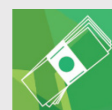


Särskild rapport

Investeringsfonder:

EU:s åtgärder har ännu inte skapat en verklig inre
marknad som gynnar investerare



EUROPEISKA
REVISIONSRÄTTEN

Innehållsförteckning

	Punkt
Sammanfattning	I–X
Inledning	01–11
Den europeiska marknaden för investeringsfonder	01–07
Regelverk	08–10
EU:s och medlemsstaternas ansvar	11
Revisionens inriktning och omfattning samt revisionsmetod	12–15
Iakttagelser	16–125
EU-lagstiftarnas mål har endast uppnåtts i begränsad utsträckning	16–33
EU:s lagstiftare fastställde ambitiösa mål för en inre marknad för investeringsfonder	16–17
Passförfarandet har inte skapat en verklig inre marknad	18–25
Lagstiftningsinitiativ har begränsad effekt	26–31
Införlivandet har inte alltid skett i tid	32–33
Esma har intensifierat sitt arbete för att främja enhetlig och ändamålsenlig tillsyn, men framstegen är begränsade	34–68
Esma har verktygen för att främja enhetlig tillsyn	39
Esma har intensifierat sitt konvergensarbete	40–41
Det finns begränsade bevis på effekter, och det saknas en mekanism för att mäta ändamålsenligheten	42–60
Esmas arbete har visat på bristande tillsyn och möjlig snedvridning av konkurrensen	61–68
Kommissionen och Esma har vidtagit åtgärder för att bättre skydda investerarna, men kostnaderna är fortfarande höga	69–92
EU-lagstiftningen innehåller många åtgärder för att skydda investerare	70–72
Trots olika EU-åtgärder är insynen fortfarande ett problem	73–82
Esma, kommissionen och de nationella behöriga myndigheterna har bidragit till en nedåtgående trend för fondföretagens kostnader	83–92

Identifieringen av systemrisker behöver förbättras ytterligare 93–111

Bedömningen och uppföljningen av systemrisker befinner sig i ett tidigt skede 94–102

Det finns inga stresstester i tillsynssyfte, och även om arbetet har påbörjats är uppföljningen av simuleringar otillräcklig 103–107

De interna riktlinjerna för stresstester är lämpliga, men resultaten av stresstesterna används inte ändamålsenligt 108–111

Luckor och överlappningar i uppgiftsinsamlingen försvårar identifieringen av risker för den finansiella stabiliteten och investerarna 112–125

Avsaknaden av ett enhetligt rapporteringssystem för fondföretag hindrar Esma från att bedöma fondernas krisberedskap och genomföra stresstester 114–120

Vissa grundläggande rapporteringskrav är inte obligatoriska enligt direktivet om AIF-förvaltare 121–122

De nationella centralbankerna samlar in uppgifter för statistikrapportering, men uppgifterna är inte tillgängliga för Esma eller ESRB 123–125

Slutsatser och rekommendationer 126–138

Bilaga

Bilaga – AIF-fonders och fondföretags insamling och spridning av information

Akronymer och förkortningar

Ordförklaringar

Kommissionens och Esmas svar

Tidslinje

Vi som arbetat med revisionen

Sammanfattning

I Investeringsfonder samlar kapital och investerar det genom en portfölj med tillgångar. De spelar en viktig roll i kapitalmarknadsunionen eftersom de påskyndar tillväxt, skapar arbetstillfällen och stärker EU:s självständighet. EU-medborgarna innehar direkt omkring en fjärdedel av alla fonder i EU, men har också en betydande indirekt exponering mot investeringsfonder genom livförsäkrings- och pensionsavtal. EU:s mål är att skapa en inre konkurrensutsatt marknad som ger EU-medborgarna ett större utbud av billigare men pålitliga investeringsprodukter och säkerställer finansiell stabilitet i hela EU.

II Investeringsfonder med hemvist i EU hade tillgångar på 18,8 biljoner euro 2020, varav hushållen ägde nästan två tredjedelar, vilket således visar att det behövs ett ändamålsenligt konsumentskydd. EU har inrättat ett regelverk för investeringsfonder för att se till att liknande regler gäller på hela den inre marknaden. Trots ansträngningar för att utveckla den inre marknaden är investeringsfondbranschen fortfarande koncentrerad till ett fåtal medlemsstater. Den rättsliga ramen består huvudsakligen av direktiv som kräver att medlemsstaterna genomför nationella bestämmelser och som leder till betydande skillnader i lagstiftningen. Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esmå) är ett EU-organ som har till uppgift att säkerställa en ändamålsenlig och konsekvent tillsyn i hela EU och att tillsammans med Europeiska systemrisknämnden (ESRB) övervaka risker för den finansiella stabiliteten.

III Vår revision omfattar perioden 2016–juli 2021 och handlar om hur EU har inrättat en inre marknad för investeringsfonder. Vi bedömde om regelverket är ändamålsenligt, om EU:s arbete har främjat enhetlig tillsyn bland medlemsstaterna och om EU på ett ändamålsenligt sätt har minskat riskerna för investerare, marknader och den finansiella stabiliteten. Vid revisionen upptäcktes brister i kommissionens lagstiftningsstrategi och Esmas åtgärder för investeringsfonder, och vi lämnar rekommendationer till förbättringar. På så sätt bidrar revisionen till att göra den finansiella tillsynen och investerarskyddet ändamålsenligare och effektivare.

IV Vi drar slutsatsen att EU:s åtgärder har gjort det möjligt att upprätta en inre marknad för investeringsfonder, särskilt genom passförandet, men att den faktiska gränsöverskridande verksamheten och fördelarna för investerare fortfarande är begränsade. Dessutom finns det brister när det gäller konsekvensen och ändamålsenligheten i tillsynen av fonder och skyddet av investerare. Mindre

revideringar av regelverket kommer inte att räcka för att uppnå en verklig inre marknad.

V Esma har strävat efter att främja enhetlig tillsyn, vilket har lett till något förbättrad tillsynskvalitet och färre skillnader. Esma kan dock inte mäta framstegen och har begränsad kunskap om huruvida alla medlemsstater har en likvärdig tillsyn. Trots detta har Esmas arbete avslöjat brister i den nationella tillsynen och vissa skillnader i praxis. För att uppnå en enhetlig tillsyn är myndigheten beroende av de nationella tillsynsmyndigheternas goda vilja och viljan hos den egna tillsynsstyrelsen. Vi konstaterade att båda föredrog mjuka konvergensverktyg, vilkas ändamålsenlighet ännu inte har påvisats och som ofta inte ledde till en ändamålsenlig och enhetlig tillsyn.

VI EU:s åtgärder har stärkt investerarskyddet. Till exempel leder de till bättre insyn för investerarna, särskilt när det gäller investeringsrisker, prestation och kostnader. Investerarna är dock fortfarande inte tillräckligt skyddade från otillbörliga kostnader eller partisk rådgivning från finansiella intermediärer. De drabbas därför av högre kostnader och riskerar att köpa mindre lämpliga produkter.

VII Esma och ESRB övervakar och rapporterar om systemrisker. Hittills har det inte gjorts någon inventering av medlemsstaternas befintliga praxis för att övervaka systemrisker. Esma har inte genomfört de stresstester i tillsynssyfte som krävs, utan har simulerat stress baserat på marknadsuppgifter. För att övervakningen av systemrisker och risker för investerare ska vara ändamålsenlig krävs tillgång till lämpliga uppgifter. Det finns dock inget harmoniserat rapporteringssystem för fondföretag, och rapporteringen om AIF-fonder är inte tillräckligt detaljerad. Esma och ESRB har hittills inte fullt ut undersökt möjligheten att använda befintliga uppgifter som samlats in av centralbanker, utan förlitar sig i stället på mindre tillförlitliga uppgifter från kommersiella aktörer.

VIII Vi rekommenderar kommissionen att

- bedöma om det befintliga regelverket är lämpligt för att uppnå de önskade målen,
- överväga att föreslå ändringar av Esmas styrningsstruktur,
- effektivisera uppgiftsinsamlingen och uppdatera rapporteringssystemen.

IX Vi rekommenderar Esma att

- öka ändamålsenligheten i sitt konvergensarbete,
- i samarbete med ESRB förbättra identifieringen av systemrisker.

X Vi rekommenderar kommissionen och Esma att

- bättre skydda investerare mot otillbörliga kostnader och vilseledande information.

Inledning

Den europeiska marknaden för investeringsfonder

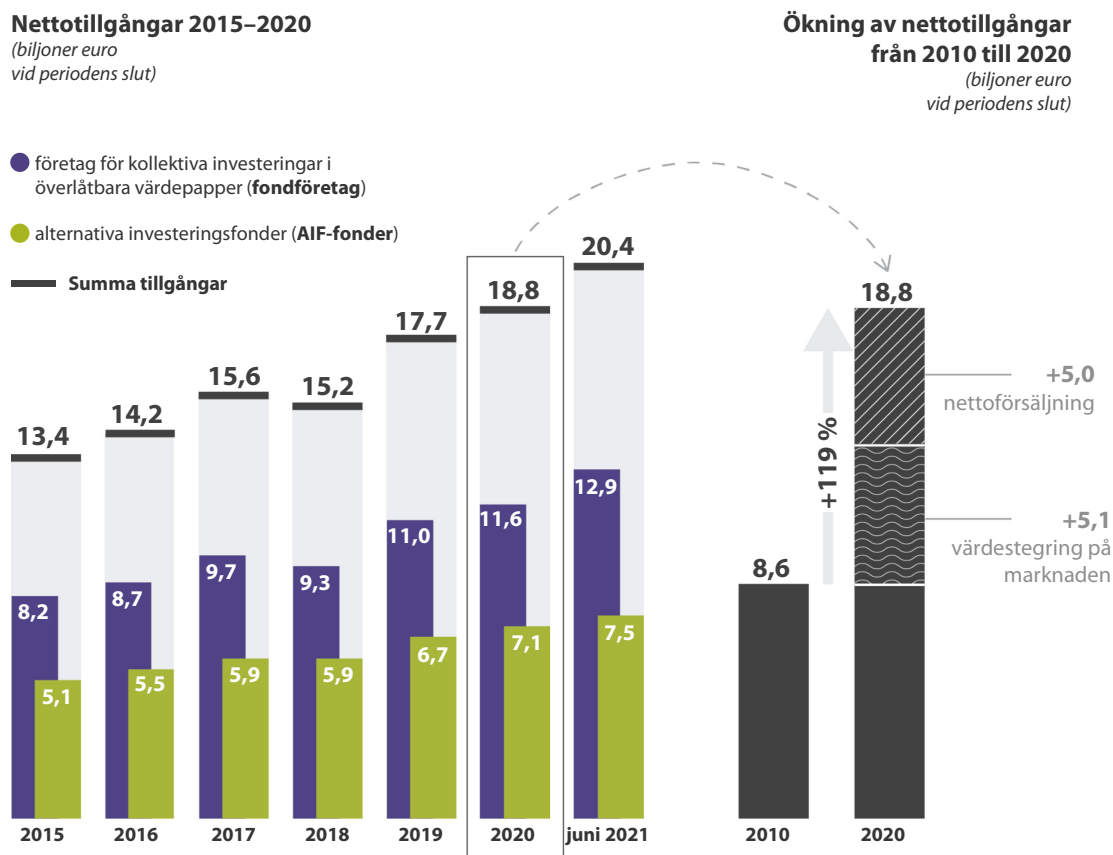
01 Investeringsfonder samlar investerares kapital och investerar det kollektivt genom en portfölj med tillgångar såsom aktier, obligationer och fastigheter, i enlighet med en fastställd investeringspolicy och principen om riskspridning. De spelar en viktig roll i kapitalmarknadsunionen, som är EU:s initiativ för att skapa fri rörlighet för investeringar i hela EU och på så sätt påskynda tillväxt, skapa arbetstillfällen och stärka EU:s självständighet. Målet är att skapa en inre konkurrensutsatt marknad och ge investerare ett större utbud av billigare men pålitliga produkter.

02 I slutet av 2020 uppgick nettoandelsvärdet (NAV) för de 64 000 investeringsfonder som har sin hemvist i EU till 18,8 biljoner euro, vilket gör EU till den näst största marknaden för investeringsfonder i världen sett till förvaltade tillgångar, efter USA. Mer än 60 % av värdet (11,6 biljoner euro) investerades i företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) som främst riktar sig till icke-professionella investerare. Alternativa investeringsfonder (AIF-fonder) står för 7,1 biljoner euro av nettoandelsvärdet och inbegriper alla fonder utom fondföretag (dvs. fastighetsfonder, riskkapitalfonder, vissa penningmarknadsfonder, hedgefonder och andra fonder). Denna fondtyp riktar sig främst till professionella investerare.

03 Europeiska investeringsfonder har vuxit stadigt de senaste åren. Mellan 2011 och 2020 ökade deras nettoandelsvärde med 119 % (dvs. med mer än 10 biljoner euro), och nettoinflöden registrerades varje år eftersom värdet av nya köp hela tiden översteg inlösensvärdet. Ungefär hälften av tillväxten kan förklaras av nettoförsäljning av investeringsfonder och den andra hälften av värdestegring på marknaden (se [figur 1](#)). Sedan direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder (nedan kallat *direktivet om AIF-förvaltare*)¹ antogs 2011 har nettoandelsvärdet för EU-baserade AIF-fonder ökat snabbare än för fondföretagen, och deras marknadsandel har ökat från 27 % av EU-fonderna i slutet av 2010 till 38 % tio år senare.

¹ [Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU](#) av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

Figur 1 – Europeiska investeringsfonders nettotillgångar per fondtyp (2015–2020) och deras tillväxt i nettotillgångar (2009–2020)

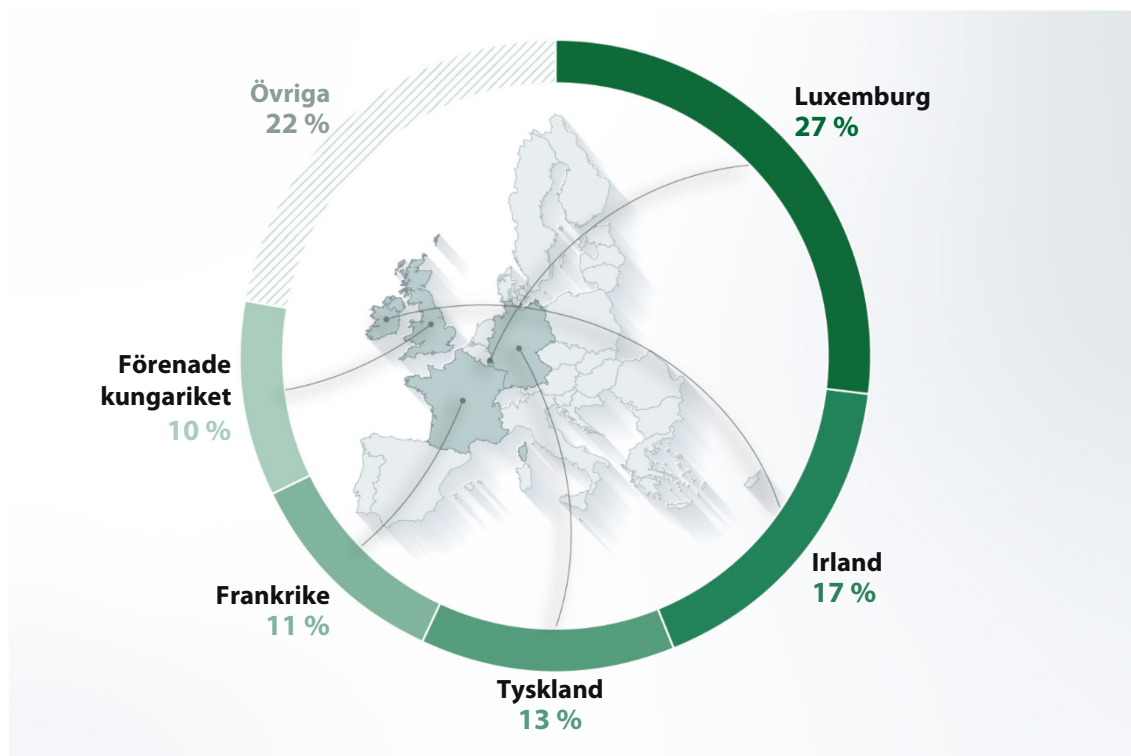


Källa: EFAMA, Fact Book 2020, s. 8.

04 Fonder med hemvist i EU har visserligen ökat i storlek, men de är fortfarande mycket mindre än motsvarande fonder i USA. Dessutom är de flesta av världens största kapitalförvaltare fortfarande baserade i USA. Endast två av världens 20 största kapitalförvaltare har sitt huvudkontor i EU.

