerega so bili zajeti vsi irski skladi KNPVP z izdanim dovoljenjem, ki so bili razvrščeni kot aktivno upravljani. Ključne ugotovitve pregleda so vključevale naslednje:

- vlagatelji niso vedno imeli zadostnih ali točnih informacij o naložbeni strategiji sklada v prospektu in dokumentu s ključnimi podatki za vlagatelje,
- ugotovljeni so bili primeri slabega upravljanja in kontrol,
- ugotovljeni so bili primeri, v katerih je imel sklad vrednost ciljne uspešnosti v primerjavi z indeksom, ki je bila manjša od zaračunane pristojbine, kar pomeni, da bo se bo s pristojbino izničila dosežena večja uspešnost,
- v nekaterih primerih v oddelek dokumenta s ključnimi informacijami za vlagatelje o pretekli donosnosti ni bil vključen primerjalnik, kar pomeni, da vlagatelji v te sklade niso mogli ugotoviti, ali je sklad glede na svoj primerljiv kriterijski indeks rentabilen.

**87** Organ ESMA je leta 2021 vzpostavil skupne nadzorne ukrepe o stroških, da bi raziskal, ali upravitelji skladov: (1) pri opravljanju poslovnih dejavnosti strokovno, skrbno in vestno ter v korist sklada, ki ga upravljajo, spoštujejo določbe o razkritju, povezanem s stroški; (2) ravnajo na iskren in pošten način; in (3) vlagateljem ne zaračunavajo neupravičenih stroškov<sup>36</sup>. Skupni nadzorni ukrepi zajemajo KNPVP in AIS, ki se tržijo malim vlagateljem, z njimi pa naj bi se preverilo, ali imajo upravitelji vzpostavljene politike oblikovanja cen, na podlagi katerih je mogoče jasno opredeliti in količinsko določiti vse stroške, ki se zaračunajo skladu, ter ali se te politike pravilno uporabljajo v praksi. Rezultati so pričakujejo v prvi četrtini leta 2022.

<sup>35</sup> Centralna banka Irske, *Thematic review of closet indexing* (panožni dopis z dne 18. julija 2019).

<sup>36</sup> ESMA 34-45-970, metodologija skupnih nazornih ukrepov o stroških in pristojbinah.

## EU ni sprejela zadostnih ukrepov proti spodbudam

**88** Ali so potencialni vlagatelji v sklade dobro zaščiteni in ali lahko izberejo naložbo, ki najbolj ustreza njihovim potrebam, ni odvisno le od zahtev, ki veljajo za sklade in upravitelje skladov, temveč tudi od nasvetov, ki jih dobijo od svojih finančnih posrednikov.

**89** Do polovice stroškov predstavljajo spodbude, ki so v večini držav članic še vedno dovoljene. Z zakonodajo<sup>37</sup> je določeno le, da se s spodbudami ne smejo ustvarjati navzkrižja interesov in da jih je treba razkriti. Spodbude morajo biti zasnovane tako, da bi se z njimi izboljšala kakovost zadevne storitve za stranko in da se z njimi ne ovira izpolnitev obveznost, ki jo ima podjetje, in sicer, da ravna pošteno, pravično in profesionalno v skladu z najboljšimi interesi stranke. Nekatere države članice, kot je Nizozemska, so uvedle prepoved spodbud, ki predstavljajo približno polovico ponavljajočih se stroškov številnih KNPVP.

**90** Komisija je poudarila, da distribucijski model v celinski Evropi še vedno v veliki meri temelji na modelu plačevanja, ki temelji na provizijah, pri čemer so banke in zavarovalnice najpogostejši distributerji končnim strankam<sup>38</sup>. Študija kaže tudi na to, da so v državah, ki so uvedle prepoved spodbud, celotni stroški poslovanja v zvezi z obveznicami, lastniškim kapitalom in mešanimi skladi precej nižji. Ker so glavna gonilna sila provizije, banke, ki v glavnem niso pripravljene tržiti produktov z nizkimi pristojbinami, običajno zanemarjajo pasivne sklade (vključno s kotirajočimi investicijskimi skladi), v zvezi s katerimi se redko plača provizija<sup>39</sup>.

**91** Organ ESMA v svojem strokovnem nasvetu Komisiji<sup>40</sup>, pripravljenem marca 2020, ni zavzel jasnega stališča o popolni prepovedi spodbud za vse investicijske storitve v okviru direktive MiFID. Potrošniške organizacije, s katerimi je Sodišče opravilo razgovore, takšno prepoved podpirajo. Komisija to vprašanje zdaj preučuje v okviru svoje strategije EU za male vlagatelje.

---

<sup>37</sup> Direktiva 2014/65/EU o trgih finančnih instrumentov.

<sup>38</sup> Evropska komisija, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, končno poročilo, 2018, str. 26.

<sup>39</sup> Apostolos Thomadakis, *The European ETF Market: What can be done better?*, ECMI Commentary, št. 52, 24. april 2018.

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

**92** Leta 2017 je zasebni izvajalec v imenu Komisije izvedel prikrito nakupovanje in ugotovil, da so v vsaki državi članici svetovalci bank in zavarovalnic, ki niso neodvisni, skoraj izključno predlagali interne produkte (enega ali več)<sup>41</sup>. Po drugi strani pa večina robotskih svetovalcev običajno predlaga kotirajoče investicijske sklade. Pri prikitem nakupovanju, ki ga je izvedel francoski pristojni nacionalni organ, se je pokazalo, da se malim vlagateljem ne predlagajo produkti, kot so kotirajoči investicijski skladi (ali drugi investicijski skladi z nizkimi stroški), čeprav očitno ustrezajo njihovim naložbenim potrebam<sup>42</sup>.

### Opredelitev sistemskih tveganj je treba izboljšati

**93** Sistemsko tveganje je tveganje motenj v finančnem sistemu, ki lahko povzročijo resne negativne posledice za notranji trg in širše gospodarstvo. Organ ESMA mora v sodelovanju z ESRB<sup>43</sup> pripraviti skupen pristop in merila za ugotavljanje in merjenje sistemskega tveganja, ki ga pomenijo ključni udeleženci na finančnem trgu, ter ustrezen sistem testov izjemnih situacij, s katerim je mogoče sistemsko tveganja ocenjevati. Udeležence na finančnem trgu, ki pomenijo sistemsko tveganje, je treba okrepljeno nadzorovati.

### Ocena in nadaljnje spremljanje sistemskih tveganj sta v zgodnji fazi

**94** Niti organ ESMA niti ESRB nista izvedla popisa obstoječih praks za spremljanje sistemskega tveganja v državah članicah. Pristojni nacionalni organi pa so zastopani pri upravljanju tako organa ESMA kot odbora ESRB ter v tehničnih delovnih skupinah.

**95** Odbor za finančno stabilnost (FSB)<sup>44</sup> je opredelil naslednje kategorije sistemskega tveganja:

- o likvidnostna neskladja med sredstvi investicijskih skladov in pogoji odkupa,

---

<sup>41</sup> Evropska komisija, *Distribution systems of retail investment products across the EU*, končno poročilo, 2018, str. 22.

<sup>42</sup> Sklad za azil, migracije in vključevanje: *Risk and Trend Mapping No 17, 2016 Risk Outlook*.

<sup>43</sup> ESRB je bil ustanovljen leta 2009 in je odgovoren za makrobonitetni nadzor nad finančnim sistemom v EU, da bi prispeval k preprečevanju ali zmanjševanju sistemskih tveganj za finančno stabilnost.

<sup>44</sup> FSB je mednarodni organ, ki spremlja svetovni finančni sistem in pripravlja priporočila.

- o finančni vzvod v investicijskih skladih,
- o operativno tveganje,
- o tveganja, ki izhajajo iz dejavnosti posojanja vrednostnih papirjev<sup>45</sup>.

**96** Sodišče je ugotovilo, da je prva kategorija zajeta v smernicah organa ESMA, spremljanje v okviru simulacije izjemnih situacij (glej odstavke **104** do **106**) pa se je že začelo. Druga kategorija je zajeta v smernicah za AIS, tveganje finančnega vzvoda za KNPVP pa je omejeno z zakonodajnim okvirom. Organ ESMA je pripravil tudi osnutek priročnika za analizo tveganj v zvezi z AIS za pristojne nacionalne organe. Poleg tega je ESRB izdal dve priporočili, v katerih so obravnavani elementi prvih dveh kategorij tveganja<sup>46</sup>, in ugotovil, da je organ ESMA na splošno v celoti skladen z njima. Zadevnih priporočil ESRB za leto 2017 (rok za izvedbo: 31. december 2020) o zakonodajnih spremembah (npr. orodja za upravljanje likvidnosti, likvidnostna neskladja in poročanje o KNPVP) Komisija še ni obravnavala. Komisija je Sodišče obvestila, da bo zakonodajne spremembe predlagala v okviru pregleda direktive o UAIS, ki trenutno poteka.