05 De allra flesta europeiska investeringsfonder har sin hemvist i endast ett fåtal länder. År 2020 förvaltades nästan 80 % av alla förvaltade nettotillgångar av fonder i Luxemburg (4,70 biljoner euro), Irland (3,08 biljoner euro), Tyskland (2,39 biljoner euro), Frankrike (1,97 biljoner euro) och Förenade kungariket (1,75 biljoner euro) (se [figur 2](#)). När det gäller fondföretag har över hälften av alla nettotillgångar sin hemvist i Luxemburg eller Irland. 70 % av alla förvaltade tillgångar i EU innehades av fonder som var auktoriserade eller registrerade för distribution i endast en medlemsstat. 37 % av fondföretagen och 3 % av AIF-fonderna var registrerade för distribution i fler än tre medlemsstater.

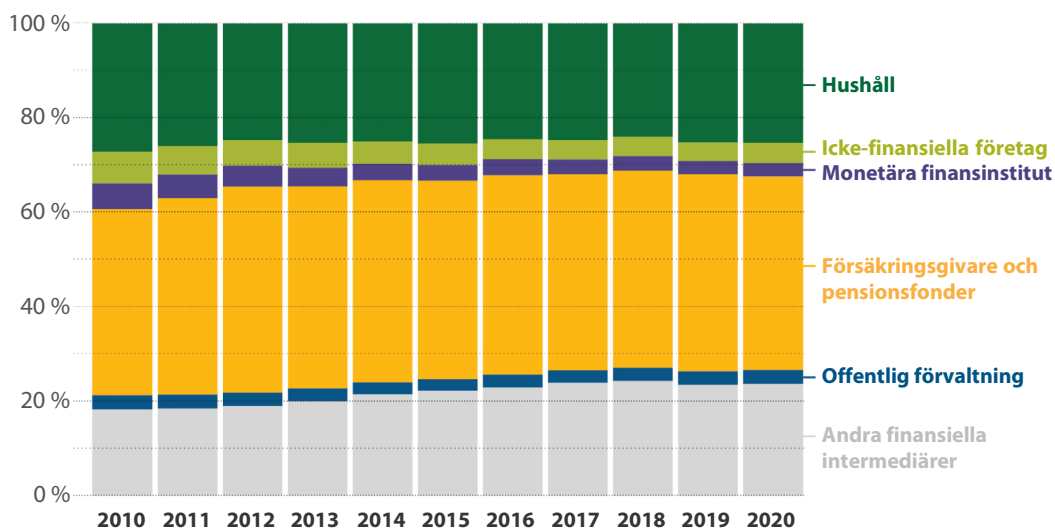
Figur 2 – Fördelning av nettotillgångar efter hemvist i EU 2019



Källa: Europeiska revisionsrätten, på grundval av uppgifter från EFAMA.

06 Institutionella investerare innehar nästan två tredjedelar av investeringsfondernas nettoandelsvärde. Hushållen innehar direkt omkring en fjärdedel av alla fonder (se [figur 3](#)) men har också en betydande indirekt exponering mot investeringsfonder genom livförsäkrings- och pensionsavtal.

Figur 3 – Innehav i investeringsfonder per sektor (andel i procent)



Källa: EFAMA, Fact Book 2021.

07 Trots att räntorna ligger nära noll har de europeiska hushållen kvar en stor del av sina finansiella tillgångar på bankkonton – 37 % i slutet av 2020, vilket är mer än dubbelt så mycket som i USA (16 %). Andelen investeringsfonder ökade från 8,3 % 2011 till 12,1 % 2017.

Regelverk

08 Den viktigaste lagstiftningen är direktivet om företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (nedan kallat *direktivet om fondföretag*)² och direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder (direktivet om AIF-förvaltare). Dessa direktiv skiljer sig åt i fråga om tillämpningsområde och innehåll. Direktivet om fondföretag är en produktreglering, medan direktivet om AIF-förvaltare är inriktat på krav för förvaltare. Båda direktiven anger minimikrav för harmonisering som gör det möjligt för nationella lagstiftare att fastställa fler och strängare regler än de miniminormer som EU-lagstiftningen föreskriver. I direktivet om marknader för finansiella instrument (Mifid II) fastställs krav på marknadsuppförande och organisation för värdepappersföretag, det vill säga de institut som säljer fonder till icke-professionella kunder.

09 Det ursprungliga direktivet om fondföretag har ändrats flera gånger, och den 25 november 2021 föreslog kommissionen ytterligare en ändring i samband med översynen av direktivet om AIF-förvaltare. År 2019 infördes ändringar av regelverket för fondföretag och AIF-förvaltare i syfte att undanröja rättsliga hinder för gränsöverskridande distribution av investeringsfonder (det gränsöverskridande paketet). EU-lagstiftningen omfattar även särskilda typer av fonder, till exempel penningmarknadsfonder (förordningen om penningmarknadsfonder).

² Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG av den 13 juli 2009 om samordning av lagar och andra författningar som avser företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) (omarbetning).

10 Ett av huvudsyftena med direktivet om fondföretag och direktivet om AIF-förvaltare är att underlätta gränsöverskridande verksamhet för fondförvaltare och investeringsfonder. Med dessa direktiv infördes förvaltnings- och marknadsföringspass för fonder och fondförvaltare med hemvist i EU:

- Ett **förvaltningspass** gör det möjligt för ett förvaltningsbolag för fondföretag eller en förvaltare av AIF-fonder (AIF-förvaltare) som har auktoriserats i en medlemsstat att bedriva sin verksamhet i andra EU-medlemsstater, antingen i enlighet med friheten att tillhandahålla tjänster eller genom att etablera en filial. Sådan gränsöverskridande verksamhet omfattas av ett anmälningförfarande mellan de nationella behöriga myndigheterna i de berörda medlemsstaterna, men fondförvaltaren behöver inte genomgå något ytterligare auktoriseringsförfarande.
- Ett **marknadsföringspass** gör det möjligt för fondföretag eller AIF-fonder som har auktoriserats av den nationella behöriga myndigheten i en EU-medlemsstat att marknadsföras i andra EU-medlemsstater över gränserna utan att det krävs en auktorisering från värdmedlemsstaternas nationella behöriga myndigheter. Marknadsföringspasset för fondföretag gör det möjligt att marknadsföra fondföretag till icke-professionella och institutionella investerare, medan marknadsföringspasset för AIF-fonder endast gäller för marknadsföring till professionella investerare. I likhet med förvaltningspasset ersätts auktoriseringen av ett anmälningförfarande mellan de nationella behöriga myndigheterna i olika EU-medlemsstater.

EU:s och medlemsstaternas ansvar

11 Det europeiska systemet för tillsyn av fonder består av ett antal europeiska och nationella intressenter. EU:s organ ansvarar för det underliggande lagstiftnings- och samordningsarbetet, men varje medlemsstat ansvarar för införlivandet av EU-lagstiftningen och tillsynen av investeringsfonder inom sitt territorium:

- Europeiska kommissionen, särskilt generaldirektoratet för finansiell stabilitet, finansiella tjänster och kapitalmarknadsunionen (GD Finansiell stabilitet, finansiella tjänster och kapitalmarknadsunionen), ansvarar för politiska initiativ som rör finanssektorn, vilket bland annat innebär att lägga fram förslag till direktiv och förordningar.

- Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma) är en oberoende EU-byrå som ska skydda investerare och främja stabila och välordnade finansmarknader. Esma ska även säkerställa enhetlig tillsyn och identifiera risker för den finansiella stabiliteten och investerarna, i likhet med de övriga europeiska tillsynsmyndigheterna, som är uppbyggda på samma sätt och står inför liknande utmaningar.
- Europeiska systemrisknämnden (ESRB) ansvarar för makrotillsynen av det finansiella systemet i EU. Den har ett nära samarbete med Esma och de övriga tillsynsmyndigheterna.
- Ansvaret för tillsynen av fonder och fondförvaltare ligger hos de nationella behöriga myndigheterna och bygger på nationell lagstiftning som måste uppfylla de miniminormer som fastställs i EU-lagstiftningen eller på direkt tillämplig EU-lagstiftning. De nationella behöriga myndigheterna är röstberättigade medlemmar i Esmas styrelse och deltar i ESRB:s arbete.

Revisionens inriktning och omfattning samt revisionsmetod

12 Vi utförde den här revisionen för att tillgodose det stora allmänintresset av investeringsfonder, som är särskilt viktiga för att EU ska kunna utveckla sin kapitalmarknadsunion. Investeringsfonder är förenade med risker för investerare och den finansiella stabiliteten. Revisionen omfattar perioden 2016–juli 2021.

13 Vid revisionen undersökte vi om EU har skapat en verklig inre marknad för investeringsfonder som säkerställer investerarskydd och finansiell stabilitet. Vi försökte också besvara följande delfrågor:

- Har EU:s åtgärder bidragit till ett lämpligt regelverk för att skapa en verklig inre marknad för investeringsfonder?
- Har EU:s åtgärder främjat enhetlig tillsyn?
- Skyddar EU:s åtgärder investerarna på ett ändamålsenligt sätt?
- Bedömer och minskar EU genom sina åtgärder riskerna för den finansiella stabiliteten på ett ändamålsenligt sätt?
- Har EU:s myndigheter tillgång till tillförlitliga uppgifter för att identifiera risker för den finansiella stabiliteten och investerarna?

14 Våra revisionskriterier bygger på Ioscos internationella standarder och EU-lagstiftningen (särskilt direktivet om fondföretag, direktivet om AIF-förvaltare, förordningen om penningmarknadsfonder och Esmas inrättandeförordning). I vissa fall jämför vi EU-marknaden med den amerikanska marknaden, som är världens mest utvecklade kapitalmarknad.

15 Revisionen inriktades på de åtgärder som vidtagits av de tre revisionsobjekten, nämligen kommissionen, Esma och ESRB. Vi intervjuade personal från dessa institutioner och granskade relevant dokumentation. För att få ytterligare kunskap intervjuade vi företrädare för fem nationella behöriga myndigheter, flera nationella fondbolagsföreningar och tre konsumentorganisationer. Vi träffade också Europeiska bankmyndigheten (EBA) och Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten (Eiopa). För att komplettera denna information genomförde vi en elektronisk enkät bland de nationella behöriga myndigheterna, finansministerierna och olika investeringsfunds-föreningar i alla 27 medlemsländer för att få in synpunkter från dessa viktiga intressenter. Vi granskade inte de nationella behöriga myndigheterna direkt utan deras roll som Esma-medlemmar.

lakttagelser

EU-lagstiftarnas mål har endast uppnåtts i begränsad utsträckning

EU:s lagstiftare fastställde ambitiösa mål för en inre marknad för investeringsfonder

16 Kommissionen och EU:s medlagstiftare har satt upp ambitiösa mål för en inre marknad för investeringsfonder. År 1985 antogs det första direktivet om fondföretag för att skapa de förutsättningar som krävs för att fonder och fondförvaltare med hemvist i en medlemsstat ska kunna marknadsföra sina fonder i hela EU utan tillsyn i andra medlemsstater. Medlagstiftarna hade som mål att

- göra det lättare att marknadsföra fonder i andra medlemsstater,
- säkerställa ett ändamålsenligare och enhetligare skydd för investerare,
- säkra en tillnärmning av konkurrensvillkoren.

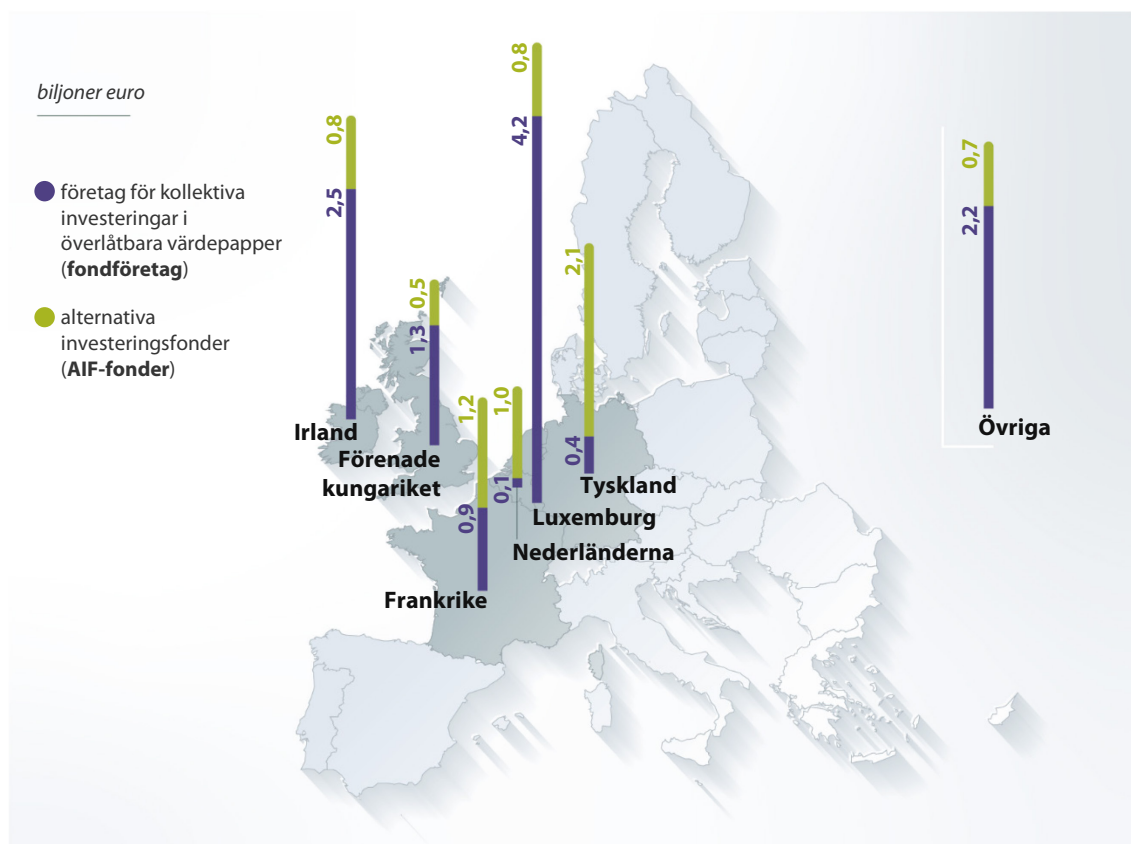
17 Tanken var att en mer integrerad marknad för investeringsfonder skulle ge EU:s investerare större valmöjligheter och skapa nya affärsmöjligheter för fondbranschen. Betydelsen av dessa allmänna principer och vikten av att säkerställa lika villkor togs upp på nytt när direktivet om AIF-förvaltare antogs 2013³.

Passförfarandet har inte skapat en verklig inre marknad

18 Passförfarandet har bidragit till att fondernas hemvist koncentrerats till ett antal länder. Genom EU:s åtgärder har det införts marknadsförings- och förvaltningspass för fonder (se punkt [10](#)). Trots detta är den europeiska fondmarknaden fortfarande fragmenterad, och majoriteten av fonderna har sin hemvist i ett fåtal länder (se [figur 4](#)).

³ Skälen i [Europaparlamentets och rådets direktiv 2011/61/EU](#) av den 8 juni 2011 om förvaltare av alternativa investeringsfonder.

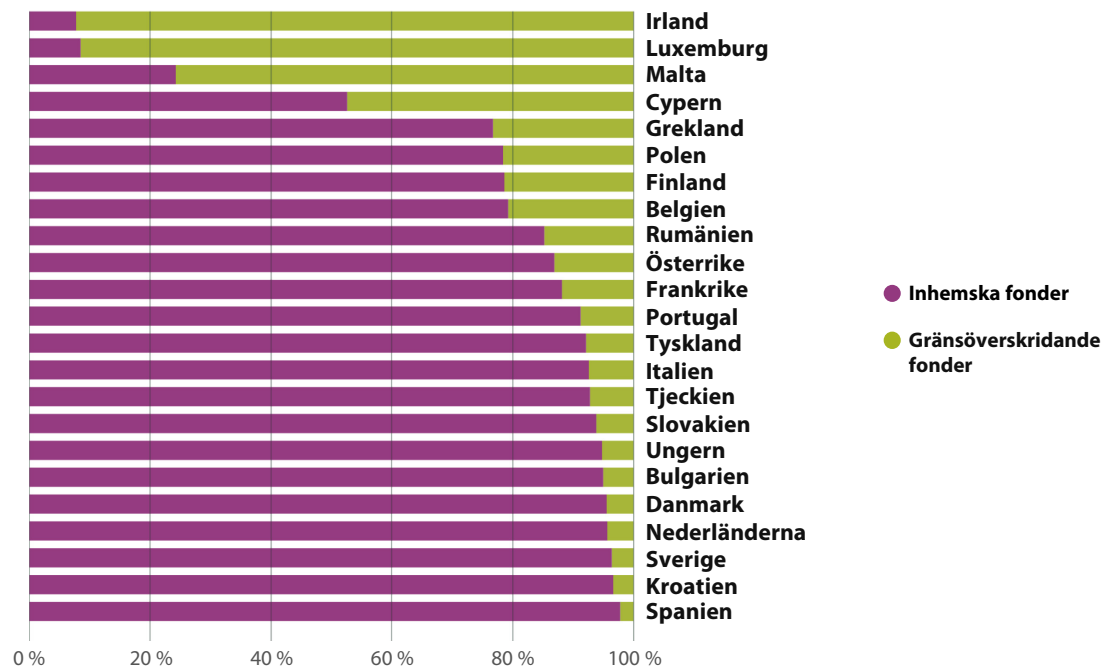
Figur 4 – Nettoandelsvärdet för fondföretag och AIF-fonder per hemvistland (biljoner euro)



Källa: Europeiska revisionsrätten, på grundval av uppgifter från EFAMA.

19 I de flesta medlemsstater distribueras fonderna huvudsakligen på den inhemska marknaden. Omvänt säljs fonder med hemvist i ett fåtal länder främst utomlands (se [figur 5](#)). Enligt Europeiska fondbolagens förening (EFAMA) står lokala fonder för 67 % av fondägandet i Europa, jämfört med 73 % för tio år sedan.

Figur 5 – Inhemska fonder kontra gränsöverskridande fonder



Källa: EFAMA, *Fact Book 2021*, diagram 3.16, s. 50.

20 I flera EU-länder säljs de flesta gränsöverskridande fonder av nationella kapitalförvaltare och inte av utländska kapitalförvaltare. [Figur 6](#) visar hur ägandet av investeringsfonder, däribland gränsöverskridande fonder som marknadsförs av nationella leverantörer, är fördelat.

Figur 6 – Fondägande och ”äkta” gränsöverskridande fonder



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

21 Kommissionen kallar detta fenomen ”round-trip-fonder”, det vill säga en kategori av fonder som den inte betraktar som ”äkta” gränsöverskridande fonder. Enligt Esma händer det ofta att fonder anmäls för gränsöverskridande marknadsföring men sedan inte nödvändigtvis marknadsförs. Därför är den faktiska gränsöverskridande marknadsföringen mer begränsad än vad siffrorna antyder. I den konsekvensbedömning som åtföljde förslagen till det gränsöverskridande paketet 2018 drog kommissionen slutsatsen att round-trip-fonder varken leder till en verkligt fördjupad inre marknad eller ökade valmöjligheter för investerarna. Kommissionen ansåg vidare att fall där en fond marknadsförs i minst en medlemsstat utanför förvaltarens hemmamarknad och fondens hemvist är ett bättre mått på gränsöverskridande verksamhet⁴.

22 På grundval av kommissionens konsekvensbedömning, som åtföljde det gränsöverskridande paketet⁵, konstaterade medlagstiftarna att olika förhållningssätt till reglerings- och tillsynssystem var en orsak till fragmenteringen av EU:s fondmarknader. De noterade också att hinder för gränsöverskridande marknadsföring

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

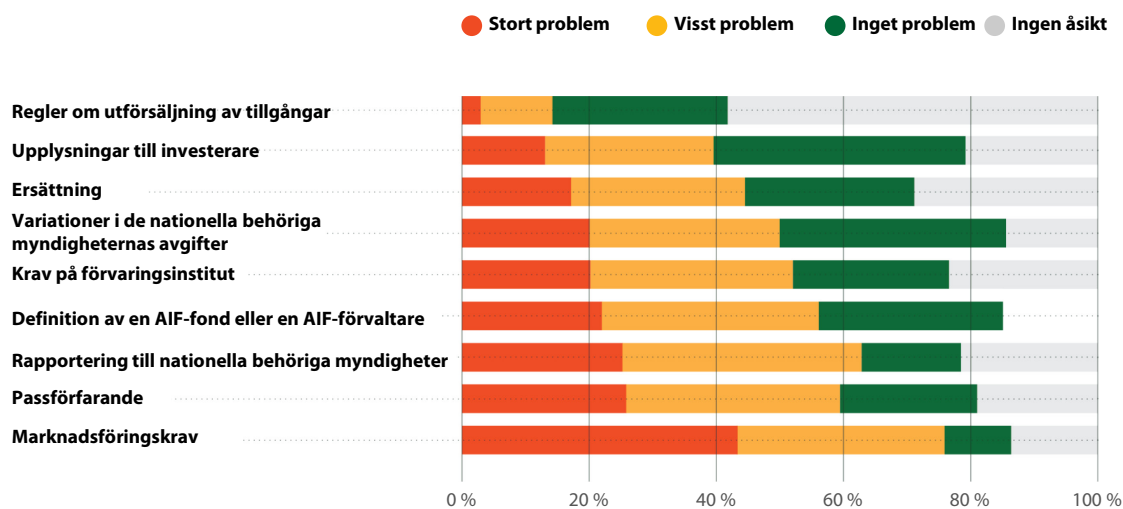
⁵ SWD/2018/054 final, 12.3.2018, s. 7 och 14.

hindrade fonderna från att marknadsföras i andra medlemsstater⁶.

Lagstiftningspaketet inriktades därför på att ta itu med olikartade nationella krav och skiljaktig regleringspraxis för användningen av EU-pass, inbegripet marknadsföringskrav, föreskrivna avgifter samt administrativa krav och anmälningsskrav.

23 Trots att det fortfarande finns olika förhållningssätt som resulterar i hinder för marknadstillträde konstaterade vi att kommissionen inte visade att dessa hinder faktiskt är den främsta orsaken till marknadsfragmentering och det låga antalet äkta gränsöverskridande fonder. Vi noterar att nästan hälften av de tillfrågade deltagarna inför en rapport från 2018 om tillämpningen av direktivet om AIF-förvaltare uppgav att direktivet inte tillämpas konsekvent i hela EU. Problemet beror alltså inte på lagstiftningen utan på hur medlemsstaterna tillämpar den. De flesta deltagarna i rapporten ansåg dock inte att denna inkonsekvens var ett stort problem (se [figur 7](#)).

Figur 7 – Uppfattning om problem till följd av inkonsekvent tillämpning av direktivet om AIF-förvaltare



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

⁶ Skäl 1 i Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/1156 av den 20 juni 2019 om underlättande av gränsöverskridande distribution av företag för kollektiva investeringar.

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

24 Direktiven, som är det lagstiftningsinstrument som medlagstiftarna använder, anger miniminormer. I de respektive EU-direktiven anges uttryckligen att en hemmedlemsstat i regel får fastställa strängare regler än dem som anges i direktivet⁸. I de Larosière-rapporten betonades att man genom direktiv inte uppnår den harmoniseringsnivå som krävs och rekommenderades att man i framtiden undviker lagstiftning som möjliggör inkonsekvent införlivande och tillämpning⁹. Hälften av de nationella behöriga myndigheter som svarade på vår enkät uppgav att lagarna i deras medlemsstater faktiskt medförde strängare regler. Vi noterar att enhetliga regler i form av förordningar kan vara lämpligare för att skapa lika villkor i hela EU.

25 Vidare noterar vi att direktiven har utlöst en kapplöpning mot botten. Bruket av så kallad nationell överreglering (dvs. att man inför högre standarder) och våra diskussioner med intressenter tyder på att länder som bara införlivar de minimikrav som föreskrivs i direktiven har en konkurrensfördel som hemvistländer jämfört med länder med högre standarder. I kombination med ett gynnsamt skattesystem och möjligheten att överföra vinster skapar detta starka incitament för fondbranschen att ägna sig åt forumshopping, vilket leder till snedvridning av konkurrensen.

Lagstiftningsinitiativ har begränsad effekt

26 Vi konstaterade att kommissionens egen analys visar att dess lagstiftningsförslag har begränsad effekt. Kommissionen identifierade viktiga faktorer – såsom beskattning, lokal efterfrågan och distributionsnätet – som påverkar var kapitalförvaltare väljer att distribuera sina investeringsfonder men som inte kan hanteras i EU-lagstiftningen.

27 Vi noterar vidare att ett stort problem som kommissionen själv identifierat inte är regelverket i sig, utan att värdländerna skapar hinder för marknadstillträde. Kommissionen har verktyg för att hantera fall där medlemsstater skapar hinder för marknadstillträde eller där nationella behöriga myndigheter eventuellt bryter mot EU-lagstiftningen, nämligen befogenheten att i egenskap av fördragens väktare inleda överträdelseförfaranden eller begära att Esmå inleder ett förfarande vid "överträdelse

⁸ Skäl 15 i [direktivet om fondföretag](#) och skäl 17 i [direktivet om AIF-förvaltare](#).

⁹ Punkterna 100–109 och rekommendation 10 i rapporten *The High-Level Group on Financial Supervision in the EU*, 25.2.2009.

av unionsrätten”. Kommissionen drog dock slutsatsen att de återstående hindren effektivast kan åtgärdas (genom lagstiftning) på EU-nivå¹⁰.

28 Konsekvensbedömningar, såsom den för det gränsöverskridande paketet, inbegriper ofta en efterhandsutvärdering av de bestämmelser som påverkas av initiativet. Den översyn av direktivet om fondföretag som ursprungligen planerades till september 2017 har dock blivit försenad.

29 Kommissionen har aldrig genomfört någon omfattande kontroll av ändamålsenligheten hos hela regelverket för investeringsfonder. Någon sådan kontroll planeras inte heller inom den närmaste framtiden. Den enda kontroll av ändamålsenligheten som delvis omfattade investeringsfonder var den som kommissionen gjorde 2017–2019 av EU:s tillsynskrav¹¹.

30 Kommissionen fastställer fleråriga strategiska planer och årliga förvaltningsplaner och rapporterar om hur dess mål har uppnåtts. Vi konstaterade brister i kommissionens prestationsmätning. Till exempel var den viktigaste resultatindikatorn för fondföretag i den strategiska planen för 2016–2020 andelen gränsöverskridande fondföretagsfonder i förhållande till det totala antalet fonder som såldes i EU. Vi noterar att kommissionen senare sänkte gränsen för vad som utgör en gränsöverskridande fond, från fonder som sålts i minst fem medlemsstater till fonder som sålts i minst tre medlemsstater.

31 Den strategiska planen för 2020–2024 innehåller främst specifika övergripande mål och tillhörande resultatindikatorer. Vi konstaterade att de flesta delmål och mål som fastställts för resultatindikatorerna i den strategiska planen för 2020–2024 inte är specifika. Indikatorerna måste enligt kommissionens ram för intern kontroll vara relevanta, accepterade, trovärdiga, lätta att övervaka och robusta. Man använder termer som ”ökning”, ”positiv utveckling” och ”minskning” men utan att specificera hur stor ökning eller minskning som skulle anses vara tillfredsställande. Dessutom är målen för vissa resultatindikatorer inte ambitiösa. Till exempel hade målet gällande sänkta kostnader för icke-professionella investerare redan uppnåtts när det fastställdes.

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

¹¹ Europeiska kommissionen, *Fitness check of EU supervisory requirements*, SWD(2019) 402 och SWD(2019) 403.

Införlivandet har inte alltid skett i tid

32 Kommissionen kontrollerar att medlemsstaterna införlivar direktiv i tid och att det sker på ett fullständigt och korrekt sätt. Om införlivandet blir försenat och/eller felaktigt kan det medföra hinder för skapandet av lika villkor och för en välfungerande inre marknad, och kommissionen förväntas inleda överträdelseförfaranden för att uppmana medlemsstaterna att agera när de är sena med att vidta de nödvändiga åtgärderna.

33 När det gäller direktivet om fondföretag och direktivet om AIF-förvaltare var det endast tolv medlemsstater som anmälde att de hade införlivat dem inom tidsfristerna. Det tog dessutom ytterligare åtta år innan kommissionen ansåg att införlivandet av direktivet om AIF-förvaltare hade slutförts.

Esma har intensifierat sitt arbete för att främja enhetlig och ändamålsenlig tillsyn, men framstegen är begränsade

34 Såsom beskrivs ovan (se punkt **08**) utövar de nationella behöriga myndigheterna tillsyn över investeringsfonder och deras förvaltare samt värdepappersföretag och andra finansiella intermediärer enligt harmoniserad nationell lagstiftning, men inte enligt enhetliga standarder. Därför kan rättsliga krav och regleringspraxis fortfarande variera från en medlemsstat till en annan.

35 Med anledning av detta har EU:s lagstiftare gett Esma i uppdrag att

- bidra till att säkerställa en konsekvent, effektiv och ändamålsenlig tillämpning av gällande EU-lagstiftning,
- främja en enhetlig tillsynspraxis för att uppnå mer enhetliga tillsynsresultat bland de nationella behöriga myndigheterna i syfte att skapa en gemensam tillsynskultur¹².

¹² Artikel 1 i [Esmas inrättandeförordning](#).

36 Enhetlig tillsyn är inte detsamma som universallösning utan innebär snarare att man på ett konsekvent och ändamålsenligt sätt genomför och tillämpar samma regler och tillräckligt likartade metoder för liknande risker. Det övergripande målet är att sträva efter jämförbara reglerings- och tillsynsresultat. Men det betyder inte att det räcker att uppnå jämförbara resultat, oavsett vilka tillsynsmetoder som används.

37 I de Larosière-rapporten betonades hur viktigt det är med enhetlighet för EU:s finansmarknader¹³. Under 2014 offentliggjorde Internationella valutafonden (IMF), kommissionen och parlamentet rapporter om hur det europeiska systemet för finansiell tillsyn fungerar. I rapporterna medgavs att Esma bidrar till att skapa ett enhetligt regelverk men föreslogs ett ökat fokus på enhetlig tillsyn¹⁴.

38 Kommissionen betonade också att en ändamålsenligare och enhetligare tillsyn behövs för att undanröja möjligheterna till regelarbitrage och att Esma spelar en viktig roll när det gäller att främja integrering av kapitalmarknader¹⁵. Detta upprepades i samband med 2019 års översyn av förordningarna om de europeiska tillsynsmyndigheterna. EU:s lagstiftare betonade där att det är ”särskilt angeläget att ytterligare framsteg mot konvergens i tillsynen görs så att kapitalmarknadsunionen kan fullbordas”¹⁶.

Esma har verktygen för att främja enhetlig tillsyn

39 Esma har många verktyg för att främja enhetlighet. Dessa kan delas in i tre kategorier: förberedande verktyg, genomförandeverktyg och bedömnings-/återställningsverktyg. En översikt över dessa verktyg ges i [figur 8](#). Esma har tagit fram ytterligare verktyg, såsom ärendediskussioner och gemensamma tillsynsåtgärder.

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

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

¹⁵ Kapitel 4.1 i *COM(2017) 292 final*, 8.6.2017.

¹⁶ Skäl 7 i *Europaparlamentets och rådets förordning (EU) 2019/2175* av den 18 december 2019.

Figur 8 – Översikt över Esmas verktyg för enhetlig tillsyn



Källa: Revisionsrätten, på grundval av Esmas inrättandeförordning.

Esma har intensifierat sitt konvergensarbete

40 Esma har intensifierat sina insatser för enhetlig tillsyn. I sina strategiska riktlinjer för 2016–2020 åtog sig Esma att avsätta mer resurser för att främja enhetlig tillsyn och klargjorde sina mål samt riktade in sitt konvergensarbete på ett antal specifika områden. Esma har sedan dess ökat antalet anställda som arbetar med enhetlighet på detta område från fem (5,7 heltidsekvivalenter) till åtta (8,7 heltidsekvivalenter) 2020.

41 Under 2020 utarbetade Esma en ram för en mer riskbaserad metod för sina åtgärder för enhetlig tillsyn. Ett färgdiagram visar vilka risker som finns men innehåller endast lite information om olika tillämpning av reglerna och skillnader i praxis. Men färgdiagrammet är ändå ett steg i rätt riktning. Det har fungerat ändamålsenligt när det gäller att identifiera områden för riskbaserad tillsyn i hela EU men sämre när det gäller att identifiera ämnen för ytterligare konvergensarbete. Vi konstaterade också att Esma lyckades genomföra en mer systematisk och evidensbaserad strategi för konvergensarbete.

Det finns begränsade bevis på effekter, och det saknas en mekanism för att mäta ändamålsenligheten

Riktlinjernas ändamålsenlighet har inte påvisats

42 Tidigare har förberedande verktyg såsom riktlinjer varit Esmas viktigaste konvergensverktyg. Riktlinjerna omfattas av mekanismen ”följ eller förklara”, vilket innebär att de nationella behöriga myndigheterna måste meddela Esma om de avser att genomföra dem eller inte. Esma offentliggör efterlevnadstabeller för varje riktlinje, vilka uppdateras regelbundet¹⁷.

¹⁷ Esmas meddelanden om efterlevnaden av riktlinjerna – Översiktstabell.

43 Vi konstaterade att de nationella behöriga myndigheternas efterlevnad inte alltid säkerställs. Esma ska enligt sin interna vägledning¹⁸ kontrollera och bedöma hur riktlinjerna tillämpas. Esma frågar visserligen årligen de nationella behöriga myndigheterna hur de följer riktlinjerna men har bara kontrollerat myndigheternas faktiska efterlevnad vid ett tillfälle med hjälp av en inbördes utvärdering. Denna visade att riktlinjerna hade varit verkningslösa när det gäller att främja enhetlig tillsyn och att de nationella behöriga myndigheterna i allmänhet endast i begränsad utsträckning hade följt riktlinjerna såsom de hade meddelat (se [ruta 1](#)).