**97** Zakonodajni okvir vsebuje splošne določbe o obvladovanju tveganj in neprekinjenem poslovanju<sup>47</sup>. Vendar operativno tveganje (vključno z neprekinjenim poslovanjem, prenosom sredstev strank v stresnih razmerah in tveganjem za ugled) ni zajeto v posodobljenih smernicah organa ESMA.

**98** Odbor za finančno stabilnost je leta 2017 priporočil, naj nadzorniki spremljajo odškodnine, ki jih zagotovijo zastopniki/posojilodajalci, da bi opredelili tveganja ali regulativno arbitražo, ki bi lahko negativno vplivali na finančno stabilnost<sup>48</sup>. Takšne storitve niso navedene v okviru direktiv o UAIS/KNPVP.

---

<sup>45</sup> Odbor za finančno stabilnost (12. januar 2017): *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*.

<sup>46</sup> ESRB/2017/6 in ESRB 2020/4.

<sup>47</sup> Kot na primer člen 57(3) Delegirane uredbe (EU) 231/2013 o direktivi o UAIS stopnje 2 in člen 4(3) Direktive Komisije 2010/43/EU o direktivi KNPVP stopnje 2.

<sup>48</sup> Odbor za finančno stabilnost (12. januar 2017): *Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*, priporočilo št. 14.

**99** Delo organa ESMA v zvezi z oceno tveganj pri investicijskih skladih je v glavnem zajeto v štirih ključnih poročilih:

- o prikaz tveganja (objavljen dvakrat letno),
- o poročilo o trendih, tveganjih in ranljivostih,
- o letno statistično poročilo o uspešnosti in stroških naložbenih produktov EU za male vlagatelje,
- o letno statistično poročilo o alternativnih investicijskih skladih EU.

**100** Čeprav se v prikazu tveganja organa ESMA uporablja celovit sklop kazalnikov ter je v njem kratka in jedrnata analiza, je Sodišče ugotovilo, da v prikazu ni sistematično navedenih podrobnosti o tveganjih glede na države, ki bi jih bilo mogoče uporabiti tudi za makrobonitetne namene.

**101** Sodišče je ugotovilo, da je v spremljanju tveganj nebančnega finančnega posredništva, ki ga izvaja ESRB, dobra analiza sektorja investicijskih skladov z uporabo pristopov, ki temeljijo na subjektih, dejavnostih in produktih, da bi se zagotovila natančna razčlenitev skladov po vrstah. Vrste skladov in sredstva so sicer podrobno opredeljeni po državah, tveganja pa ne.

**102** Sodišče je ugotovilo, da pregled ni povsem celovit, analiza pa ne povsem zanesljiva zaradi naslednjih omejitev:

- o nerazpoložljivost/neuporabnost nekaterih podatkov AIS (glej odstavka [121](#) in [123](#)),
- o zamude pri uporabi informacij sklada denarnega trga/težave pri uporabi nekaterih podatkov v zvezi z direktivo o UAIS (glej odstavke [111](#) ter [121](#) in [122](#)).

## Nadzorni testi izjemnih situacij niso na voljo in, čeprav se je delo že začelo, nadaljnje spremljanje simulacije ni zadostno

**103** Z nadzornimi testi izjemnih situacij bi se morali opredeliti skladi, ki predstavljajo sistemsko tveganje, in prepoznati vzorci za sistemska tveganja, da bi se zagotovilo zmanjševanje teh tveganj<sup>49</sup>. Organ ESMA je pooblaščen, da v sodelovanju z ESRB začne in usklajuje teste izjemnih situacij na ravni celotne EU, da bi ocenil prilagodljivost udeležencev na finančnem trgu na neugoden razvoj razmer na trgu.

**104** Organ ESMA še ni izvedel nadzornega testa izjemnih situacij za investicijske sklade, je pa leta 2019 opravil simulacijo izjemnih situacij, da bi ocenil pripravljenost sektorja skladov EU in opredelil morebitne ranljivosti. Simulacija je bila uporabljena za 6 600 KNPVP z zagotovljeno donosnostjo, ki so imeli skupaj 2 490 milijard EUR čiste vrednosti sredstev<sup>50</sup>. Za sklade je bil uporabljen pretres zaradi odkupov in simuliran učinek na trg. Uporabljeni so bili komercialni podatki, saj so bili podatki pristojnih nacionalnih organov po mnenju organa ESMA preveč heterogeni.

**105** Okvir za simulacijo izjemnih situacij je dobro izhodišče. Sedanja orodja, tehnična infrastruktura in kakovost podatkov imajo slabosti. Ni bilo sistematičnega spremljanja rezultatov simulacije izjemnih situacij. Posredovani so bili 11 pristojnim nacionalnim organom na prostovoljni osnovi, vendar se jih je le pet odločilo za nadaljnjo razpravo z organom ESMA. En pristojni nacionalni organ s pomembnim sektorjem skladov ni želel nadaljnje razprave z organom ESMA. Organ ESMA je v okviru letnih statističnih poročil pristojnim nacionalnim organom poslal tudi sezname skladov z znaki tveganj, vendar v zvezi z zagotovljenimi informacijami ni bilo namenskega nadaljnega spremljanja ali analize pridobljenih spoznanj.

---

<sup>49</sup> Člen 22(2) in člen 23 uredbe o organu ESMA.

<sup>50</sup> *ESMA Economic Report: Stress simulation for investment funds 2019.*



**106** ESRB je maja 2020 priporočil, naj organ ESMA obravnava likvidnostno tveganje investicijskih skladov<sup>51</sup>. Organ ESMA je to storil v svojem poročilu iz novembra 2020, v zvezi s tem pa je bil uporabljen okvir simulacije izjemnih situacij. Vsi rezultati so bili decembra 2020 posredovani pristojnim nacionalnim organom, vključno z identitetami skladov, ki so šteli za potencialno tvegane. Uslužbenci organa ESMA so se šest mesecev pozneje s člani Stalnega odbora za storitve upravljanja naložb dogovorili, da bodo poročali o nadaljnjih ukrepih, ki so jih sprejeli pristojni nacionalni organi, vključno s seznamom potencialno tveganih skladov. Pristojni nacionalni organi so morali organu ESMA poročati oktobra 2021 s celovitim odgovorom. Kljub temu zamiku je to velika izboljšava. Posamezna imena skladov, ki so šteli za potencialno tvegane, niso bila posredovana ESRB.

**107** Konceptualno delo za testiranje izjemnih situacij<sup>52</sup> po pristopu od zgoraj navzdol ter celovit model, v katerem bi bila zajeta medsebojna povezanost bančnega sektorja, sektorja skladov in zavarovalniškega sektorja, da bi se zagotovila celovita slika sistemskega tveganja, doslej ni privedlo do sistematičnega projektnega načrta pri organu ESMA. Takšno delo bi lahko zajemalo tudi hedge sklade in sklade, ki se v EU ne nadzorujejo<sup>53</sup>, vendar pomenijo grožnjo za finančni sistem.

### **Notranje smernice za teste izjemnih situacij so ustrezne, vendar se rezultati teh testov ne uporabljajo uspešno**

**108** Namen testa izjemnih situacij v zvezi z likvidnostjo za investicijske sklade je oceniti njihovo odpornost na pretrese zaradi odkupov na ravni posameznega sklada ali na ravni panoge. Teste izjemnih situacij lahko izvajajo skladi sami (notranji testi izjemnih situacij) ali nadzornik (nadzorni testi izjemnih situacij). Kar zadeva notranje teste izjemnih situacij, se pravni okviri za AIS, KNPVP in SDT razlikujejo. Na [sliki 9](#) so prikazane povezave med vrstami skladov, zakonodajo in zadevnimi smernicami.

---

<sup>51</sup> *Priporočilo ESRB o likvidnostnem tveganju v investicijskih skladih* (ESRB/2020/4).

<sup>52</sup> Npr. Gourdel, Maqui in Sydow (2019): *Investment funds under stress, ECB Working Paper 2323*.

<sup>53</sup> Skladi, ki se v EU ne nadzorujejo, so lahko za vlagatelje, vključno s finančnimi institucijami, pomembni razredi finančnih instrumentov.

## Slika 9 – Ureditve testov izjemnih situacij za AIS, SDT in KNPVP

<b>VRSTA SKLADA</b>	<p><b>Alternativni investicijski skladi (AIS)</b></p> <p>Členi 15, 16, 24, 25 direktive o UAIS</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Skladi poročajo o rezultatih notranjih testov izjemnih situacij pristojnim nacionalnim organom.</li> <li>• Pristojni nacionalni organi bi morali preučiti nastanek sistemskega tveganja na podlagi informacij, sporočenih v skladu s členom 24.</li> <li>• Izmenjava povezanih informacij s pristojnimi nacionalnimi organi EU, organom ESMA in ESRB (nadzorno sodelovanje).</li> <li>• Organ ESMA lahko določi, da nek AIS ogroža finančno stabilnost, in lahko svetuje pristojnemu nacionalnemu organu.</li> </ul>	<p><b>Kolektivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP)</b></p> <p>Člen 51 direktive o KNPVP; izvedbena določba za člen 40(3)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Splošne določbe za obvladovanje tveganj</li> <li>• Izvajanje testov izjemnih situacij ni posebej omenjeno.</li> </ul>	<p><b>Skladi denarnega trga (SDT)</b></p> <p>Člena 28, 37 uredbe o skladih denarnega trga, izvedbena uredba 2018/708 z dne 17. aprila 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Zahteva, da se redni testi izjemnih situacij na ravni sklada izvajajo vsaj dvakrat letno.</li> <li>• Če se pojavijo ranljivosti sklada denarnega trga, se pripravi poročilo, ki se pošlje pristojnemu nacionalnemu organu.</li> <li>• Poročanje v skladu s členom 37 uredbe o skladih denarnega trga: pošiljanje letnih/četrletnih rezultatov pristojnim nacionalnim organom.</li> </ul>	
<b>SMERNICE</b>	<p><b>Smernice o členu 25 direktive o UAIS</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Upravitelji skladov opredelijo AIS, ki bolj verjetno pomenijo tveganja za finančni sistem.</li> <li>• Upravitelji skladov ocenijo s tem povezana tveganja.</li> <li>• Poročanje pristojnim nacionalnim organom.</li> </ul>	<p><b>Smernice o testiranju izjemnih situacij likvidnosti KNPVP in AIS (16. julij 2020)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Zasnova modelov testiranja izjemnih situacij likvidnosti, razumevanje tveganj, upravljanje.</li> <li>• Pogostost, politike, scenariji, podatki.</li> <li>• Sodelovanje s pristojnimi nacionalnimi organi.</li> </ul>	<p><b>Smernice o poročanju pristojnim organom v skladu s členom 37 uredbe o skladih denarnega trga</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Podroben opis, o čem je treba poročati (podatkovna polja), vključno z informacijami o testih izjemnih situacij.</li> </ul>	<p><b>Smernice o scenarijih za teste izjemnih situacij v skladu z uredbo o skladih denarnega trga za leto 2019 in 2020 (19. 7. 2019 in 16. 12. 2020)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Splošne smernice za notranje testiranje izjemnih situacij in scenarij za testiranje izjemnih situacij (parametri).</li> </ul>
<b>POROČANJE</b>	<p><b>Poročanje pristojnemu nacionalnemu organu je sistematično, izmenjava z organom ESMA precej nesistematična.</b></p>	<p><b>Poročanje pristojnemu nacionalnemu organu ni sistematično, organ ESMA ni vključen.</b></p>	<p><b>Redno poročanje pristojnemu nacionalnemu organu; organ ESMA je prva poročila v skladu s členom 37 prejel šele junija 2021.</b></p>	

Vir: Evropsko računsko sodišče

**109** Sodišče je ugotovilo, da je organ ESMA pripravil ustrezne smernice o notranjih testih izjemnih situacij tako za KNPVP kot za AIS. Vendar je strogost pregledovanja rezultatov notranjih testov izjemnih situacij, če se ti sploh pregledujejo, v celoti odvisna od presoje pristojnih nacionalnih organov, organ ESMA pa v zvezi s tem nima nobenih informacij. Poleg tega KNPVP izvajajo notranje teste izjemnih situacij in morajo svojim pristojnim nacionalnim organom poročati le v primeru pomembnih tveganj. Pristojni nacionalni organi morajo nato obvestiti organ ESMA. Vendar se to še ni zgodilo. Čeprav ima organ ESMA dostop do rezultatov testov izjemnih situacij za AIS, je metodologija, ki so uporabljala, prepuščena presoji upravitelja sklada, zato organ ESMA rezultatov ne primerja in ne uporablja.

**110** Za SDT je v uredbi o skladih denarnega trga določeno, da mora organ ESMA objaviti smernice s skupnimi referenčnimi parametri za teste izjemnih situacij. V zvezi s tem je organ ESMA opredelil močan pretres zaradi odkupov (30- do 40-odstotna stopnja odkupa), vendar je upošteval kalibracijo parametrov ESRB (npr. obrestne mere in devizni tečajji), namesto da bi resnost teh parametrov določil sam. Organ ESMA ni zahteval predhodnih analiz občutljivosti za parametre za boljše razumevanje dejavnikov tveganja. Vendar ESMA po prejemu rezultatov opravi naknadne analize učinkov parametrov.

**111** Na podlagi pravnega okvira se, razen za SDT, podatki o testih izjemnih situacij za KNPVP ne zbirajo, analizirajo ali sporočajo sistematično. Taki podatki bi se lahko uporabili za nadgradnjo nadzornih testov izjemnih situacij ali testiranje rezultatov za nazaj pri simulacijah izjemnih situacij. Za SDT je organ ESMA sporočene podatke prejel zelo pozno, podatke za prvo četrletje leta 2020, ki jih je prejel sredi leta 2021, pa je začel analizirati šele proti koncu navedenega leta.

### Zaradi vrzeli in prekrivanj pri zbiranju podatkov je ovirano odkrivanje tveganj za finančno stabilnost in vlagatelje

**112** Uspešno spremljanje sistemskih tveganj in tveganj za vlagatelje je odvisno od razpoložljivosti ustreznih podatkov. Podatki morajo biti dovolj podrobni, kakovostni in primerljivi med državami, tako da je mogoče opraviti smiselne analize tveganja. Da bi bilo zbiranje podatkov učinkovito, se z njim ne bi smela ustvarjati nepotrebna bremena za panogo, hkrati pa bi se morale z zbiranjem podatkov izpolnjevati potrebe po podatkih vseh organov, ki za izpolnjevanje svojih pooblastil potrebujejo dostop do informacij.

**113** V direktivi o KNPVP, direktivi o UAIS in uredbi o SDT je določeno, da morajo skladi ali upravitelji skladov sporočati podatke pristojnim nacionalnim organom. Vendar se vrsta podatkov ter oblika in raven podrobnosti, o katerih je treba poročati, razlikujejo glede na vrsto investicijskega sklada, pristojni nacionalni organi pa podatkov niso vedno dolžni posredovati organu ESMA ali ESRB. V zahtevah je odražena raven tveganja, ki izhaja iz zadevnega sklada, pa tudi starost zadevnega zakonodajnega akta. Ureditev poročanja o SDT je obsežnejša od ureditve, ki jo določata direktiva o UAIS in direktiva o KNPVP. Temelji na podrobnih podatkih, za katere se uporabljajo mednarodni identifikatorji.

## Ker ni usklajene ureditve poročanja za KNPVP, organ ESMA ne more oceniti pripravljenosti skladov na krizo in opraviti testov izjemnih situacij

**114** V direktivi o UAIS so določene obveznosti poročanja UAIS pristojnim nacionalnim organom njihove matične države članice. Te vključujejo zahtevo po predložitvi podrobnosti o skladih, ki jih upravlja posamezni UAIS, vključno z naložbenimi strategijami, ter o najpomembnejših trgih, čisti vrednosti sredstev in profilu likvidnosti portfelja<sup>54</sup>. Pristojni nacionalni organi morajo te podatke redno posredovati organu ESMA (glej *Prilogo*)<sup>55</sup>.