Ruta 1

Resultat från den inbördes utvärderingen av riktlinjerna för börshandlade fonder och andra fondföretag

Den inbördes utvärderingen omfattade de sex största hemvistländerna för fonder i EU och visade att inget av dem hade genomfört riktlinjerna fullt ut. Två nationella behöriga myndigheter följde dem i viss eller otillräcklig utsträckning. Esma ansåg till och med att tillsynspraxis i dessa länder stred mot riktlinjerna och inte var förenlig med lika villkor för fondföretag på den inre marknaden. På det stora hela identifierade Esma betydande skillnader i hur riktlinjerna tillämpades och flera områden där målet med enhetlig tillsyn inte hade uppnåtts.

Gemensamma tillsynsåtgärder har främjat regelbundet utbyte mellan tillsynsmyndigheter och gjort det möjligt för Esma att samordna de nationella behöriga myndigheternas tillsynsverksamhet

44 Gemensamma tillsynsåtgärder är ett konvergensverktyg som liksom nätverk för tillsynssamordning och utbyten med nationella behöriga myndigheter på grundval av klagomål har utvecklats av Esma. Esma värdesätter dessa verktyg eftersom de är framtidsinriktade och bidrar till att identifiera konvergensproblem. Esma har redan inlett flera gemensamma tillsynsåtgärder med anknytning till fondföretag och Mifid II.

45 Gemensamma tillsynsåtgärder och samordningsnätverk är verktyg som gör det möjligt för tillsynsmyndigheter att utbyta erfarenheter och lära av varandra, vilket således bör bidra till en gemensam tillsynskultur med tiden. Gemensamma tillsynsåtgärder gör det också lättare för Esma att identifiera skillnader i tillsynspraxis och eventuella brister i de nationella behöriga myndigheternas tillsyn samt att ge

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

vägledning om hur EU-lagstiftningen ska tillämpas i praktiken, till exempel när enskilda nationella behöriga myndigheter fortfarande saknar en sund metod.

46 Med hjälp av gemensamma tillsynsåtgärder kan Esma fokusera mer på tillsynen av särskilda risker och främja och samordna tillsynsverksamheten. Detta kan leda till en hög arbetsbelastning, vilket flera nationella behöriga myndigheter tog upp i vår enkät.

Bedömnings- och återställningsverktyg har använts mycket sällan, trots att de kan ha större effekt

47 Inbördes utvärderingar är ett verktyg som skulle kunna ha stor effekt, men de används sällan inom området investeringsfonder. Esma har för avsikt att använda dem mer inom den närmaste framtiden, men betonade också resursbegränsningar och behovet av att upprätthålla en balans mellan alla sektorer som omfattas av dess mandat. Det som skiljer en inbördes utvärdering från andra konvergensverktyg är att Esma måste utföra och offentliggöra en formell bedömning inte bara av den grad av enhetlighet som uppnåtts i fråga om tillsynspraxis och tillämpning, utan även av tillsynskapaciteten. Den gör det möjligt för Esma att utfärda riktlinjer och rekommendationer för att åtgärda eventuella brister som upptäcks. Esma har sedan det inrättades 2011 endast genomfört två inbördes utvärderingar av investeringsfonder: en 2013 om riktlinjerna för penningmarknadsfonder och en 2018 om riktlinjerna för frågor som rör börshandlade fonder och andra fondföretag¹⁹.

48 Esma har även två återställningsverktyg att ta till: medling och förfaranden vid överträdelser av unionsrätten, vilka ger Esma befogenhet att utreda och åtgärda påstådda överträdelser av unionsrätten eller att lösa tvister mellan nationella behöriga myndigheter. I ett fall lyckades Esma hjälpa två nationella behöriga myndigheter att lösa en tvist. I ett fåtal fall inleddes informella förfaranden vid överträdelser av unionsrätten. Ett formellt förfarande vid överträdelser av unionsrätten har ägt rum och resulterade i att de nationella behöriga myndigheterna ändrade sin praxis.

Esma har svårt att använda sina verktyg på ett ändamålsenligt sätt

49 Esma står inför en rad utmaningar när det gäller att använda dessa befogenheter på ett effektivt och ändamålsenligt sätt. Esma är beroende av de nationella behöriga myndigheternas vilja att bidra med synpunkter, teknisk expertis och personal till Esmas konvergensarbete. Detsamma gäller för EBA och Eiopa, vilket våra revisioner av dessa

¹⁹ ESMA/2013/476, 15.4.2013, och ESMA42-111-4479, 30.7.2018.

myndigheter har visat²⁰. Esma har vidtagit åtgärder för att säkerställa att deltagarna från de nationella behöriga myndigheterna har den sakkunskap som krävs. Det är dock till stor del frivilligt för de nationella behöriga myndigheterna att delta i Esmas konvergensåtgärder – utom när det gäller inbördes utvärderingar, medling och förfaranden vid överträdelse av unionsrätten – vilket ibland gör Esmas arbete mindre ändamålsenligt.

50 Vi konstaterade att de flesta nationella behöriga myndigheter deltar i och bidrar till Esmas arbete men att vissa nationella behöriga myndigheter är mer motvilliga. I fråga om exempelvis gemensamma tillsynsåtgärder tenderar mindre nationella behöriga myndigheter att vara mer aktiva när det gäller att lägga fram ärenden, medan vissa större nationella behöriga myndigheter föredrar ett mer passivt tillvägagångssätt. Vissa nationella behöriga myndigheter svarade inte på Esma-personalens uppmaningar om att aktivt delta och lägga fram ärenden. Till exempel bidrog inte de nationella behöriga myndigheter som aldrig hade använt sina sanktionsbefogenheter till en workshop på området som Esma anordnade 2020.

51 Esmas beslutsfattande organ består av företrädare för de nationella behöriga myndigheterna. De nationella behöriga myndigheterna ska agera enbart i hela EU:s intresse, men detta säkerställs inte alltid. Kommissionens förslag att ta itu med frågan om företagsstyrning i samband med översynen av de europeiska tillsynsmyndigheterna förkastades. Den mest uppenbara intressekonflikten har åtgärdats: nationella behöriga myndigheter får inte längre delta i diskussionen och omröstningen om rekommendationer i samband med förfaranden vid överträdelse av unionsrätten som rör dem själva. Esmas medlingsregler gäller på liknande sätt vid intressekonflikter. Men allt konvergensarbete berör de nationella behöriga myndigheterna, eftersom det är inriktat på deras tillsynspraxis och resultat. Detta gäller även Esmas insatser för att främja effektiv och ändamålsenlig tillsyn.

52 Esma är beroende av de nationella behöriga myndigheternas beredvillighet. Ett exempel är vilket ansvar hem- och värdmedlemsstaternas myndigheter har i ett gränsöverskridande sammanhang, vilket är en viktig och återkommande fråga i Esmas konvergensarbete (se [ruta 2](#)). Esma har endast till viss del lyckats främja ett smidigt fungerande EU-pass för marknadsföring och förvaltning på ett ändamålsenligt sätt och har därför inte lyckats undanröja sådan tillsynspraxis som skapar hinder för marknadstillträde.

²⁰ Revisionsrättens [särskilda rapport 29/2018](#) och [särskilda rapport 10/2019](#).

Ruta 2

Hemmedlemsstaternas och värdmedlemsstaternas ansvar diskuteras fortfarande

Esma och de europeiska tillsynsmyndigheternas gemensamma kommitté klargjorde 2017 respektive 2019 de befintliga reglerna och respektive rollerna. Ytterligare diskussioner hölls i olika arbetsflöden och vid en workshop 2020. Trots detta respekteras inte passförfarandet fullt ut. Enligt passförfarandet är hemmedlemsstatens myndigheter ensamt ansvariga för tillsynen av fondförvaltare och fonder, medan värdmedlemsstatens myndigheter endast ska säkerställa att lokala uppföranderegler efterlevs.

53 Vi noterar också att alla konvergensproblem som Esma lyfte fram i sin skrivelse till kommissionen om översynen av direktivet om AIF-förvaltare²¹ i stor utsträckning hade omfattats av konvergensarbetet. Detta visar att Esmas ansträngningar endast har haft begränsad ändamålsenlighet.

54 Ett annat exempel är delegering. Både direktivet om fondföretag och direktivet om AIF-förvaltare ger förvaltningsbolag möjlighet att delegera funktioner till tredje parter. Tillsynsmetoderna och tillsynsresultaten skiljer sig dock fortfarande åt när det gäller hur omfattande delegeringen får vara och vilka funktioner som kan delegeras enligt Esma (se [ruta 3](#)).

²¹ Skrivelse från Esma till kommissionen om översynen av direktivet om AIF-förvaltare, ESMA34-32-550, 18 augusti 2020.

Ruta 3

Delegeringens omfattning

Esma betonade att portföljförvaltningen i vissa medlemsstater till stor del eller till och med helt delegeras till tredje parter inom eller utanför gruppen av AIF-förvaltare eller förvaltningsbolag för fondföretag, vilka kan ha sitt säte utanför EU. I sådana fall är majoriteten av den operativa personal som arbetar med portföljförvaltning/riskhantering, administration och andra funktioner anställd enligt delegeringsavtal för de relevanta fonderna och alltså, enligt Esma, inte direkt anställd av den auktoriserade AIF-förvaltaren eller det auktoriserade förvaltningsbolaget för fondföretag. En stor del av förvaltningsavgifterna betalas således till dem som funktioner delegerats till. För Esma väcker denna (marknads)praxis som vissa medlemsstater tillämpar frågan om huruvida auktoriserade AIF-förvaltare eller förvaltningsbolag för fondföretag fortfarande kan förvalta dessa AIF-fonder och fondföretag på ett ändamålsenligt sätt.

Källa: Skrivelse från Esma till kommissionen om översynen av direktivet om AIF-förvaltare, ESMA34-32-550, 18 augusti 2020.

55 Vi noterade också att Esma möter visst motstånd från nationella behöriga myndigheter när det gäller dess insatser för att öka insynen. Obligatoriska publikationer såsom den årliga rapporten om sanktioner eller den årliga statistiska rapporten om prestationen och kostnaderna när det gäller EU:s investeringsprodukter för icke-professionella investerare innehåller värdefull information, bland annat om skillnader mellan medlemsstaterna när det gäller marknadsförhållanden och hur ingående tillsynen är. Men det finns ett betydande motstånd från de nationella behöriga myndigheterna när det gäller att offentliggöra resultaten av gemensamma tillsynsåtgärder. Slutrapporterna om gemensamma tillsynsåtgärder har aldrig offentliggjorts.

De nationella behöriga myndigheterna föredrar förberedande verktyg som är mindre inkräktande och inte så ändamålsenliga

56 Tidigare använde Esma i första hand riktlinjer, yttranden och funktionen frågor och svar. Vi fann bevis för att sådana förberedande verktyg inte är särskilt ändamålsenliga för att främja enhetlig tillsyn. Den senaste tiden har Esma fokuserat mer på genomförandeverktyg, såsom samordningsnätverk och gemensamma tillsynsåtgärder.

57 Nästan hälften av de nationella behöriga myndigheterna ansåg inte att de mer inkräktande verktygen, såsom förfarande vid överträdelser av unionsrätten och medling, var användbara, och det var uppenbart att de föredrog förberedande verktyg. Esma har nästan aldrig använt de mer ingående verktygen, men skulle med dessa befogenheter direkt kunna påverka tillsynsåtgärder och tillsynsresultat i enskilda fall eller åtgärda fall av bristande eller felaktig tillämpning av EU-lagstiftningen.

Esma har ingen mekanism för att mäta ändamålsenlighet

58 Esmas årliga arbetsprogram innehåller mål, men framför allt ger de en beskrivning av planerad verksamhet snarare än anger specifik output eller verifierbara mål. När det gäller verktyg framgår det av programmen att man hellre främjar utbyte mellan tillsynsutövare om tillsynspraxis genom att diskutera specifika verkliga fall eller de nyligen införda gemensamma tillsynsåtgärderna. Detta är ett bra sätt att öka förståelsen av tillsynspraxis som med tiden kan bidra till utvecklingen av en gemensam tillsynskultur.

59 Det faktum att tillsynsmyndigheter från olika nationella behöriga myndigheter talar med varandra, utbyter erfarenheter och eventuellt lär sig av varandra är i sig ett viktigt framsteg. Vi konstaterade att Esma till viss del lyckades främja gemensamma strategier och förbättra tillsynskvaliteten på de områden där myndigheten inledde, samordnade och stödde särskild tillsynsverksamhet för att hantera enskilda risker i hela EU, till exempel med hjälp av gemensamma tillsynsåtgärder. Esma har dock få belägg för att dess verksamhet avsevärt har minskat de befintliga skillnaderna.

60 Vi är medvetna om hur komplicerat det är att mäta effekterna av Esmas konvergensarbete. Med Esmas nuvarande outputinriktade prestationsmätning (inklusive nya utfallsinriktade kritiska prestationsindikatorer som infördes 2019) är det dock inte möjligt att mäta i vilken utsträckning arbetet har bidragit till att minska befintliga skillnader i tillsynspraxis och tillsynsresultat. Esma kan inte bedöma hur stora skillnaderna är, förutom på vissa områden där myndigheten har genomfört inbördes utvärderingar eller ärendediskussioner och gemensamma tillsynsåtgärder. Dessutom har Esma i praktiken en ofullständig bild av hur nationella behöriga myndigheter tillämpar EU-lagstiftningen som till stor del bygger på vad dessa myndigheter delar. Esma har varken direkt inblick i de nationella behöriga myndigheternas tillsynsverksamhet eller tillgång till faktiska bevis, till exempel i form av tillsynsakter.

Esma's arbete har visat på bristande tillsyn och möjlig snedvridning av konkurrensen

61 Kraftfulla och strikta kontroller av att värdepapperslagstiftningen efterlevs är grundläggande för att främja investerarnas förtroende enligt Ioscos grundprinciper²², som är de globala standarderna för reglering av värdepapper. Direktivet om fondföretag och direktivet om AIF-förvaltare innehåller en bred uppsättning tillsynsbefogenheter för att hantera fonders och fondförvaltares överträdelser av lagstadgade krav. Det rör sig om allt från administrativa sanktioner till domstolsförelägganden som förbjuder viss åtgärd och till och med indragna tillstånd och möjliggör en ändamålsenlig brottsbekämpning.

62 Esma's arbete visar att tillsynskvaliteten skiljer sig åt mellan medlemsstaterna. Esma har på ett ändamålsenligt sätt ökat de nationella behöriga myndigheternas fokus på övervakning och säkerställt att det finns gemensamma metoder för att samla in information (inbegripet att identifiera bristande efterlevnad av lagstadgade krav inom branschen). Esma's arbete avseende dolda indexfonder och avseende kostnader och avgifter samt de gemensamma tillsynsåtgärderna om likviditetsriskhantering är bra exempel på detta.

63 Vi konstaterade vidare att Esma har haft mycket mindre inverkan på tillsynspraxis och resultat när det gäller de nationella behöriga myndigheternas uppföljning i fall där Esma's verksamhet avslöjade bristande efterlevnad av lagstadgade krav. Insikterna från Esma's konvergensarbete visar att det råder allmän brist på tillsynsverksamhet som rör alla nationella behöriga myndigheter i EU, om än i varierande omfattning.

64 Vi konstaterade att de nationella behöriga myndigheterna i allmänhet inte vill använda formella tillsynsbefogenheter, trots Esma's ansträngningar för att främja användningen av dem. Vår analys av Esma's interna handlingar visar att fondförvaltare som bryter mot lagstadgade krav endast riskerar att få en begäran från den nationella behöriga myndigheten om att återbetala avgifter som uppburits olagligt, eller i värsta fall att få betala låga böter.

²² *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation*, maj 2017, punkt 1 "Preamble" i avsnitt C. "Principles Relating to Enforcement", s. 63.

65 Till exempel visar Esmas årsrapporter om användningen av sanktioner för fondföretag att de nationella behöriga myndigheterna inte använder sanktionsbefogenheterna på samma sätt och att de sanktioner som utfärdas på nationell nivå är relativt få till antalet och små till storleken, med undantag för vissa nationella behöriga myndigheter²³. Under 2020 var det 13 nationella behöriga myndigheter som inte införde några sanktioner. Esmas ovannämnda verksamhet visar på liknande brister när det gäller efterlevnadskontroll.

66 Vår granskning av Esmas interna rapporter visar att det har förekommit fall av bristande efterlevnad bland nationella behöriga myndigheter som därmed inte har uppfyllt sina skyldigheter. Vi konstaterade att Esma trots sina ansträngningar inte har lyckats främja en ändamålsenlig tillämpning av unionsrätten. I vissa fall förklarade de nationella behöriga myndigheterna att de rättsliga kraven i deras land inte är tillräckligt tydliga, vilket tyder på problem med antingen införlivandet eller tillämpningen av direktiven i de respektive medlemsstaterna. Vi anser att några av fallen skulle ha kunnat åtgärdas med hjälp av förfaranden vid överträdelser av unionsrätten där Esma utnyttjar sin roll som övervakare.