**115** Nasprotno pa na ravni EU trenutno ni usklajenega okvira poročanja o KNPVP. V direktivi o KNPVP je sicer določena minimalna vsebina nekaterih ključnih dokumentov, ki jih mora vsak KNPVP izdati, o drugih podrobnostih poročanja pa odločajo pristojni nacionalni organi. Zato se prakse poročanja med pristojnimi nacionalnimi organi zelo razlikujejo, kar zadeva pogostost poročanja, zajete KNPVP in sporočene podatke<sup>56</sup>. Podatki, ki se ustvarijo, niso primerljivi.

**116** Ker ni podrobnih zahtev glede poročanja o KNPVP, je organ ESMA težko opravljal analize, potrebne za oceno pripravljenosti na krizo pri investicijskih skladih, ki so zelo izpostavljeni zadolženosti podjetij in nepremičninam v kontekstu koronavirusne krize<sup>57</sup>. Organ ESMA je zaradi tega tudi težko opravljal simulacije izjemnih situacij in nadzorne teste izjemnih situacij.

**117** Poleg tega se na podlagi direktive o KNPVP od pristojnih nacionalnih organov izrecno ne zahteva, da podatke, zbrane za namene nadzora, posredujejo organu ESMA, vendar organ ESMA lahko zahteva informacije, ki jih potrebuje za izpolnjevanje svojih nalog<sup>58</sup>. Če pristojni nacionalni organ ne more ustrezno izpolniti njegove zahteve, se lahko organ ESMA obrne na druge nacionalne organe, vključno z nacionalnimi centralnimi bankami in statističnimi uradi, ali neposredno stopi v stik z udeleženci na trgu. Na podlagi informacij organa ESMA je za take zahteve še vedno potrebna odobritev odbora nadzornikov, zato se vložijo le izjemoma.

---

<sup>54</sup> Direktiva o UAIS, člen 24.

<sup>55</sup> Direktiva o UAIS, člen 25(2).

<sup>56</sup> ESRB/2017/6.

<sup>57</sup> ESRB/2020/4.

<sup>58</sup> Uredba (EU) št. 1095/2010, člen 35.

**118** Rezultati ankete, ki jo je organ ESMA leta 2021 opravil pri desetih pristojnih nacionalnih organih, kažejo, da večina pristojnih nacionalnih organov sicer zbira podatke o KNPVP in družbah za upravljanje KNPVP, vendar se ureditve poročanja znatno razlikujejo. Ker ni neposrednega dostopa in doslednosti pri poročanju, jih organ ESMA doslej ni pozval, naj o takih podatkih poročajo.

**119** Organ ESMA in ESRB se zato za poročanje in analizo KNPVP zanašata na druge, predvsem komercialne vire podatkov (glej *Prilogo*). Po mnenju organa ESMA in deležnikov, s katerimi je Sodišče opravilo pogovore, skladi sicer pogosto poročajo komercialnim ponudnikom, vendar je zanašanje na komercialne podatke problematično, kar zadeva popolnost in kakovost podatkov.

**120** Organ ESRB je leta 2017 priporočil, naj zakonodajalca EU uvedeta usklajen sistem poročanja za KNPVP<sup>59</sup>. Vendar glede tega priporočila ni bilo nadaljnjega ukrepanja. Večina nacionalnih pristojnih organov in združenj za upravljanje sredstev, s katerimi je Sodišče opravilo pogovore, se je strinjala ali se zelo strinjala, da bi bile izboljšane zahteve glede poročanja koristne za regulativni okvir za investicijske sklade. Predlagali so, da bi lahko prihodnjo ureditev poročanja za KNPVP uskladili z ureditvijo poročanja iz direktive o UAIS, ob upoštevanju razlik med tema dvema vrstama investicijskih skladov.

### **Nekatere bistvene zahteve glede poročanja v direktivi UAIS niso obvezne**

**121** V direktivo o UAIS je sicer vključena usklajena ureditev poročanja, vendar to, da upravitelji skladov niso zavezani k poročanju o nekaterih ključnih podatkih, zmanjšuje koristnost te ureditve. Medtem ko se z direktivo o UAIS in Delegirano uredbo Komisije (EU) št. 231/2013 od UAIS zahteva, da za svojo identifikacijo in identifikacijo skladov, ki jih upravljajo, zagotovijo kode identifikatorjev pravnih subjektov (LEI), je poročanje o LEI z nadaljnjih ravneh podrobnosti (npr. glavni borzni posredniki AIS) neobvezno. Na podlagi smernic se tudi zahteva, da UAIS zagotovijo mednarodne identifikacijske številke vrednostnih papirjev (ISIN) in druge mednarodne kode, ki jih lahko imajo AIS, vendar le, če so na voljo.

**122** Sedanja ureditev je privedla do tega, da o skupnih identifikatorjih, kot sta LEI in ISIN, dejansko poroča le majhen odstotek UAIS in AIS. Nasprotno pa je LEI pri skladih z izpostavljenostjo iz naslova izvedenih finančnih instrumentov naveden nadpovprečno pogosto. V nasprotju z direktivo o UAIS se na podlagi uredbe EMIR od nasprotnih

---

<sup>59</sup> ESRB/2017/6, priporočilo D.

strank namreč neposredno zahteva, da sporočajo globalne identifikatorje subjektov in kode ISIN. Če bi se LEI in ISIN navajala pogosteje, bi lahko organ ESMA in ESRB uspešneje povezala različne podatke o UAIS in AIS ter opredelila sistemsko tveganje<sup>60</sup>.

### **Nacionalne centralne banke zbirajo podatke za statistično poročanje, vendar slednje organu ESMA in ESRB ni na voljo**

**123** Organ ESMA trenutno nima podatkov o portfeljih skladov za KNPVP in AIS. Vendar bi bili podatki na tej ravni potrebni za izvedbo smiselnih analiz tveganja in nadzornih testov izjemnih situacij na podlagi regulativnih in ne komercialnih podatkov.

**124** Nacionalne centralne banke že morajo na enoten način zbirati podrobne podatke o investicijskih skladih – vključno z AIS in KNPVP, ne pa tudi SDT – za statistično poročanje ECB<sup>61</sup>. Podatki vključujejo podrobnosti o skladih na ravni ISIN. Vendar nacionalne centralne banke te podatke dajo na voljo ECB v agregirani obliki, saj ureditev zaupnosti, ki jo je Svet vzpostavil leta 1998, večinoma omejuje uporabo zaupnih podatkov, ki jih zbirajo nacionalne centralne banke „za opravljanje nalog ESCB“<sup>62</sup>. Nekateri agregirani podatki, ki jih zbere ECB, so že dostopni organu ESMA in ESRB, vendar niso dovolj podrobni, da bi bilo z njimi mogoče ustrezno spremljati sistemsko tveganje.

**125** Organ ESMA in ESRB nista v celoti preučila možnosti za dostop do bolj podrobnih podatkov na ravni portfeljev, ki jih zbirajo nacionalne centralne banke, in njihovo uporabo (glej odstavek **117**), kot vzrok pa sta navedla pravne in operativne ovire. Sodišče ugotavlja, da so v nekaterih primerih nacionalne centralne banke tudi organi, odgovorni za nadzor investicijskih skladov.

---

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

<sup>61</sup> Uredba ECB/2013/38.

<sup>62</sup> Uredba Sveta (ES) št. 2533/98, člen 8(5).

## Zaključki in priporočila

**126** Splošni zaključek Sodišča je, da je bilo z ukrepi EU sicer mogoče vzpostaviti enotni trg za investicijske sklade, vendar se z njimi še niso dosegli želeni izidi, saj so dejanske čezmejne dejavnosti in koristi za vlagatelje še vedno omejene. Poleg tega doslednost in uspešnost nadzora skladov in zaščita vlagateljev niso zadostni.

**127** Komisija in zakonodajalca EU sta si zastavila ambiciozne cilje za enotni trg za investicijske sklade, in sicer omogočiti učinkovito distribucijo skladov v druge države članice, da bi se zagotovila uspešna in podobna zaščita vlagateljev ter ustvarili enake konkurenčni pogoji (glej odstavka **16** in **17**). Sodišče ugotavlja, da so Komisija in zakonodajalca z ureditvijo dovoljenj omogočili čezmejno poslovanje, vendar so bili le v omejenem obsegu uspešni pri povečanju števila dejanskih čezmejnih skladov (tj. tistih, ki se tržijo v več državah članicah), kar je bil eden od ključnih ciljev. Njihovo število se je namreč le neznatno povečalo (glej odstavke **18** do **21**).

**128** Sodišče je ugotovilo, da se pričakovane koristi za vlagatelje, kot so nižje pristojbine zaradi konkurence in inovacij ali dostop do več produktov, niso uresničile. Stroški so še vedno visoki in se med državami članicami znatno razlikujejo (glej odstavek **83**). Poleg tega še vedno ni enakih konkurenčnih pogojev, saj se nadzorne prakse in rezultati med državami članicami zelo razlikujejo, ovire za vstop na trg pa ostajajo (glej odstavka **22** in **23**). Sodišče ugotavlja, da nekaterih tržnih razmer in političnih odločitev, kot so obdavčitev, lokalno povpraševanje in to, v katerih državah se upravitelji premoženja odločijo distribuirati svoje investicijske sklade, ni mogoče obravnavati z zakonodajo EU.

**129** Čeprav je bila prvotna vzpostavitev pravnega okvira EU korak naprej, naknadne večkratne spremembe niso privedle do drugih izidov, in morda niso ustrezno orodje za poglobitev enotnega trga. Komisija ni izvedla celovitega preverjanja primernosti splošnega pravnega okvira, ki zajema investicijske sklade, da bi ocenila, koliko so bili doseženi različni cilji. Sodišče je prišlo do zaključka, da Komisija ni mogla vedno dokazati prednosti ali uspešnosti svojih zakonodajnih pobud za izboljšanje obstoječih pravil. V predhodnih ocenah učinka so bili potencialni učinki nove zakonodaje morda precenjeni, naknadne ocene pa morajo biti temeljitejše (glej odstavke **26** do **30**). Poleg tega Komisija pri merjenju smotrnosti delovanja, ki ga izvaja, ne izpolnjuje lastnih meril (glej odstavek **31**).

## Priporočilo 1 – Oceniti primernosti obstoječega okvira za doseganje zelenih ciljev

---

Komisija naj:

- (a) opravi celovito preverjanje primernosti zakonodaje, ki zajema investicijske sklade, in na podlagi izida sprejme ukrepe za uspešnejše doseganje ciljev enotnega trga;
- (b) izboljša merjenje smotrnosti delovanja, ki ga opravlja, in sicer z oblikovanjem ustreznih kazalnikov.

**Časovni okvir: do leta 2024.**

**130** Organ ESMA je okrepil svoja prizadevanja na področju konvergence nadzora. Vzpostavil je na primer okvir za ugotavljanje ključnih nadzornih tveganj in osredotočanje nanje (glej odstavka **40** in **41**). Vendar se sooča z izzivi pri uspešni uporabi svojih orodij, kot sta njegova lastna struktura upravljanja in odvisnost od sodelovanja pristojnih nacionalnih organov. Pristojni nacionalni organi dajejo jasno prednost orodjem za konvergenco, ki so neinvazivna (glej odstavka **56** in **57**).

**131** Organ ESMA je večinoma uporabljal pripravljalna orodja, kot so smernice ter vprašanja in odgovori. Sodišče je ugotovilo, da uspešnost teh orodij ni bila dokazana, saj organ ESMA ne meri učinka vseh svojih ukrepov v zvezi s konvergenco (glej odstavka **42** in **43**). Organ ESMA je nedavno oblikoval nova orodja, ki jih uporablja za prioriteta področja. Bolj se je osredotočil na orodja, kot so skupni nadzorni ukrepi, s katerimi se sodelujočim pristojnim nacionalnim organom omogoča izmenjava praks in razprava o njih (glej odstavke **44** do **46**). Kljub temu je organ ESMA doslej le redko uporabil svojo pristojnost nadzornika izvrševanja (glej odstavke **42** do **48**).

**132** Zato so imela prizadevanja organa ESMA le omejen učinek pri vzpostavljanju doslednega in podobnega nadzora. Sodišče je odkrilo primere, v katerih je bila z delom organa ESMA izboljšana kakovost nacionalnega nadzora in zmanjšana različnost praks. Organ ESMA še ne more dokazati svojega napredka, saj ne meri doseganja svojih ciljev (glej odstavke **58** do **60**). Na podlagi njegovega dela so bile odkrite tudi nekatere slabosti pri nadzoru na nacionalni ravni, zlasti v zvezi z izvrševanjem (glej odstavke **61** do **68**).



## Priporočilo 2 – Izboljšati uspešnost dela organa ESMA na področju konvergence

---

Komisija naj:

- (a) razmisli o predlogu sprememb strukture upravljanja organa ESMA, na podlagi katerih bi organ ESMA lahko uspešneje uporabljal svoja pooblastila, ki bi vključevala obvezno udeležbo pristojnih nacionalnih organov pri delu organa ESMA na področju konvergence in operativno vodenje, ki bi ga opravljali uslužbenci organa ESMA.

Organ ESMA naj:

- (b) uvede bolj strukturiran pristop k izbiri orodij za konvergenco, okrepi nadaljnje ukrepanje in po potrebi uporabi popravna orodja, vključno s postopki glede kršitev prava Unije;
- (c) okrepi svojo zmogljivost za spremljanje napredka z evidentiranjem nadzornih praks, ocenjevanjem uspešnosti orodij in prenovitvijo svojega merjenja uspešnosti skladov.

**Časovni okvir: do leta 2024.**

**133** Komisija in organ ESMA sta okrepila transparentnost investicijskih skladov ter njihovih tveganj in stroškov. Ključni orodji sta bili uvedba dokumenta s ključnimi informacijami za vlagatelje ter objava letnega poročila o uspešnosti in stroških. Vendar še vedno obstajajo slabosti v informacijah, ki se zagotavljajo vlagateljem, vlagatelji pa še vedno zelo težko primerjajo sklade (glej odstavke [73](#) do [80](#)).

**134** Stroški za vlagatelje so se v zadnjih nekaj letih počasi zniževali, vendar vlagatelji še vedno niso dovolj zaščiteni pred neupravičenimi stroški, ki jih zaračunavajo upravitelji skladov (npr. s prikritim posnemanjem primerljivega kriterijskega indeksa), ali pred pristranskim svetovanjem finančnih posrednikov, ki v večini držav članic še naprej prejemajo spodbude (glej odstavke [83](#) do [92](#)). Poleg tega je ocenjevanje upoštevanja okoljskih, socialnih in upravljavskih meril večinoma neregulirano in nenadzorovano (glej odstavka [81](#) in [82](#)).

### Priporočilo 3 – Bolje zaščititi vlagatelje pred neupravičenimi stroški in zavajajočimi informacijami

---

Komisija naj:

- (a) bolje zaščiti male vlagatelje, zlasti s strožjimi pravili o spodbudah.

Organ ESMA naj:

- (b) dodatno izpopolni svojo analizo uspešnosti in stroškov naložbenih produktov za male vlagatelje, zlasti glede na države distribucije in vrste stroškov,
- (c) pripravi orodje, ki bo vlagateljem omogočilo, da pridobijo informacije o vseh ponujenih skladih, ki ustrezajo določenim merilom, ter primerjajo stroške in uspešnost teh skladov.

**Časovni okvir: do leta 2024.**

**135** Organ ESMA spremlja sistemsko tveganje z rednim in *ad hoc* zunanjim in notranjim poročanjem, vendar tveganja niso razčlenjena po državah. Uradni popis obstoječih praks za spremljanje sistemskega tveganja v državah članicah ni bil pripravljen (glej odstavke [94](#) in [99](#) do [102](#)). Odbor za finančno stabilnost je opredelil tveganja, ki jih prinašajo dejavnosti upravljanja sredstev. Organ ESMA je obravnaval dve glavni tveganji: finančni vzvod in likvidnost. Splošne določbe so sicer zajete v zakonodaji, vendar je Sodišče ugotovilo, da posodobljene smernice organa ESMA ne zajemajo operativnega tveganja (glej odstavke [95](#) do [98](#)).

**136** Organ ESMA ni opravljal nadzornih testov izjemnih situacij, čeprav so bili ti predvideni v njegovi ustanovni uredbi. Izvajal je le simulacije izjemnih situacij, ki so temeljile na tržnih podatkih, v zvezi z rezultati pa se začenja nadalje ukrepati šele zdaj, čeravno počasi. Konceptualno delo za nadzorne teste izjemnih situacij se še ni začelo. Sodišče je ugotovilo, da je organ ESMA pripravil ustrezne smernice o notranjih testih izjemnih situacij. Razen za sklade denarnega trga se o podatkih o testih izjemnih situacij sistematično ne poroča. Sporočeni podatki še niso bili uporabljeni za pripravo nadzornih testov izjemnih situacij ali testiranje rezultatov za nazaj pri simulacijah izjemnih situacij (glej odstavke [103](#) do [111](#)).