67 Ett av målen med att främja enhetlig tillsyn är att förhindra snedvridning av konkurrensen och regelarbitrage till följd av olika tillsynspraxis samt att säkerställa att den finansiella verksamheten inte överförs till länder där tillsynen är mindre strikt. Esma identifierade skillnader i praxis på områden som delegering vilka skulle kunna leda till sådana snedvridningar.

68 Detta problem var en drivkraft för Esmas arbete i samband med brexit. I detta avseende konstaterade vi att Esma hade kunnat fastställa gemensamma tillsynsstandarder för auktorisering (bland annat när det gällde delegering) av fonder och fondförvaltare som inte längre hade tillträde till den inre marknaden. Esma hade inrättat ett nätverk för tillsynssamordning som diskuterade 250 enskilda fall inom olika sektorsområden, bland annat fondförvaltning. Vi konstaterade att Esma med hjälp av ett omfattande engagemang innan tillsynsbeslut fattades bidrog till att förhindra att sådan snedvridning av konkurrensen uppstod.

²³ Pressuttalande från Esma.

Kommissionen och Esma har vidtagit åtgärder för att bättre skydda investerarna, men kostnaderna är fortfarande höga

69 Investeringsprodukter är komplexa och det kan vara svårt att jämföra dem eller fullt ut förstå de risker de medför, särskilt för icke-professionella investerare. Icke-professionella investerare bör därför få tillräcklig information om eventuella risker. EU:s rättsliga ram syftar till att minska risken för vilseledande försäljning, det vill säga försäljning, till icke-professionella investerare, av finansiella produkter som inte motsvarar deras behov eller förväntningar²⁴.

EU-lagstiftningen innehåller många åtgärder för att skydda investerare

70 EU:s lagstiftning för att skydda investerare är utspridd över ett stort antal förordningar, direktiv, delegerade akter från kommissionen och riktlinjer från Esma. Vissa av åtgärderna ingår i direktivet för fondföretag och direktivet för AIF-förvaltare, medan andra ingår i Mifid-direktivet/Mifir-förordningen och Priip-förordningen.

71 EU:s regelverk ger en relativt hög skyddsnivå för icke-professionella investerare, men det gör det samtidigt svårare för dem att investera i fonder utanför EU, som ofta har lägre kostnader.

72 Alla nationella behöriga myndigheter och fondbolagsföreningar som besvarade vår enkät instämde helt eller delvis i att EU:s regelverk har varit ändamålsenligt när det gäller att främja en hög nivå av investerarskydd. Men en betydande minoritet av de nationella behöriga myndigheterna, bland annat i de medlemsstater där några av de största fondföretagen har sin hemvist, ansåg att icke-professionella investerare i fondföretag fortfarande inte är tillräckligt skyddade mot följande risker:

- Otillräcklig eller felaktig redovisning av skattekonsekvenser (39 %).
- Orimliga kostnader och avgifter (34 %).
- Felaktig värdering av tillgångar (26 %).
- Otillräcklig eller felaktig redovisning av tillgångsallokering (18 %).

²⁴ Punkt 48 i [Europaparlamentets resolution av den 8 oktober 2020](#).

Trots olika EU-åtgärder är insynen fortfarande ett problem

Nuförtiden har investerare tillgång till mer information om fondföretag

73 Enligt direktivet om fondföretag ska fondföretag offentliggöra tre rapporter: ett prospekt, en årsrapport och en halvårsrapport²⁵. I sin kontroll av ändamålsenligheten i tillsynsrapporteringen från 2019²⁶ konstaterade kommissionen att direktivet om fondföretag anger minimikrav för vad dessa rapporter ska innehålla men att de nationella behöriga myndigheterna trots det fortfarande själva kan bestämma över mycket av innehållet. Det innebär att rapporteringen kan variera från en medlemsstat till en annan.

74 Faktabladet med basfakta för investerare, som infördes 2011, syftar till att ge icke-professionella investerare bättre information med ett innehåll som är lättare att förstå samt att göra det lättare att jämföra produkter. Enligt förordningen om faktablad med basfakta för investerare²⁷ ska faktabladet omfatta de väsentliga aspekter av fondföretaget som en investerare bör informeras om och ge (potentiella) investerare korrekt, rättvisande, tydlig och inte vilseledande information innan avtal ingås.

75 Riktigheten och tillförlitligheten hos informationen i faktabladet ifrågasätts. Irlands centralbank²⁸ upptäckte fall där avsnittet om tidigare resultat i faktabladet inte innehöll relevant information om referensvärden. Under 2019 tog Esma fram frågor och svar med information om referensvärden där man förtydligar dessa frågor.

76 Liksom några av deltagarna i vår enkätundersökning påpekade är kostnadsinformationen i det nuvarande faktabladet för fondföretag ofullständig, vilket skulle kunna vilseleda investerarna och få dem att tro att kostnaderna är lägre än de faktiskt är. Framför allt ingår inte transaktionskostnader i de beräknade totala utgifterna.

²⁵ Artiklarna 68–74 i [Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG](#).

²⁶ [SWD\(2019\) 402 final](#).

²⁷ [Kommissionens förordning \(EU\) nr 583/2010 av den 1 juli 2010 om genomförande av Europaparlamentets och rådets direktiv 2009/65/EG rörande basfakta för investerare](#).

²⁸ Central Bank of Ireland, [Thematic Review of Closet Indexing](#) (branschbrev av den 18 juli 2019).

77 Genom Priip-förordningen²⁹, som trädde i kraft 2018, infördes ett enhetligt faktablad som är tillämpligt på ett brett spektrum av investeringsprodukter för icke-professionella investerare. Fondföretag och AIF-fonder var dock tillfälligt undantagna från detta krav. Efter utdragna samråd med intressenter nådde de europeiska tillsynsmyndigheternas gemensamma kommitté en kompromiss om att inkludera tidigare resultat i faktabladet i januari 2021, och kommissionen antog en delegerad förordning i september 2021.

Esma har gjort kostnader och avgifter mer transparenta, men problem med uppgifterna kvarstår

78 Sedan 2019 har Esma offentliggjort en årsrapport om prestationen och kostnaderna när det gäller EU:s investeringsprodukter för icke-professionella investerare. Syftet med rapporten är att uppmärksamma investerarna på vilken betydande inverkan kostnaderna har på den slutliga avkastningen på deras investeringar. Esmas rapport ger en god överblick över kostnaderna för olika typer av fonder och hur de har presterat, men den präglas av ett antal brister:

- I rapporten redovisas kostnader per tillgångsklass (aktier/obligationer/blandfonder/alternativa tillgångar), per förvaltningsform (aktiv eller passiv) och per fondhemvist, men inte per distributionsland, vilket gör det svårt att bedöma om den inre marknaden har lett till minskade kostnadsskillnader mellan de nationella marknaderna.
- Kostnaderna per typ har delats upp i begränsad utsträckning (t.ex. förvaltningsavgifter) eller inte alls (t.ex. distribution, incitament). Detta beror på att det saknas detaljerade uppgifter och att man förlitar sig på enkätundersökningar som genomförts med nationella behöriga myndigheter, vilket begränsar förklaringarna till varför kostnaderna är högre i vissa hemvistländer än i andra.
- Rapporten bygger på uppgifter som är äldre än ett år. Detsamma gäller Esmas årsrapport om AIF-fonder.

²⁹ Europaparlamentets och rådets förordning (EU) nr 1286/2014 av den 26 november 2014 om faktablad för paketerade och försäkringsbaserade investeringsprodukter för icke-professionella investerare (Priip-produkter).

79 I sina metodbilagor påpekar Esma att en bedömning av prestationen och kostnaderna när det gäller investeringsprodukter inom ramen för Esmas befogenheter hindras strukturellt av att det saknas relevanta regleringsuppgifter.

- Enligt Esma beror detta på att fondföretagens fonduppgifter inte är tillgängliga på EU-nivå och att kommersiellt tillgängliga uppgifter är begränsade när det gäller detaljnivå och riktighet.
- Likaså omfattar inte regleringsuppgifterna i direktivet om AIF-förvaltare detaljerade bevis om fondkostnader.

Esma och kommissionen har ännu inte tagit fram jämförelseverktyg för icke-professionella investerare

80 Fokus har legat på att ge investerarna tillräcklig information om enskilda fonder, men det är fortfarande svårt att få en överblick över alla fonder som erbjuds och att jämföra produkter. Europaparlamentet³⁰ har efterlyst ”initiativ som är specifikt inriktade på icke-professionella investerare, inbegripet underlättande av framtagningen av oberoende webbaserade EU-verktyg för jämförelse, för att hjälpa icke-professionella investerare att välja de lämpligaste produkterna med hänsyn till risk, avkastning på investeringar och värde för deras särskilda behov”.

Grön målning utgör en allt större risk

81 Allt fler fondföretag marknadsförs som ESG-fonder, vilket skapar en risk för ”grön målning”. Förordningen om hållbarhetsupplysningar är tillämplig på investeringsfonder och syftar till att öka insynen och bekämpa grön målning. Eftersom de flesta upplysningsskyldigheterna började gälla först den 10 mars 2021 är det för tidigt att bedöma förordningens effekter. Med utgångspunkt i sitt svar på kommissionens samråd om den förnyade strategin för hållbar finansiering efterlyste Esma nyligen lagstiftningsåtgärder om ESG-betyg och bedömningsverktyg³¹.

³⁰ Europaparlamentets resolution av den 8 oktober 2020 om den fortsatta utvecklingen av kapitalmarknadsunionen: bättre tillgång till kapitalmarknadsfinansiering, särskilt för små och medelstora företag, och större möjligheter för icke-professionella investerare att delta (2020/2036(INI)).

³¹ Skrivelse från Esmas ordförande Steven Maijor till kommissionsledamot Mairead McGuinness av den 28 januari 2021, ESMA30-379-423.

82 Det saknas för närvarande lagstiftning och tillsyn när det gäller marknaden för ESG-betyg och andra bedömningsverktyg. Detta i kombination med allt högre krav på en reglering för att ta hänsyn till ESG-information ökar risken för grönmålning, felallokering av kapital och vilseledande produktförsäljning.

Esma, kommissionen och de nationella behöriga myndigheterna har bidragit till en nedåtgående trend för fondföretagens kostnader

Kostnaderna är fortfarande höga

83 Efter att ha legat på en stabilt hög nivå under flera år har fondföretagens kostnader minskat något sedan 2017. De är dock fortfarande mycket högre än för den genomsnittliga amerikanska fonden. Detta anses vanligtvis bero på att fonderna i EU är mindre till storleken (se punkt **04**) och att marknadsandelen för passiva fonder och börshandlade fonder är lägre (8,3 %). Bland annat fonder med hemvist i Luxemburg och Irland tar ut avgifter som är högre än genomsnittet³².

84 Aktivt förvaltade aktiefonder presterade något bättre än passivt förvaltade fonder sett till bruttovärde men något sämre sett till nettovärde på grund av högre kostnader. Esma konstaterade att större fonder hade lägre kostnader tack vare stordriftsfördelar i fondförvaltningen. För aktiefonder var kostnaderna i genomsnitt 1,4 % för de största fonderna och 1,8 % för de minsta fonderna.

Användningen av dolda indexfonder har minskat, men de förekommer fortfarande

85 En undersökning som Esma inledde 2019 visade att det fortfarande finns skillnader i hur begreppet "otillbörliga kostnader" tolkas inom EU och i tillsynsstrategin när det gäller kostnadsrelaterade bestämmelser. Enligt Esma³³ medför den bristande konvergensen inte bara ett utrymme för regelarbiterage och en risk för hämmad konkurrens på EU-marknaden, utan den kan också leda till skillnader i investerarskyddets omfattning beroende på var en fond har sin hemvist.

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

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

86 Dolda indexfonder är en metod där kapitalförvaltare hävdar att de förvaltar sina fonder aktivt och där syftet är att få bättre avkastning än referensindexet. I själva verket ligger de emellertid mycket nära ett referensvärde, vilket kräver en mindre insats från investeringsförvaltaren. De brukar ta ut högre förvaltningsavgifter än fonder som förvaltas passivt³⁴. En analys som Esma gjorde för fem år sedan visade att mellan 5 % och 15 % av EU:s aktiefonder som uppges vara aktivt förvaltade i själva verket kan vara indexfonder (se även [ruta 4](#)). Nyare siffror från 2020 visar att procentandelen har minskat till mellan 2 % och 6 %.

Ruta 4

Dolda indexfonder

Under 2018–2019 genomförde Irlands centralbank en tematisk översyn av dolda indexfonder³⁵ som omfattade alla irländska auktoriserade [fondföretag](#) som klassificerades som aktivt förvaltade. Några av de viktigaste iakttagelserna i översynen var följande:

- Investerarna fick inte alltid tillräcklig eller korrekt information om fondens investeringsstrategi i prospektet och faktabladet.
- Det förekom bristfällig styrning och kontroll.
- Det förekom fall där fondens avkastningsmål låg över ett index som var lägre än den avgift som togs ut, vilket innebär att en eventuell avkastning över indexet äts upp av avgiften.
- I vissa fall fanns ingen jämförelseprodukt i avsnittet om tidigare resultat i faktabladet med basfakta för investerare, vilket innebar att de som hade investerat i dessa fonder inte kunde avgöra om fonden hade ett bra värde i förhållande till sitt referensvärde.

³⁴ Uttalande från Esma, *Supervisory work on potential closet index tracking*, 2 februari 2016, ESMA/2016/165. Se även TRV nr 1/2021.

³⁵ Central Bank of Ireland, *Thematic Review of Closet Indexing* (branschbrev av den 18 juli 2019).

87 Under 2021 inledde Esma en gemensam tillsynsåtgärd om kostnader i syfte att kontrollera att fondförvaltarna 1) följer bestämmelserna om kostnadsrelaterade upplysningar när de bedriver sin affärsverksamhet med vederbörlig skicklighet, omsorg och noggrannhet och i den förvaltade fondens intresse, 2) agerar hederligt och rättvist och 3) inte tar ut otillbörliga kostnader från investerarna³⁶. Den gemensamma tillsynsåtgärden omfattar både fondföretag och AIF-fonder som marknadsförs till icke-professionella investerare och går ut på att kontrollera om förvaltarna har en prispolitik som gör det möjligt att tydligt identifiera och kvantifiera alla kostnader för fonden samt huruvida riktlinjerna tillämpas korrekt i praktiken. Resultaten förväntas vara tillgängliga i början av 2022.

EU har inte vidtagit tillräckliga åtgärder mot incitament

88 Huruvida potentiella fondinvestorer är väl skyddade och har möjlighet att välja den investering som bäst passar deras behov beror inte bara på de krav som ställs på fonder och fondförvaltare, utan också på den rådgivning de får från sina finansiella intermediärer.

89 Upp till hälften av kostnaderna utgörs av incitament som fortfarande är tillåtna i de flesta medlemsstater. I lagstiftningen³⁷ föreskrivs endast att incitament inte får ge upphov till en intressekonflikt och att kunderna måste informeras om dem. De ska utformas så att de höjer kvaliteten på den relevanta tjänsten till kunden och får inte försämra företagets förutsättningar att uppfylla sina skyldigheter att agera hederligt, rättvist och professionellt i kundernas bästa intresse. Vissa medlemsstater, till exempel Nederländerna, har infört ett förbud mot incitament, som utgör ungefär hälften av de löpande kostnaderna för många fondföretag.

90 Kommissionen påpekade i en undersökning att distributionsmodellen i Kontinentaleuropa fortfarande till stor del bygger på den provisionsbaserade ersättningsmodellen, där banker och försäkringsgivare är de vanligaste distributörerna till slutkunder³⁸. Undersökningen visar också att de nuvarande avgifterna för obligationer, aktier och blandfonder är mycket lägre i de länder som har infört förbud mot incitament. Eftersom provision är den främsta drivkraften har banker som inte vill

³⁶ Esma 34-45-970, gemensam tillsynsåtgärd om metoder för kostnader och avgifter.

³⁷ Europaparlamentets och rådets direktiv 2014/65/EU av den 15 maj 2014 om marknader för finansiella instrument.

³⁸ Europeiska kommissionen, *Distribution systems of retail investment products across the European Union - Final report*, 2018, s. 26.

marknadsföra produkter med låg avgift traditionellt valt bort passiva fonder (inklusive börshandlade fonder) som sällan betalar provision³⁹.

91 I sin rapport med teknisk rådgivning till kommissionen från mars 2020⁴⁰ intog Esma inte någon tydlig ståndpunkt om ett fullständigt förbud mot incitament för alla investeringstjänster inom Mifid. De konsumentorganisationer som vi intervjuade är för ett sådant förbud. Kommissionen undersöker nu frågan inom ramen för sin EU-strategi för icke-professionella investerare.

92 Under 2017 genomförde en privat entreprenör ett mystery shopping-uppdrag (anonyma kundbesök) för kommissionens räkning och konstaterade att icke oberoende rådgivare vid banker och försäkringsbolag i alla medlemsstater nästan uteslutande föreslog (en eller flera) egna produkter⁴¹. De flesta robotrådgivare brukar däremot föreslå börshandlade fonder. Ett mystery shopping-uppdrag som den franska behöriga myndigheten genomförde visade att man inte föreslår produkter som börshandlade fonder (eller andra investeringsfonder med lågt pris) för icke-professionella investerare, trots att dessa produkter uppenbarligen motsvarar deras investeringsbehov⁴².

Identifieringen av systemriskar behöver förbättras ytterligare

93 Systemrisk är risken för störningar i det finansiella systemet som kan ge allvarliga negativa konsekvenser för den inre marknaden och ekonomin i stort. Esma ska i samarbete med ESRB⁴³ ta fram en gemensam strategi och kriterier för att identifiera och mäta systemrisker som orsakas av centrala finansmarknadsaktörer samt ett lämpligt stresstestförfarande som gör det möjligt att utvärdera systemrisker. Finansmarknadsaktörer som utgör en systemrisk ska omfattas av skärpt tillsyn.

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

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

⁴¹ Europeiska kommissionen, *Distribution systems of retail investment products across the European Union - Final report*, 2018, s. 22.

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

⁴³ ESRB inrättades 2009 och fick ansvaret för makrotillsynen av det finansiella systemet inom EU i syfte att bidra till att förebygga eller minska systemrisker för den finansiella stabiliteten.

Bedömningen och uppföljningen av systemrisker befinner sig i ett tidigt skede

94 Varken Esma eller ESRB har gjort någon inventering av medlemsstaternas befintliga praxis för att övervaka systemrisker. Men de nationella behöriga myndigheterna är representerade i både Esmas och ESRB:s styrelse samt i tekniska arbetsgrupper.

95 Rådet för finansiell stabilitet (FSB)⁴⁴ har identifierat följande systemriskkategorier:

- Likviditetsgap mellan investeringsfonders tillgångar och inlösen villkor.
- Hävstångseffekter inom investeringsfonder.
- Operativa risker.
- Risker i samband med värdepapperslån⁴⁵.

96 Vi konstaterade att den första kategorin omfattas av Esmas riktlinjer, och övervakningen i samband med stresstestningen (se punkterna [104–106](#)) har inletts. Den andra kategorin omfattas av riktlinjer för AIF-fonder, medan risken för hävstångseffekter för fondföretag begränsas av regelverket. Esma utarbetade också ett utkast till handbok för riskanalys om AIF-fonder för nationella behöriga myndigheter. Dessutom utfärdade ESRB två rekommendationer som behandlar delar av de två första riskkategorierna⁴⁶ och drog slutsatsen att Esma på det stora hela följer dem fullt ut. ESRB:s motsvarande rekommendationer från 2017 (tidsfrist för genomförande: 31 december 2020) om lagändringar (t.ex. verktyg för likviditetshantering, likviditetsgap och fondföretagens rapportering) har ännu inte åtgärdats av kommissionen. Kommissionen informerade oss om att den skulle föreslå lagändringarna som en del av den pågående översynen av direktivet om AIF-förvaltare.

⁴⁴ FSB är ett internationellt organ som övervakar och utfärdar rekommendationer om det globala finansiella systemet.

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

⁴⁶ ESRB/2017/6 och ESRB/2020/4.

97 Den rättsliga ramen innehåller allmänna bestämmelser om riskhantering och driftskontinuitet⁴⁷. Operativa risker (bl.a. driftskontinuitet, överföring av kundtillgångar under stressade förhållanden och anseenderisk) omfattas dock inte av uppdaterade riktlinjer från Esma.

98 År 2017 rekommenderade FSB att tillsynsmyndigheterna skulle övervaka ersättningar från långivarombud för att identifiera risker eller regelarbitrage som kan inverka negativt på den finansiella stabiliteten⁴⁸. Sådana tjänster finns inte förtecknade i direktivet om AIF-förvaltare eller direktivet om fondföretag.

99 Esmas riskbedömningsarbete avseende investeringsfonder återspeglas främst i fyra centrala rapporter:

- En riskkartläggning (som offentliggörs två gånger per år).
- En rapport om trender, risker och sårbarheter.
- En årlig statistisk rapport om prestationen och kostnaderna när det gäller EU:s investeringsprodukter för icke-professionella investerare.
- En årlig statistisk rapport om EU:s alternativa investeringsfonder.

100 Esmas riskkartläggning görs med hjälp av en omfattande uppsättning indikatorer och ger en kort och koncis analys, men vi konstaterade att man inte systematiskt specificerar landsrelaterade risker som i sin tur skulle kunna användas för makrotillsyn.

101 Vi konstaterade att ESRB:s riskövervakning av finansiella institut som inte är banker ger en bra analys av investeringsfondssektorn med hjälp av metoder baserade på enhet, verksamhet och produkt för att ge en exakt uppdelning per typ av fond. Fondtyper och tillgångar delas upp per land, men inte riskerna.

⁴⁷ T.ex. artikel 57.3 i kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 (komplettering till direktivet om AIF-förvaltare) och artikel 4.3 i kommissionens direktiv 2010/43/EU om genomförandet av direktivet om fondföretag.

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

102 Vi konstaterade att en mer heltäckande bild och analysens tillförlitlighet begränsas av följande faktorer:

- En del av uppgifterna om AIF-fonder är inte tillgängliga/användbara (se punkterna [121](#) och [123](#)).
- Förseningar i användningen av penningmarknadsfonder/svårigheter att använda en del av uppgifterna som krävs enligt direktivet om AIF-förvaltare (se punkterna [111](#), [121](#) och [122](#)).

Det finns inga stresstester i tillsynssyfte, och även om arbetet har påbörjats är uppföljningen av simuleringar otillräcklig

103 Stresstester i tillsynssyfte går ut på att identifiera fonder som utgör en systemrisk och känna igen mönster för systemrisker samt se till att dessa risker minskar⁴⁹. Esma har befogenhet att i samarbete med ESRB inleda och samordna EU-omfattande stresstester för att bedöma finansmarknadsaktörernas motståndskraft mot en negativ marknadsutveckling.

104 Esma har ännu inte genomfört något stresstest för investeringsfonder men genomförde 2019 ett stresstest för att bedöma motståndskraften inom fondbranschen i EU och identifiera möjliga sårbarheter. Simuleringen gjordes på 6 600 fondföretag med fast avkastning och omfattade totalt 2 490 miljarder euro i nettoandelsvärde⁵⁰. En inlösenchock gjordes på fonderna, och marknadseffekterna simulerades. Man använde kommersiella uppgifter, eftersom Esma ansåg att uppgifterna från de nationella behöriga myndigheterna var alltför heterogena.

105 Ramen för stresstester är en bra utgångspunkt. Men det finns brister i de nuvarande verktygen, den tekniska infrastrukturen och uppgiftskvaliteten. Resultaten av stresstesten följdes inte upp systematiskt. De förmedlades till elva nationella behöriga myndigheter på frivillig basis, men endast fem av dessa valde att ha en uppföljande diskussion med Esma. En nationell behörig myndighet i en medlemsstat med en betydande fondbransch ville inte ha någon uppföljande diskussion med Esma. Inom ramen för de årliga statistiska rapporterna skickade Esma också förteckningar till de nationella behöriga myndigheterna över fonder som uppvisade risker, men det

⁴⁹ Artiklarna 22.2 och 23 i [Esmas inrättandeförordning](#).

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

gjordes ingen särskild uppföljning eller erfarenhetsåterföring av den information som lämnats.

106 I maj 2020 rekommenderade ESRB att Esma skulle ta itu med likviditetsrisken för investeringsfonder⁵¹. Esma gjorde detta i sin rapport från november 2020 och använde ramen för stresstester i samband med detta. Alla resultat delades med de nationella behöriga myndigheterna i december 2020, däribland namn på fonder som ansågs utgöra möjliga risker. Esmas personal kom sex månader senare överens med ledamöterna i ständiga portföljförvaltningskommittén (IMSC) om att rapportera om uppföljningsåtgärder som de nationella behöriga myndigheterna vidtagit, bland annat när det gäller förteckningen över fonder som utgör möjliga risker. De nationella behöriga myndigheterna var tvungna att återkomma med ett uttömmande svar till Esma i oktober 2021. Trots denna fördröjning är det en stor förbättring. Namn på enskilda fonder som ansågs utgöra möjliga risker delades inte med ESRB.

107 Konceptarbete för stresstest uppifrån och ner⁵² samt en övergripande modell som skulle återge kopplingen mellan bank-, fond- och försäkringssektorerna och ge en heltäckande bild av systemrisken har ännu inte lett till någon systematisk projektplan hos Esma. Ett sådant arbete skulle även kunna omfatta hedgefonder och fonder som inte står under tillsyn i EU⁵³ men som utgör ett hot mot det finansiella systemet.

De interna riktlinjerna för stresstester är lämpliga, men resultaten av stresstesterna används inte ändamålsenligt

108 Ett likviditetsstresstest för investeringsfonder görs för att bedöma fondernas motståndskraft mot inlösenchocker på individuell nivå eller branschnivå. Stresstester kan antingen utföras av fonderna själva (internt stresstest) eller av tillsynsmyndigheten (stresstest i tillsynssyfte). När det gäller interna stresstester skiljer sig regelverket åt för AIF-fonder, fondföretag och penningmarknadsfonder. **Figur 9** visar sambanden mellan olika typer av fonder, lagstiftning och tillhörande riktlinjer.

⁵¹ Rekommendation från ESRB om likviditetsrisker i investeringsfonder (ESRB/2020/4).

⁵² T.ex. Gourdel, Maqui och Sydow (2019), *ECB Working Paper Series nr 2323, Investment funds under stress*.

⁵³ Fonder som inte står under tillsyn i EU kan utgöra stora tillgångsklasser för investerare, däribland finansinstitut.

Figur 9 – Stresstestförfarande för AIF-fonder, penningmarknadsfonder och fondföretag

FONDTYP	Alternativa investeringsfonder (AIF-fonder) Artiklarna 15, 16, 24 och 25 i direktivet om AIF-fonder - Fonderna ska rapportera resultaten av interna stresstester till de nationella behöriga myndigheterna - De nationella behöriga myndigheterna ska ta hänsyn till den ökade systemrisken med hjälp av den information som rapporterats i enlighet med artikel 24 - Relevant information ska delas med nationella behöriga myndigheter i EU, Esma och ESRB (tillsynssamarbete) - Esma kan besluta att en AIF-fond utgör en risk för den finansiella stabiliteten och utfärda råd till den nationella behöriga myndigheten Företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag) Artikel 51 i direktivet om fondföretag, artikel 40.3 i genomförandebestämmelserna - Bestämmelser på hög nivå om riskhantering - Stresstester nämns inte särskilt Penningmarknadsfonder (MMF) Artiklarna 28 och 37 i förordningen om penningmarknadsfonder, kommissionens genomförandeförordning (EU) 2018/708 av den 17 april 2018 - Krav på att utföra regelbundna stresstester på fondnivå minst två gånger per år - Om en sårbarhet avslöjas hos penningmarknadsfonden ska en rapport utarbetas och skickas till den nationella behöriga myndigheten - Rapportering i enlighet med artikel 37 i förordningen om penningmarknadsfonder: resultat skickas till nationella behöriga myndigheter en gång per år/kvartal	RIKTLINJER	Riktlinjer för artikel 25 i direktivet om AIF-fonder - Fondförvaltarna ska identifiera de AIF-fonder som med större sannolikhet utgör risker för det finansiella systemet - Fondförvaltarna ska utvärdera de tillhörande riskerna - Rapportering till den nationella behöriga myndigheten Riktlinjer för likviditetsstresstester hos AIF-fonder och fondföretag (16 juli 2020) - Utformning av modeller för likviditetsstresstester, riskförståelse, förvaltning - Frekvens, strategier, scenarier, uppgifter - Samarbete med nationella behöriga myndigheter Riktlinje för rapportering till behöriga myndigheter i enlighet med artikel 37 i förordningen om penningmarknadsfonder - Detaljerad beskrivning av vad som ska rapporteras (uppgiftsfält), innehåller även information om stresstester Riktlinjer från 2019 och 2020 för stresstestscenarier i enlighet med förordningen om penningmarknadsfonder (19.7.2019 och 16.12.2020) - Allmänna riktlinjer för interna stresstester och ett stresstestscenario (parametrar)	RAPPORTERING	Systematisk rapportering till nationella behöriga myndigheter, ganska osystematisk rapportering till Esma Rapportering till nationella behöriga myndigheter ej systematisk, Esma ej inblandat Regelbunden rapportering till nationella behöriga myndigheter, Esma tog emot de första rapporterna i enlighet med artikel 37 först i juni 2021
---------	--	------------	---	--------------	---

Källa: Revisionsrätten.

109 Vi konstaterade att Esma utarbetade lämpliga riktlinjer för interna stresstester för både fondföretag och AIF-fonder. Hur väl (eventuella) interna stresstestresultat granskas är dock helt och hållet upp till de nationella behöriga myndigheterna, och Esma har ingen information i detta avseende. Fondföretag utför dessutom interna

stresstester, men de behöver endast rapportera till sina nationella behöriga myndigheter i händelse av väsentliga risker. De nationella behöriga myndigheterna måste då informera Esma. Detta har dock ännu inte skett. Även om Esma har tillgång till stresstestresultaten för AIF-fonder är det fondförvaltaren som avgör vilken metod som ska användas, vilket innebär att Esma inte har jämfört eller använt resultaten.

110 När det gäller penningmarknadsfonder anges i förordningen om penningmarknadsfonder att Esma ska utfärda riktlinjer med gemensamma referensparametrar för stresstestscenarier. I detta sammanhang definierade Esma en kraftig inlösenchock (en inlösennivå på 30–40 %) men följde ESRB:s beräkning av parametrar (t.ex. räntor och valutakurser) i stället för att själv fastställa nivån för dessa parametrar. Esma begärde inte någon känslighetsanalys på förhand för parametrarna för att få en bättre förståelse av riskfaktorerna. Däremot gör Esma efterhandsanalyser av parametrarnas effekt efter att ha tagit emot resultaten.

111 Med hänsyn till den rättsliga ramen sammanställs, analyseras eller rapporteras inte uppgifter från fondföretagens stresstester systematiskt, med undantag för penningmarknadsfonder. Sådana uppgifter skulle kunna användas för att utveckla stresstester i tillsynssyfte eller utfallstester av stresstesternas resultat. I fråga om penningmarknadsfonder togs de rapporterade uppgifterna emot väldigt sent, och Esma började inte analysera uppgifterna för första kvartalet 2020 – som togs emot i mitten av 2021 – förrän mot slutet av året.

Luckor och överlappningar i uppgiftsinsamlingen försvårar identifieringen av risker för den finansiella stabiliteten och investerarna

112 För en ändamålsenlig övervakning av systemrisker och risker för investerare krävs tillgång till lämpliga uppgifter. Uppgifterna måste vara tillräckligt detaljerade, av god kvalitet och jämförbara mellan länderna för att man ska kunna utföra meningsfulla riskanalyser. För att uppgiftsinsamlingen ska vara effektiv får den inte medföra onödiga bördor för branschen, och den bör tillgodose uppgiftsbehoven hos alla myndigheter som behöver tillgång till informationen för att kunna fullgöra sina uppdrag.

113 Enligt direktivet om fondföretag, direktivet om AIF-förvaltare och förordningen om penningmarknadsfonder ska fonder eller fondförvaltare rapportera uppgifter till de nationella behöriga myndigheterna. Vilken uppgiftstyp som ska rapporteras samt i

vilket format och på vilken detaljnivå det ska ske varierar dock beroende på typen av investeringsfond, och de nationella behöriga myndigheterna är inte alltid skyldiga att dela uppgifterna med Esma eller ESRB. Kraven beror på risknivån för respektive fond men också på hur gammal respektive rättsakt är. Rapporteringssystemet för penningmarknadsfonder är mer omfattande än det system som inrättats genom direktivet om AIF-förvaltare och direktivet om fondföretag. Det bygger på detaljerade uppgifter som samlas in med hjälp av internationella identifieringskoder.

Avsaknaden av ett enhetligt rapporteringssystem för fondföretag hindrar Esma från att bedöma fondernas krisberedskap och genomföra stresstester

114 I direktivet om AIF-förvaltare specificeras de rapporteringsskyldigheter som AIF-förvaltare har gentemot de behöriga myndigheterna i sina hemmedlemsstater. Här ingår kravet på att lämna uppgifter om de fonder som en viss AIF-förvaltare förvaltar, inklusive investeringsstrategier, samt om de viktigaste marknaderna, nettotillgångsvärden och portföljens likviditetsprofil⁵⁴. De nationella behöriga myndigheterna ska regelbundet dela dessa uppgifter med Esma (se *bilagan*)⁵⁵.

115 Däremot finns det för närvarande ingen enhetlig rapporteringsram för fondföretag på EU-nivå. I direktivet om fondföretag fastställs minimikrav på innehållet i vissa viktiga dokument som alla fondföretag måste utfärda, men de nationella behöriga myndigheterna får själva besluta om andra detaljer i rapporteringen. Därför varierar praxis stort mellan de nationella behöriga myndigheterna i fråga om rapporteringsfrekvens, vilka fondföretag som omfattas och vilka uppgifter som rapporteras⁵⁶, och de uppgifter som genereras är inte jämförbara.