## Priporočilo 4 – Izboljšati ugotavljanje sistemskega tveganja

---

Organ ESMA naj v sodelovanju z ESRB opredeli, za katere vrste skladov je nujno nadzorno testiranje izjemnih situacij, preuči, kako bi lahko uspešneje uporabili rezultate obstoječih testov in simulacij izjemnih situacij, ter pripravi celovit model, s katerim bi bilo mogoče analizirati medsebojno povezanost.

**Časovni okvir: do leta 2025.**

**137** Trenutno na ravni EU ni usklajene ureditve poročanja za kolektivne naložbene podjeme za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje. Zato nadzorni podatki, ki jih zberejo pristojni nacionalni organi v državah članicah, niso primerljivi. Poročanje o alternativnih investicijskih skladih je usklajeno na ravni EU, vendar na podlagi okvira poročanja njihovi upravitelji niso obvezani poročati o skupnih identifikatorjih in podrobnostih na ravni portfeljev. Nezdostna kakovost, razpoložljivost in uporaba podatkov negativno vplivajo na spremljanje tveganja in izvajanje s tem povezanih testov izjemnih situacij (glej odstavke [112](#) do [122](#) in odstavek [102](#)).

**138** Nacionalne centralne banke za namene statističnega poročanja že zbirajo podrobne informacije na ravni portfeljev o kolektivnih naložbenih podjetjih za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje in alternativnih investicijskih skladih. Vendar te podatke posredujejo samo na agregirani osnovi ECB, ki podskupino teh informacij posreduje organu ESMA in ESRB. Čeprav slednja na podlagi svojih ustanovnih uredbe lahko zahtevata informacije na *ad hoc* podlagi, tega pooblastila še nista uporabila, da bi pridobila obstoječe podatke. Na splošno morata take zahtevke odobriti njuna odbora, hkrati pa ti zahtevki morda niso primerni za redno spremljanje sistemskih tveganj (glej odstavke [117](#) ter [124](#) in [125](#)).

## Priporočilo 5 – Racionalizirati zbiranje podatkov in posodobiti sisteme poročanja

---

Komisija naj:

- (a) podpira organ ESMA in ESRB pri dostopu do potrebnih informacij o skladih, ki so na voljo pristojnim nacionalnim organom in centralnim bankam Eurosystema, ter predlaga usklajeno ureditev poročanja o KNPVP;
- (b) oceni, kateri dodatni podatki o skladih so potrebni in kako naj se zaradi boljšega spremljanja tveganj zbirajo, da bi bilo breme poročanja za panogo kar najmanjše.

**Časovni okvir: do leta 2024.**

To poročilo je sprejel senat IV, ki ga vodi Mihails KOZLOVS, član Evropskega računskega sodišča, v Luxembourggu 18. februarja 2022.