116 Avsaknaden av detaljerade rapporteringskrav för fondföretag gjorde det svårt för Esma att utföra de analyser som behövdes för att bedöma krisberedskapen hos investeringsfonder med betydande exponering för företagsskulder och fastigheter i samband med covid-19-krisen⁵⁷. Detta har också försämrat Esmas förmåga att simulera stressförhållanden och utföra stresstester i tillsynssyfte.

⁵⁴ Artikel 24 i [direktivet om AIF-fonder](#).

⁵⁵ Artikel 25.2 i [direktivet om AIF-fonder](#).

⁵⁶ ESRB/2017/6.

⁵⁷ ESRB/2020/4.

117 I direktivet om fondföretag anges inte heller uttryckligen att de nationella behöriga myndigheterna ska dela uppgifter som samlats in för tillsynsändamål med Esma, men Esma kan begära information för att fullgöra sina uppgifter⁵⁸. Om den nationella behöriga myndigheten inte kan tillmötesgå denna begäran på ett tillfredsställande sätt kan Esma vända sig till andra nationella myndigheter, däribland nationella centralbanker och statistikmyndigheter, eller direkt till marknadsaktörerna. Enligt Esma måste en sådan uppgiftsbegäran fortfarande godkännas av tillsynsstyrelsen och görs därför endast i undantagsfall.

118 Resultaten av en enkätundersökning som Esma genomförde bland tio nationella behöriga myndigheter 2021 visar att de flesta av dessa myndigheter samlar in uppgifter om fondföretag och förvaltningsbolag för fondföretag men att rapporteringssystemen skiljer sig avsevärt åt. Eftersom det saknas direkt tillgång till och konsekvens i rapporteringen har Esma hittills inte bett dem att rapportera sådana uppgifter.

119 Esma och ESRB förlitar sig därför på andra, huvudsakligen kommersiella, uppgiftskällor för rapportering och analys av fondföretag (se [bilagan](#)). Även om fonder ofta rapporterar till kommersiella leverantörer ansåg Esma och de intressenter vi talade med att det faktum att man förlitar sig på kommersiella uppgifter innebär utmaningar när det gäller att få fullständiga data av god kvalitet.

120 ESRB rekommenderade 2017 att EU:s lagstiftare skulle ta initiativ till ett enhetligt rapporteringssystem för fondföretag⁵⁹. Denna rekommendation har dock inte genomförts. En majoritet av de nationella behöriga myndigheter och fondbolagsföreningar som vi intervjuade instämde, eller instämde helt, i att regelverket för investeringsfonder skulle gynnas av förbättrade rapporteringskrav. De föreslår att ett framtida rapporteringssystem för fondföretag anpassas till rapporteringssystemet enligt direktivet om AIF-förvaltare men att man tar hänsyn till skillnaderna mellan de två typerna av investeringsfonder.

⁵⁸ Artikel 35 i [förordning \(EU\) nr 1095/2010](#).

⁵⁹ Rekommendation D i [ESRB/2017/6](#).

Vissa grundläggande rapporteringskrav är inte obligatoriska enligt direktivet om AIF-förvaltare

121 Även om direktivet om AIF-förvaltare innehåller ett enhetligt rapporteringssystem är dess nytta begränsad eftersom det inte tvingar fondförvaltare att rapportera vissa nyckeluppgifter. I synnerhet krävs enligt direktivet och kommissionens delegerade förordning (EU) nr 231/2013 att AIF-förvaltare ska tillhandahålla identifieringskoder för juridiska personer för att identifiera sig själva och de fonder de förvaltar, medan det är frivilligt att rapportera identifieringskoder för juridiska personer på en mer detaljerad nivå (t.ex. AIF-fonders prime brokers). Enligt vägledningen ska AIF-förvaltare även tillhandahålla det internationella standardnumret för värdepapper (ISIN-koden) och andra eventuella internationella koder för den alternativa investeringsfonden, men endast om sådana finns tillgängliga.

122 Det nuvarande arrangemanget har lett till att en låg procentandel av AIF-förvaltarna och de alternativa investeringsfonderna faktiskt rapporterar gemensamma identifieringskoder, såsom identifieringskoder för juridiska personer och ISIN-koder. Däremot ligger rapporteringen av identifieringskoder för juridiska personer över genomsnittet när det gäller fonder med derivatexponeringar. Detta beror på att Emir, till skillnad från direktivet om AIF-förvaltare, direkt kräver att motparter rapporterar globala identifieringskoder och ISIN-koder. Om andelen identifieringskoder för juridiska personer och ISIN-koder var högre skulle Esma och ESRB kunna koppla samman olika uppgifter om AIF-förvaltare och AIF-fonder på ett ändamålsenligare sätt och identifiera systemriskerna⁶⁰.

De nationella centralbankerna samlar in uppgifter för statistikrapportering, men uppgifterna är inte tillgängliga för Esma eller ESRB

123 Esma har för närvarande inga uppgifter om fondföretags och AIF-fonders fondportföljer. Uppgifter på den nivån skulle dock behövas för att Esma ska kunna utföra meningsfulla riskanalyser och stresstester i tillsynssyfte som grundar sig på uppgifter som krävs enligt lag snarare än kommersiella uppgifter.

124 De nationella centralbankerna är redan skyldiga att samla in detaljerade uppgifter om investeringsfonder – däribland AIF-fonder och fondföretag, men inte

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

penningmarknadsfonder – på ett enhetligt sätt för ECB:s rapportering av statistiska uppgifter⁶¹. Här ingår detaljerade uppgifter om fonder på ISIN-nivå. Men de nationella centralbankerna tillhandahåller endast uppgifterna i aggregerad form till ECB, eftersom de föreskrifter om insynsskydd som rådet fastställde 1998 till stor del innebär att konfidentiella uppgifter som de nationella centralbankerna samlar in endast får användas till ”fullgörandet av ECBS uppgifter”⁶². Esma och ESRB har redan fått tillgång till en del av de aggregerade uppgifter som ECB samlat in, men dessa uppgifter är inte tillräckligt detaljerade för att man ska kunna övervaka systemriskerna på ett korrekt sätt.

125 Esma och ESRB har med hänvisning till rättsliga och operativa utmaningar inte fullt ut undersökt möjligheterna att få tillgång till och använda de mer detaljerade uppgifter på portföljnivå som de nationella centralbankerna samlar in (se punkt **117**). Vi noterar att de nationella centralbankerna i vissa fall också är de myndigheter som ansvarar för tillsynen av investeringsfonder.

⁶¹ Europeiska centralbankens förordning ECB/2013/38.

⁶² Artikel 8.5 i rådets förordning (EG) nr 2533/98.

Slutsatser och rekommendationer

126 Vår samlade slutsats är att EU:s åtgärder har gjort det möjligt att upprätta en inre marknad för investeringsfonder men att de ännu inte har uppnått önskat resultat, eftersom den gränsöverskridande verksamheten och fördelarna för investerare fortfarande är begränsade i praktiken. Dessutom hanteras inte tillsynen av fonder och skyddet av investerare på ett tillräckligt konsekvent och ändamålsenligt sätt.

127 Kommissionen och EU:s medlagstiftare har fastställt ambitiösa mål för en inre marknad för investeringsfonder, nämligen att möjliggöra en effektiv distribution av fonder i andra medlemsstater, säkerställa ett ändamålsenligt och liknande skydd för investerare samt skapa lika konkurrensvillkor (se punkterna [16](#) och [17](#)). Vi drar slutsatsen att kommissionen och medlagstiftarna har möjliggjort gränsöverskridande affärsverksamhet med hjälp av ”passförfarandet” men att de endast till viss del har lyckats öka antalet äkta gränsöverskridande fonder (dvs. fonder som marknadsförs i flera medlemsstater), vilket var ett centralt mål. Antalet gränsöverskridande fonder har endast ökat marginellt (se punkterna [18–21](#)).

128 Vi konstaterade att de förväntade vinsterna för investerare, såsom lägre avgifter till följd av konkurrens och innovation eller tillgång till fler produkter, inte har förverkligats. Kostnaderna är fortsatt höga och skiljer sig avsevärt från en medlemsstat till en annan (se punkt [83](#)). Dessutom råder fortfarande inte lika villkor, eftersom tillsynspraxis och tillsynsresultat varierar stort mellan medlemsstaterna och hinder för marknadstillträde kvarstår (se punkterna [22](#) och [23](#)). Vi noterar att vissa marknadsförhållanden och politiska val, såsom beskattning, lokal efterfrågan och fall där kapitalförvaltare väljer att distribuera sina investeringsfonder, inte kan åtgärdas med EU-lagstiftning.

129 Den ursprungliga utformningen av EU:s regelverk var visserligen ett steg framåt, men de upprepade översyner som gjorts efter det har inte lett till andra resultat och är kanske inte rätt verktyg för att fördjupa den inre marknaden. Kommissionen har inte genomfört någon omfattande kontroll av ändamålsenligheten i det övergripande regelverket för investeringsfonder för att bedöma i vilken utsträckning de olika målen har uppnåtts. Vi drar slutsatsen att kommissionen inte alltid kunde visa fördelarna eller ändamålsenligheten hos sina lagstiftningsinitiativ för att förbättra de befintliga reglerna. De potentiella effekterna av ny lagstiftning kan ha överskattats i konsekvensbedömningarna på förhand, och efterhandsutvärderingarna

måste vara mer grundliga (se punkterna 26–30). Slutligen följer inte kommissionens prestationsmätning de egna kriterierna (se punkt 31).

Rekommendation 1 – Bedöm om det befintliga regelverket är lämpligt för att uppnå de önskade målen

Kommissionen bör

- a) genomföra en omfattande kontroll av ändamålsenligheten i lagstiftningen om investeringsfonder, och, beroende på resultatet av denna, vidta åtgärder för att uppnå målen för den inre marknaden på ett ändamålsenligt sätt,
- b) förbättra sin prestationsmätning genom att fastställa lämpliga indikatorer.

Tidsram: Senast 2024.

130 Esma har intensifierat sina insatser för enhetlig tillsyn och till exempel skapat en ram för att identifiera och fokusera på centrala tillsynsrisker (se punkterna 40 och 41). Esma har dock svårt att använda sina verktyg på ett ändamålsenligt sätt, bland annat på grund av sin egen styrningsstruktur och sitt beroende av de nationella behöriga myndigheternas samarbete. Det är tydligt att nationella behöriga myndigheter föredrar ”icke-invasiva” konvergensverktyg (se punkterna 56 och 57).

131 Esma har främst använt förberedande verktyg såsom riktlinjer och frågor och svar. Vi konstaterade att det inte går att påvisa att dessa verktyg är ändamålsenliga eftersom Esma inte mäter effekten av alla sina konvergensåtgärder (se punkterna 42 och 43). Esma införde nyligen nya verktyg och använder dem för prioriterade områden. Myndigheten fokuserade mer på verktyg som gemensamma tillsynsåtgärder, vilka ger deltagande nationella behöriga myndigheter utrymme att dela och diskutera praxis (se punkterna 44–46). Esma har dock sällan använt sin roll som övervakare (se punkterna 42–48).

132 Till följd av detta hade Esmas insatser endast en begränsad effekt när det gällde att skapa en konsekvent och enhetlig tillsyn. Vi upptäckte fall där Esmas arbete förbättrade kvaliteten på den nationella tillsynen och minskade skillnaderna i praxis. Esma kan ännu inte visa vilka framsteg som gjorts eftersom myndigheten inte mäter sin måloppfyllelse (se punkterna 58–60). Esmas arbete har också avslöjat vissa brister i tillsynen på nationell nivå, särskilt när det gäller efterlevnadskontroll (se punkterna 61–68).

Rekommendation 2 – Öka ändamålsenligheten i Esmas konvergensarbete

Kommissionen bör

- a) överväga att föreslå ändringar av Esmas styrningsstruktur som gör det möjligt för Esma att använda sina befogenheter mer ändamålsenligt, bland annat genom att göra det obligatoriskt för nationella behöriga myndigheter att delta i Esmas konvergensarbete och ge Esmas personal den operativa ledningen.

Esma bör

- b) införa en mer strukturerad metod för att välja konvergensverktyg, förbättra uppföljningen och vid behov använda återställningsverktyg, däribland förfaranden vid överträdelser av unionsrätten,
- c) förbättra sin kapacitet att övervaka framsteg genom att kartlägga tillsynspraxis, bedöma verktygens ändamålsenlighet och se över prestationsmätningen.

Tidsram: Senast 2024.

133 Kommissionen och Esma har ökat insynen i investeringsfonder och deras risker och kostnader. De viktigaste verktygen var införandet av ett faktablad med basfakta för investerare och offentliggörandet av en årsrapport om prestation och kostnader. Det finns dock fortfarande brister i den information som lämnas till investerare, och det är alltjämt väldigt svårt för investerare att jämföra fonder (se punkterna [73–80](#)).

134 Investerarnas kostnader har långsamt minskat under de senaste åren, men investerarna är fortfarande inte tillräckligt skyddade mot otillbörliga kostnader som tas ut av fondförvaltare (t.ex. genom dolda indexfonder) eller mot partisk rådgivning från finansiella intermediärer, som fortsätter att få incitament i de flesta medlemsstater (se punkterna [83–92](#)). Dessutom saknas i stort sett lagstiftning och tillsyn när det gäller ESG-betyg (se punkterna [81](#) och [82](#)).

Rekommendation 3 – Skydda investerare bättre mot otillbörliga kostnader och vilseledande information

Kommissionen bör

- a) skydda icke-professionella investerare bättre, särskilt med hjälp av strängare regler om incitament.

Esma bör

- b) ytterligare förbättra sin analys av prestationen och kostnaderna när det gäller investeringsprodukter för icke-professionella investerare, särskilt per distributionsland och kostnadstyp,
- c) utveckla ett verktyg som gör det möjligt för investerare att få information om alla fonder som erbjuds och som uppfyller vissa kriterier samt att jämföra dessa fonders kostnader och prestation.

Tidsram: Senast 2024.

135 Esma övervakar systemrisker med hjälp av regelbunden och tillfällig extern och intern rapportering, men riskerna delas inte upp per land. Det har inte gjorts någon formell inventering av medlemsstaternas befintliga praxis för att övervaka systemrisker (se punkterna [94](#) och [99–102](#)). Rådet för finansiell stabilitet har identifierat risker med kapitalförvaltning. Esma har tagit itu med de två största riskerna, nämligen hävstångseffekter och likviditet. Lagstiftningen innehåller bestämmelser av allmän typ, men vi konstaterade att operativa risker inte omfattas av uppdaterade riktlinjer från Esma (se punkterna [95–98](#)).

136 Esma genomförde inga stresstester i tillsynssyfte trots att det föreskrevs i Esmas inrättandeförordning. Esma genomförde endast stresstester baserade på marknadsuppgifter, och det är först nu som man börjar följa upp resultaten, om än långsamt. Något konceptarbete för stresstester i tillsynssyfte har inte inletts. Vi konstaterade att Esma hade utarbetat lämpliga riktlinjer för interna stresstester. Med undantag för penningmarknadsfonder rapporteras inte uppgifter från stresstester systematiskt. De rapporterade uppgifterna har ännu inte använts för att ta fram stresstester i tillsynssyfte eller utfallstester av stresstesternas resultat (se punkterna [103–111](#)).

Rekommendation 4 – Förbättra identifieringen av systemrisker

Esma bör i samarbete med ESRB definiera vilka fondtyper som behöver stresstestas i tillsynssyfte, undersöka hur resultaten av befintliga stresstester och simuleringar kan användas mer ändamålsenligt samt utveckla en heltäckande modell som gör det möjligt att analysera inbördes kopplingar.

Tidsram: Senast 2025.

137 Det finns för närvarande inget enhetligt rapporteringssystem för företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper på EU-nivå. Detta innebär att de tillsynsuppgifter som medlemsstaternas behöriga myndigheter har samlat in inte är jämförbara. Rapporteringen om alternativa investeringsfonder är enhetlig på EU-nivå, men AIF-förvaltarna är inte skyldiga enligt rapporteringsramen att rapportera gemensamma identifieringskoder och uppgifter på portföljnivå. Otillräcklig datakvalitet, datatillgång och dataanvändning har en negativ inverkan på riskövervakningen och utförandet av tillhörande stresstester (se punkterna [112–122](#) och [102](#)).

138 Nationella centralbanker samlar redan in detaljerad information på portföljnivå om företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper och alternativa investeringsfonder för statistisk rapportering. Men de lämnar endast uppgifterna i aggregerad form till ECB, som i sin tur delar en del av uppgifterna med Esma och ESRB. Enligt sina respektive inrättandeförordningar har Esma och ESRB befogenhet att begära information från fall till fall, men de har inte använt denna befogenhet för att få tillgång till befintliga uppgifter. En sådan begäran kräver i allmänhet godkännande från deras styrelser och kanske inte lämpar sig för regelbunden övervakning av systemrisker (se punkterna [117](#), [124](#) och [125](#)).