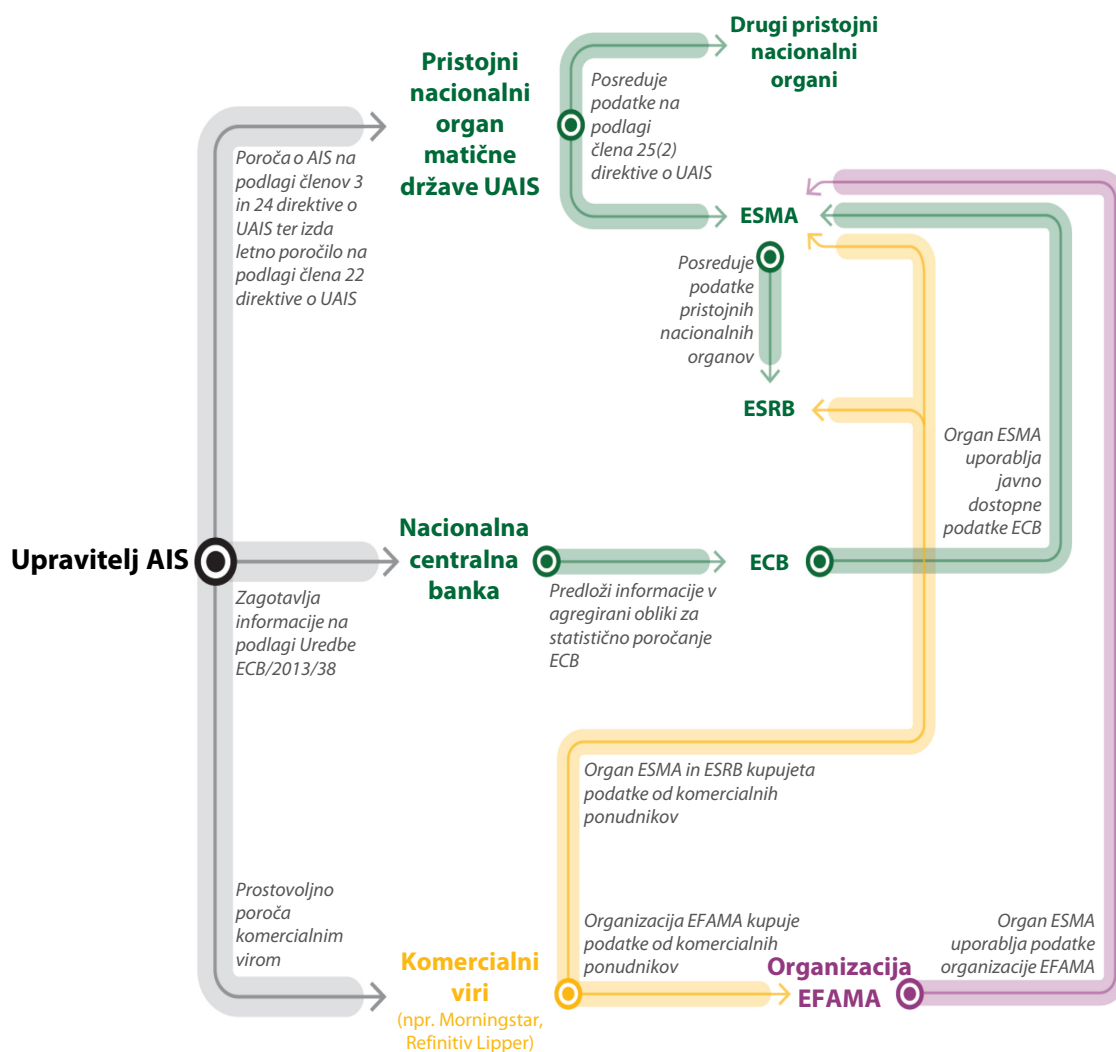
*Za Evropsko računsko sodišče*

Klaus-Heiner Lehne  
*predsednik*

# Priloga

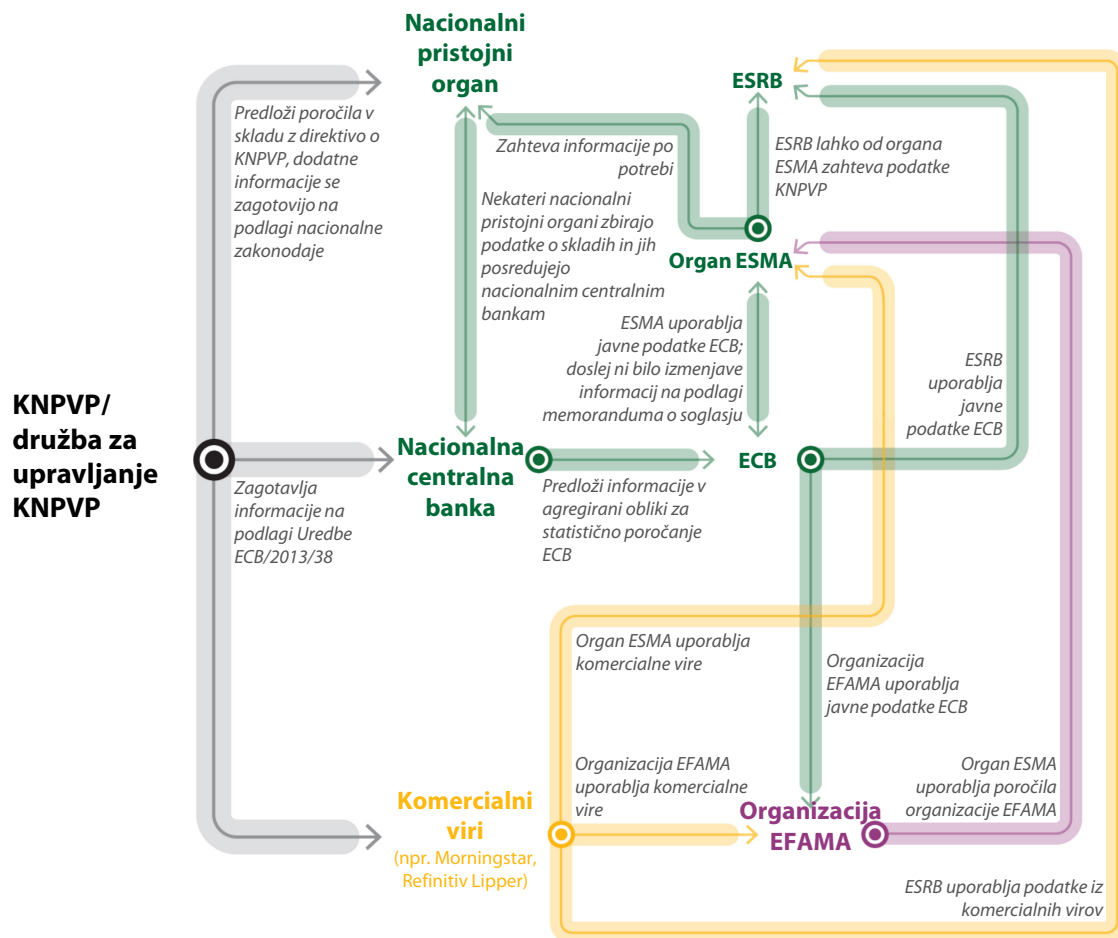
## Priloga – Zbiranje podatkov ter posredovanje informacij o AIS in KNPVP

### Zbiranje podatkov ter posredovanje informacij o AIS



Vir: Evropsko računsko sodišče

## Zbiranje podatkov ter posredovanje informacij o KNPVP



Vir: Evropsko računsko sodišče

## Kratice in okrajšave

**AIS:** alternativni investicijski sklad

**AMF:** Autorité des marchés financiers

**Direktiva o UAIS:** Direktiva o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov

**EBA:** Evropski bančni organ

**ECB:** Evropska centralna banka

**EFAMA:** Evropska stanovska organizacija nacionalnih združenj podjetij

**EIOPA:** Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine

**EMIR:** uredba o infrastrukturi evropskega trga

**EPDČ:** ekvivalent polnega delovnega časa

**ESG:** okoljska, socialna in upravljalna merila

**ESMA:** Evropski organ za vrednostne papirje in trge

**ESRB:** Evropski odbor za sistemska tveganja

**IOSCO:** Mednarodno združenje nadzornikov trgov vrednostnih papirjev

**KNPVP:** kolektivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje

**Koda ISIN:** mednarodna identifikacijska številka vrednostnega papirja

**LEI:** identifikator pravnih subjektov

**MDS:** Mednarodni denarni sklad

**MiFID (I/II):** direktiva o trgih finančnih instrumentov

**MiFIR:** uredba o trgih finančnih instrumentov

**PDEU:** Pogodba o delovanju Evropske unije

**PRIIP:** paketni naložbeni produkti za male vlagatelje in zavarovalni naložbeni produkti

**SDT:** sklad denarnega trga

**Sodišče:** Evropsko računsko sodišče

**UAIS:** upravitelji alternativnih investicijskih skladov



# Glosar

**Alternativni investicijski skladi (AIS):** vsi investicijski skladi, ki niso vključeni v direktivo EU o KNPVP in sodijo v okvir direktive o upraviteljih alternativnih investicijskih skladov. To vključuje hedge sklade, sklade tveganega kapitala, sklade zasebnega kapitala in nepremičninske sklade.

**Dejanski čezmejni sklad:** sklad, ki se trži v najmanj treh oz. petih državah članicah.

**Direktiva o trgih finančnih instrumentov (MiFID):** pravni okvir EU za urejanje finančnih trgov in izboljšanje varstva vlagateljev. Leta 2018 je bila prvotna direktiva nadomeščena z direktivo MiFID II.

**Enotna pravila:** sklop zakonodajnih besedil, ki jih morajo upoštevati vse finančne institucije v EU.

**Evropski bančni organ (EBA):** regulativna agencija EU, ki si prizadeva zagotoviti uspešne in dosledne bonitetne predpise ter nadzor za celotni evropski bančni sektor. Njegove naloge vključujejo začetek in usklajevanje testov izjemnih situacij za finančni sektor EU ter določanje ustreznih standardov.

**Evropski nadzorni organi:** skupno poimenovanje treh organov, odgovornih za nadzor nad finančnim sektorjem. To so: Evropski bančni organ, Evropski organ za zavarovanja in poklicne pokojnine ter Evropski organ za vrednostne papirje in trge.

**Evropski organ za vrednostne papirje in trge (ESMA):** regulativna agencija EU, ki prispeva k zaščiti stabilnosti finančnega sistema EU s krepitvijo zaščite vlagateljev ter spodbujanjem stabilnih in urejenih finančnih trgov. Njegove naloge vključujejo spodbujanje konvergence nadzora med pristojnimi nacionalnimi organi držav članic, ki so odgovorni za nadzor vrednostnih papirjev in kapitalskih trgov.

**Finančni posrednik:** subjekt, ki je povezava med upraviteljem skladov nekega finančnega instrumenta in končnimi prejemniki.

**Hedge sklad:** vrsta AIS, katerega cilj je doseči pozitiven donos z uporabo fleksibilnejših naložbenih strategij, pogosto z uporabo finančnega vzvoda (tj. najemanja posojil za povečanje naložbene izpostavljenosti in tveganja), prodaje na kratko in drugih špekulativnih naložbenih praks, ki se pri drugih vrstah skladov ne uporabljajo pogosto.

**Ključni kazalnik smotrnosti:** količinsko opredeljivo merilo, ki kaže uspešnost glede na ključne cilje.

**Kolektivni naložbeni podjem za vlaganja v prenosljive vrednostne papirje (KNPVP):**

naložbeni produkt, s katerim se zbira kapital vlagateljev in se kolektivno vlaga prek portfelja finančnih instrumentov, kot so delnice, obveznice in drugi vrednosti papirji. KNPVP, ki so zajeti v direktivi EU, se lahko javno razdelijo malim vlagateljem po vsej EU na podlagi enotnega dovoljenja, ki ga izda ena država članica.

**Konvergenca nadzora:** zblíževanje nadzornih praks in rezultatov je proces spodbujanja doslednega in uspešnega izvajanja in uporabe usklajenih, vendar ne enotnih pravil pri pristojnih nacionalnih organih po vsej EU. Konvergenca ne pomeni enakega pristopa za vse. Splošni cilj je prizadevanje za primerljive regulativne izide in rezultate nadzora.

**Kotirajoči investicijski sklad:** vrsta vrednostnega papirja, ki sledi **indeksu**, sektorju, blagu ali drugemu sredstvu, vendar ga je mogoče kupiti ali prodati na borzi.

**Lažno zeleno oglaševanje:** proces ustvarjanja napačnega vtisa ali zagotavljanja zavajajočih informacij o tem, kako so produkti nekega podjetja okolju prijaznejši, kot so v resnici.

**Licenca za trženje:** omogoča KNPVP ali AIS, ki jim je nacionalni pristojni organ v eni od držav članic EU izdal dovoljenje, da se čezmejno tržijo v drugih državah članicah EU, ne da bi bilo za to potrebno dovoljenje pristojnih nacionalnih organov držav članic gostiteljic. Licenca za trženje KNPVP omogoča trženje KNPVP malim in institucionalnim vlagateljem, licenca za trženje AIS pa je omejena na trženje profesionalnim vlagateljem. Podobno kot pri licenci za upravljanje se dovoljenje nadomesti s postopkom uradnega obveščanja med pristojnimi nacionalnimi organi v različnih državah članicah EU.

**Licenca za upravljanje:** omogoča družbi za upravljanje KNPVP ali upravitelju AIS (UAIS), ki je pridobil dovoljenje za opravljanje dejavnosti v eni od držav članic, opravljanje poslov v drugih državah članicah EU, bodisi na podlagi prostega pretoka storitev bodisi z ustanovitvijo podružnice. O taki čezmejni dejavnosti mora sicer pristojni nacionalni organ v eni državi članici uradno obvestiti pristojni nacionalni organ v drugi državi članici, vendar upravitelju sklada ni treba opraviti dodatnega postopka pridobitve dovoljenja.

**Načela združenja IOSCO:** načela, ki jih je določilo Mednarodno združenje nadzornikov trga vrednostnih papirjev (IOSCO). Temeljijo na treh ciljih regulacije vrednostnih papirjev: zaščiti vlagateljev; zagotavljanju, da so trgi pošteni, učinkoviti in transparentni; in zmanjševanju sistemskih tveganj.

**Nadzorni test izjemnih situacij:** test izjemnih situacij, ki ga izvede nadzorni organ.

**Ocena učinka:** analiza verjetnih (predhodna ocena) ali dejanskih (naknadna ocena) učinkov pobude politike ali drugega ukrepa.

**Odkup:** menjava skladov za denar.

**Postopek za ugotavljanje kršitev:** postopek, ki ga uvede Komisija proti kateri koli državi članici EU, ki ne izpolnjuje svojih obveznosti v skladu z zakonodajo EU.

**Prenos zakonodaje EU:** postopek, po katerem države članice EU direktive EU vključijo v svojo nacionalno zakonodajo, da bi se cilji, zahteve in roki iz direktiv uporabljali neposredno.

**Preverjanje primernosti:** vrednotenje za opredelitev morebitnih prekrivanj, vrzeli, nedoslednosti ali zastarelih ukrepov v regulativnem okviru za posamezno področje politike.

**Preverjanje skladnosti:** preverjanje, ali so bile relevantne določbe direktive EU ustrezno prenesene v nacionalne izvedbene ukrepe.

**Prikrito nakupovanje:** pristop tajnega raziskovanja, ki ga uporabljajo pristojni nacionalni organi ali podjetja za tržne raziskave, ki so jih ti morda najeli, za merjenje kakovosti storitev za stranke in/ali zbiranje informacij o finančnih produktih in storitvah ter ravnanju finančnih posrednikov pri stikih s potrošniki.

**Pristojni nacionalni organ:** nacionalni organ, pristojen za bančni nadzor in/ali nadzor trga vrednostnih papirjev.

**Sistemska tveganje:** tveganje motenj v finančnem sistemu, ki lahko povzročijo resne negativne posledice za notranji trg in širše gospodarstvo.

**Sklad denarnega trga:** sklad, ki vlaga v kratkoročni dolg.

**Spodbude:** plačila tretji osebi za opravljanje storitev.

**Test izjemnih situacij:** simulacija, s katero se oceni sposobnost finančne institucije, da prestane različne krizne scenarije.

**Upravitelj sklada:** subjekt ali oseba, odgovorna za izvajanje naložbene strategije in upravljanje portfelja naložb, povezanih s finančnim instrumentom.

**Ureditev prenosa pooblastil:** ureditev, pri kateri določenih funkcij ne opravlja pooblaščen subjekt sam, zato se spremlja izvajanje prenosa pooblastil. Uporaba dogovorov o prenosu pooblastil je lahko učinkovit način za opravljanje nekaterih funkcij ali dejavnosti. Vendar takšne ureditve niso brez tveganj in jih je treba ustrezno nadzirati.

# Odgovori Komisije in organa ESMA

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

## Časovni okvir

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

## Revizijska ekipa

V posebnih poročilih Sodišča so predstavljeni rezultati njegovih revizij politik in programov EU ali tem v zvezi z upravljanjem na posameznih področjih proračuna. Sodišče izbira in načrtuje revizijske naloge tako, da je njihov učinek kar največji, in pri tem upošteva tveganje za smotrnost ali skladnost, višino ustreznih prihodkov ali porabe, prihodnji razvoj ter politični in javni interes.

To revizijo smotrnosti je opravil revizijski senat IV – regulacija trgov in konkurenčno gospodarstvo, ki ga vodi član Sodišča Mihails Kozlovs. Revizijo je vodil član Evropskega računskega sodišča Rimantas Šadžius, pri njej pa so sodelovali vodja njegovega kabineta Mindaugas Pakštys, ataše v njegovem kabinetu Matthias Blaas, direktorica Ioanna Metaxopoulou, vodilni upravni uslužbenec Paul Stafford, vodja naloge Eddy Struyvelt ter revizorji Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska in Nadiya Sultan. Jezikovno podpora je zagotovil Mark Smith.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

## AVTORSKE PRAVICE

© Evropska unija, 2022

Politika Evropskega računskega sodišča (Sodišča) glede ponovne uporabe se izvaja s sklepom *Decision of the European Court of Auditors No 6-2019* o politiki odprtih podatkov in ponovni uporabi dokumentov.

Če ni drugače navedeno (npr. v posameznih obvestilih o avtorskih pravicah), so vsebine Sodišča, ki so v lasti EU, pod licenco [Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#). To pomeni, da je ponovna uporaba dovoljena, če se ustrezno navede vir in označijo spremembe. Oseba, ki dokumente ponovno uporabi, ne sme potvoriti njihovega prvotnega pomena ali sporočila. Sodišče ni odgovorno za morebitne posledice ponovne uporabe.

Če so na gradivu prikazane določljive fizične osebe, npr. na fotografijah uslužbencev Sodišča, ali če gradivo vsebuje dela tretjih oseb, je treba pridobiti dodatne pravice. Kadar je pridobljeno dovoljenje, se z njim razveljavi in nadomesti zgoraj omenjeno splošno dovoljenje, zato morajo biti v njem jasno navedene omejitve glede uporabe.

Za uporabo in prikazovanje vsebin, katerih lastnica ni EU, je morda treba pridobiti dovoljenje neposredno od imetnikov avtorskih pravic.

Programska oprema ali dokumenti, za katere veljajo pravice industrijske lastnine, kot so patenti, blagovne znamke, registrirani modeli, logotipi in imena, niso vključeni v politiko Sodišča glede ponovne uporabe in vam niso dani na voljo v okviru licence.

Na spletiščih institucij Evropske unije znotraj domene europa.eu so povezave do spletišč tretjih oseb. Ker Sodišče na ta spletišča ne more vplivati, vas poziva, da preberete njihove dokumente o politiki glede varstva osebnih podatkov in avtorskih pravic.

### Uporaba logotipa Evropskega računskega sodišča

Logotip Sodišča se ne sme uporabiti brez njegove predhodne privolitve.

PDF	ISBN 978-92-847-7528-6	ISSN 1977-5784	doi:10.2865/752570	QJ-AB-22-029-SL-N
HTML	ISBN 978-92-847-7498-2	ISSN 1977-5784	doi:10.2865/934845	QJ-AB-22-029-SL-Q

Investicijski skladi imajo eno ključnih vlog v evropski uniji kapitalskih trgov, saj pripomorejo k učinkovitemu razporejanju kapitala vlagateljev. Sodišče je ocenilo primernost regulativnega okvira, prizadevanja EU za vzpostavitev podobnega in uspešnega nadzora v vseh državah članicah ter njeno delo na področju zaščite vlagateljev in finančne stabilnosti.

Ugotovilo je, da je bilo z ukrepi EU sicer mogoče vzpostaviti enotni trg za investicijske sklade, vendar se z njimi še niso dosegli zeleni izidi, saj so dejanske čezmejne dejavnosti in koristi za vlagatelje še vedno omejene. Doslednost in uspešnost nadzora skladov in zaščita vlagateljev niso zadostni. Sodišče priporoča prenovo pravnega okvira, uspešnejše delo na področju konvergence, boljšo zaščito vlagateljev in racionalizacijo okvira poročanja.

Posebno poročilo Sodišča v skladu z drugim pododstavkom člena 287(4) PDEU.



EVROPSKO  
RAČUNSKO  
SODIŠČE



Urad za publikacije  
Evropske unije

EVROPSKO RAČUNSKO SODIŠČE  
12, rue Alcide De Gasperi  
1615 Luxembourg  
LUKSEMBURG

Tel. +352 4398-1

Vprašanja: [eca.europa.eu/sl/Pages/ContactForm.aspx](https://eca.europa.eu/sl/Pages/ContactForm.aspx)  
Spletišče: [eca.europa.eu](https://eca.europa.eu)  
Twitter: @EUAuditors