Rekommendation 5 – Effektivisera uppgiftsinsamlingen och uppdatera rapporteringssystemen

Kommissionen bör

- a) stödja Esma och ESRB när det gäller att få tillgång till nödvändig information om fonder som är tillgänglig för nationella behöriga myndigheter och centralbanker i Eurosystemet samt föreslå ett harmoniserat rapporteringssystem för fondföretag,
- b) bedöma vilka ytterligare fonduppgifter som behövs och hur de ska samlas in för att man bättre ska kunna övervaka risker och minimera rapporteringsbördan för branschen.

Tidsram: Senast 2024.

Denna rapport antogs av revisionsrättens avdelning IV, med ledamoten Mihails Kozlovs som ordförande, i Luxemburg den 18 januari 2022.

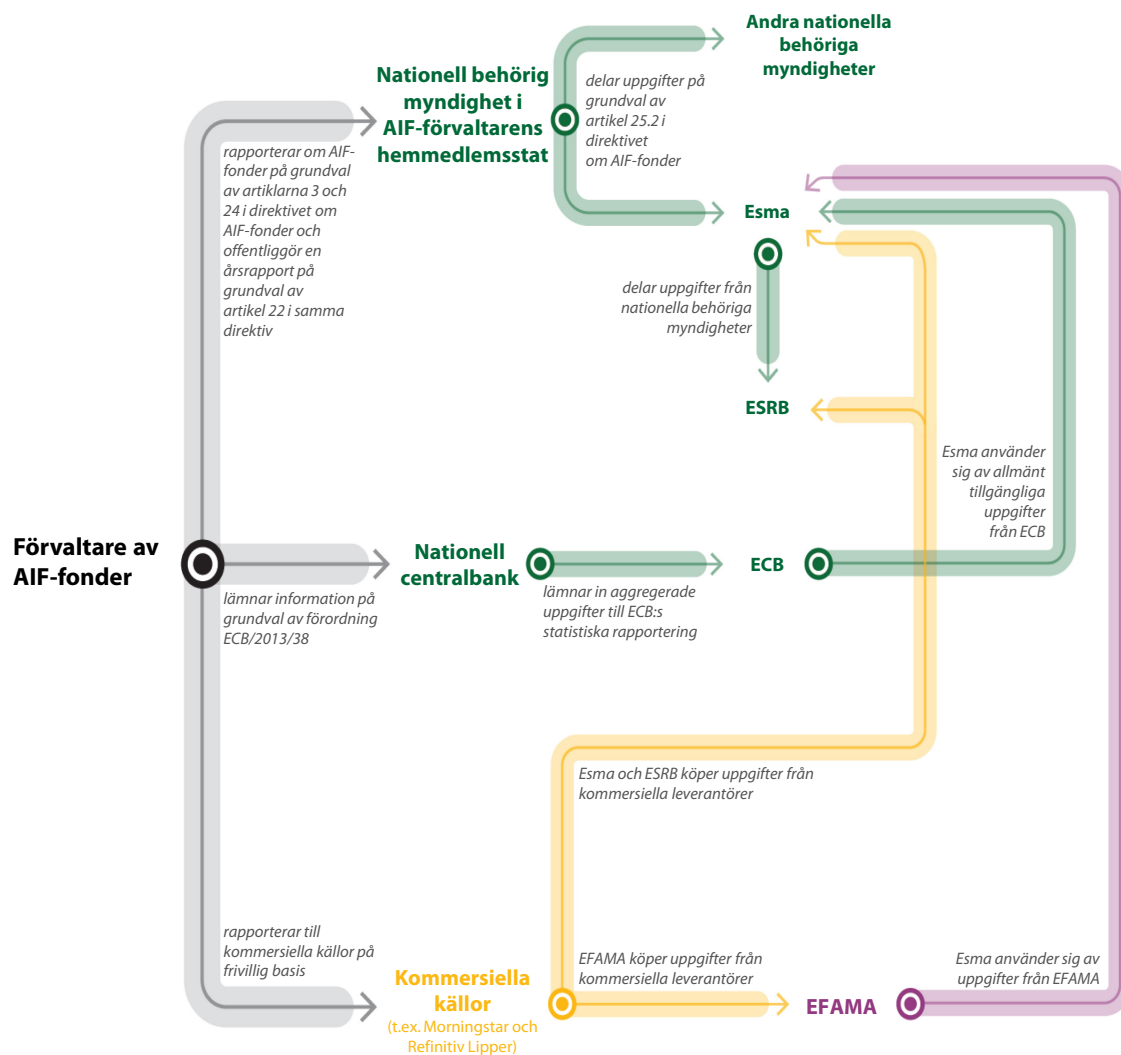
För revisionsrätten

Klaus-Heiner Lehne
ordförande

Bilaga

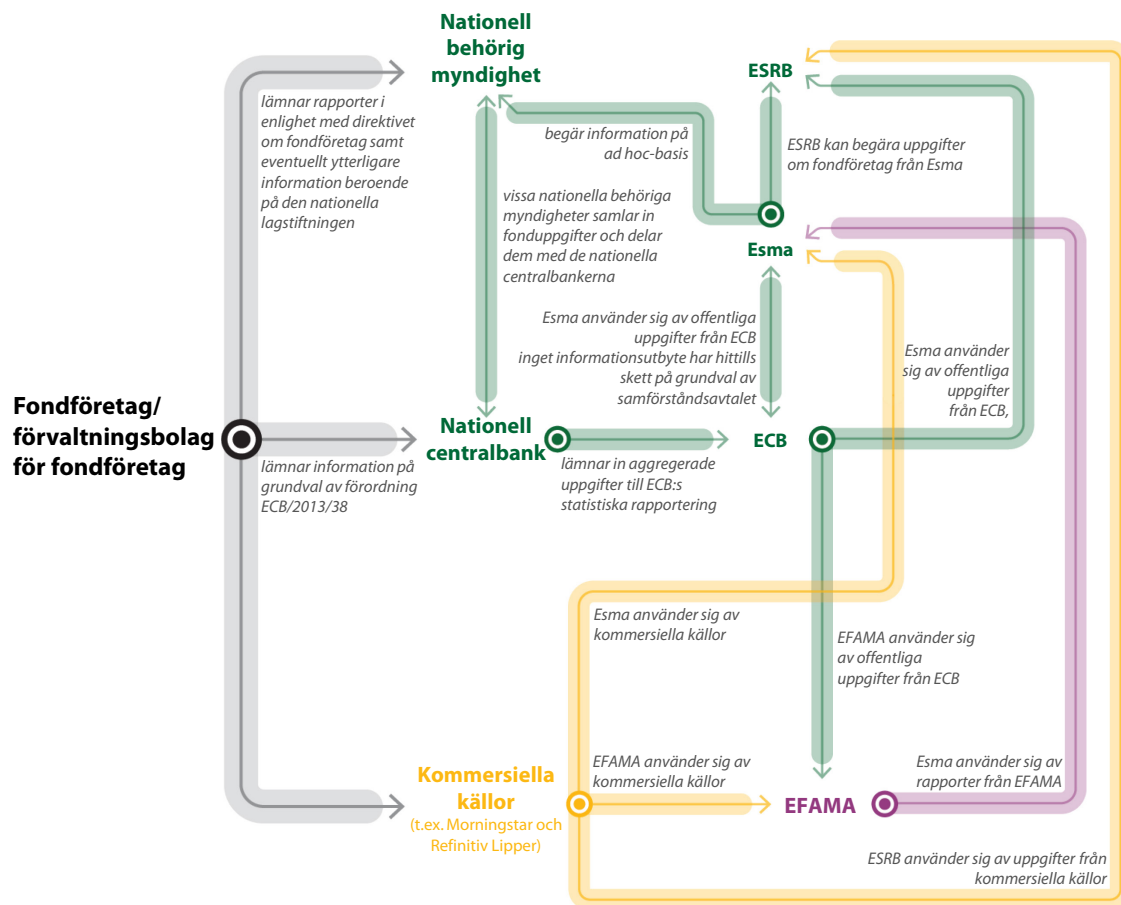
Bilaga – AIF-fonders och fondföretags insamling och spridning av information

AIF-fonders insamling och spridning av information



Källa: Revisionsrätten.

Fondföretags insamling och spridning av information



Källa: Revisionsrätten.

Akronymer och förkortningar

AIF-fond: alternativ investeringsfond.

AIF-förvaltare: förvaltare av alternativa investeringsfonder.

AMF: finansmarknadsmyndigheten i Frankrike (*Autorité des marchés financiers*).

EBA: Europeiska bankmyndigheten.

ECB: Europeiska centralbanken.

EFAMA: Europeiska fondbolagens förening.

Eiopa: Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten.

Emir: förordningen om Europas marknadsinfrastrukturer.

ESG: miljö, samhällsansvar och bolagsstyrning.

Esma: Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten.

ESRB: Europeiska systemrisknämnden.

EUF-fördraget: fördraget om Europeiska unionens funktionssätt.

fondföretag: företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper.

FSB: rådet för finansiell stabilitet.

IMF: Internationella valutafonden.

Iosco: Internationella organisationen för värdepapperstillsyn.

ISIN: internationellt standardnummer för värdepapper.

Mifid I/Mifid II: direktivet om marknader för finansiella instrument.

Mifir: förordningen om marknader för finansiella instrument.

NAV: nettoandelsvärde.

Priip-produkter: paketerad och försäkringsbaserad investeringsprodukt för icke-professionella investerare.

Ordförklaringar

alternativ investeringsfond (AIF): alla investeringsfonder som inte omfattas av EU:s direktiv om fondföretag utan i stället omfattas av direktivet om förvaltare av alternativa investeringsfonder; detta inbegriper hedgefonder, riskkapital, riskkapitalfonder och fastighetsfonder.

börshandlad fond: en typ av värdepapper som följer utvecklingen av ett [index](#), en bransch, en råvara eller andra tillgångar men som kan köpas eller säljas på en fondbörs.

de europeiska tillsynsmyndigheterna: den kollektiva benämningen på de tre organ som ansvarar för tillsynen av finanssektorn, nämligen Europeiska bankmyndigheten, Europeiska försäkrings- och tjänstepensionsmyndigheten och Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten.

delegeringsarrangemang: arrangemang där vissa funktioner inte utförs av den godkända enheten själv och därför är föremål för delegationsövervakning; att använda delegeringsarrangemang kan vara ett effektivt sätt att utföra vissa funktioner eller verksamheter; sådana arrangemang är dock inte riskfria och måste kontrolleras på lämpligt sätt.

direktivet om marknader för finansiella instrument (Mifid-direktivet): EU:s rättsliga ram för att reglera finansmarknader och förbättra investerarskyddet; det ursprungliga direktivet ersattes av Mifid II 2018.

enhetlig tillsyn: enhetlig tillsyn av tillsynspraxis och utfall beskriver processen där man verkar för att de nationella behöriga myndigheterna i hela EU genomför och tillämpar harmoniserade men inte enhetliga regler på ett konsekvent och ändamålsenligt sätt; "enhetlig" innebär inte en universallösning, utan det övergripande målet är att sträva efter jämförbara reglerings- och tillsynsresultat.

enhetligt regelverk: en uppsättning rättsakter som alla finansinstitut i EU måste efterleva.

Europeiska bankmyndigheten (EBA): ett tillsynsorgan i EU som ska sörja för ändamålsenlig och enhetlig reglering och tillsyn inom den europeiska banksektorn; det har bland annat i uppdrag att inleda och samordna stresstest för EU:s finanssektor; EBA fastställer även relevanta standarder.

Europeiska värdepappers- och marknadsmyndigheten (Esma): ett tillsynsorgan i EU som hjälper till att skydda stabiliteten i EU:s finansiella system genom att stärka

skyddet för investerare och främja stabila och korrekt fungerande finansiella marknader; det har bland annat i uppdrag att främja enhetlig tillsyn bland medlemsstaternas nationella behöriga myndigheter med ansvar för tillsyn av värdepapper och kapitalmarknader.

finansiell intermediär: en enhet som fungerar som en länk mellan fondförvaltaren inom ett finansiellt instrument och slutmottagarna.

fondförvaltare: ett organ eller en person som ansvarar för att genomföra en investeringsstrategi och förvalta en investeringsportfölj för ett finansiellt instrument.

företag för kollektiva investeringar i överlåtbara värdepapper (fondföretag): ett investeringsinstrument som samlar investerares kapital och investerar det kollektivt genom en portfölj med finansiella instrument såsom aktier, obligationer och andra värdepapper; fondföretag omfattas av ett EU-direktiv och kan distribueras offentligt till icke-professionella investerare i hela EU efter att ha blivit auktoriserat i en enda medlemsstat.

förvaltningspass: ett intyg som gör det möjligt för ett förvaltningsbolag för fondföretag eller en förvaltare av AIF-fonder (AIF-förvaltare) som har auktoriserats i en medlemsstat att bedriva sin verksamhet i andra EU-medlemsstater, antingen i enlighet med friheten att tillhandahålla tjänster eller genom att etablera en filial; sådan gränsöverskridande verksamhet omfattas av ett anmälningsförfarande mellan de nationella behöriga myndigheterna i de berörda medlemsstaterna, men fondförvaltaren behöver inte genomgå något ytterligare auktoriseringsförfarande.

grön målning: ett förfaringsätt som innebär att företag försöker skapa en bild av att deras produkter är mer miljövänliga än vad de faktiskt är, till exempel genom vilseledande information.

hedgefond: en typ av AIF-fond där syftet är att ge en positiv avkastning genom att man använder flexiblare investeringsstrategier, ofta med hjälp av hävstångseffekter (dvs. att man lånar för att öka såväl investeringsexponeringen som risken), blankning och andra spekulativa investeringsmetoder som sällan används av andra typer av fonder.

incitament: betalningar till en tredje part för tillhandahållande av tjänster.

införlivande av EU-lagstiftning: det förfarande genom vilket EU:s medlemsstater införlivar EU-direktiv i sin nationella lagstiftning för att göra deras mål, krav och tidsfrister direkt tillämpliga.

inlösen: utbyte av fonder mot pengar.

Iosco-principerna: principer som fastställts av Internationella organisationen för värdepapperstillsyn (Iosco); de bygger på tre mål för regleringen av värdepapper, nämligen att skydda investerare, säkerställa rättvisa, effektiva och transparenta marknader samt minska systemrisker.

konsekvensbedömning: en analys (på förhand) av de sannolika effekterna eller (i efterhand) av de faktiska effekterna av ett politiskt initiativ eller en annan åtgärd.

kontroll av ändamålsenligheten: en utvärdering för att identifiera eventuella överlappningar, luckor, inkonsekvenser eller föråldrade åtgärder i regelverket för ett politikområde.

kontroll av överensstämmelse: en kontroll av att de relevanta bestämmelserna i ett EU-direktiv har återspeglats på ett korrekt sätt i de nationella genomförandeåtgärderna.

kritisk prestationsindikator: ett kvantifierbart mått som visar prestationen i förhållande till de viktigaste målen.

marknadsföringspass: ett intyg som gör det möjligt för fondföretag eller AIF-fonder som har auktoriserats av den nationella behöriga myndigheten i en EU-medlemsstat att marknadsföras i andra EU-medlemsstater över gränserna utan att det krävs en auktorisering från de nationella behöriga myndigheterna i värdmedlemsstaten; marknadsföringspasset för fondföretag gör det möjligt att marknadsföra fondföretag till icke-professionella och institutionella investerare, medan marknadsföringspasset för AIF-fonder endast gäller för marknadsföring till professionella investerare; i likhet med förvaltningspasset ersätts auktoriseringen av ett anmälningsförfarande mellan de nationella behöriga myndigheterna i olika EU-medlemsstater.

mystery shopping: en forskningsmetod som används anonymt av nationella behöriga myndigheter eller marknadsundersökningsföretag som anlitas av dessa för att mäta kvaliteten på den service som erbjuds kunderna och/eller samla information om finansiella produkter och tjänster och om hur finansiella intermediärer behandlar kunder.

nationell behörig myndighet: ett nationellt organ som ansvarar för tillsynen av bank- och/eller värdepappersmarknaden.

penningmarknadsfonder: fonder som investerar i kortfristiga skulder.

stresstest i tillsynssyfte: ett stresstest som utförs av tillsynsmyndigheten.

stresstest: en simulering för att bedöma ett finansinstituts förmåga att stå emot olika krisscenarier.

systemrisk: risken för störningar i det finansiella systemet som kan ha allvarliga negativa konsekvenser för den inre marknaden och ekonomin i stort.

äkta gränsöverskridande fond: en fond som marknadsförs i minst tre respektive fem länder.

överträdelseförfarande: ett förfarande som innebär att kommissionen vidtar åtgärder mot en EU-medlemsstat som inte uppfyller sina skyldigheter enligt EU-rätten.

Kommissionens och Esmas svar

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

Tidslinje

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

Vi som arbetat med revisionen

I våra särskilda rapporter redovisar vi resultatet av våra revisioner av EU:s politik och program eller av förvaltningsteman som är kopplade till specifika budgetområden. För att uppnå så stor effekt som möjligt väljer vi ut och utformar granskningsuppgifterna med hänsyn till riskerna när det gäller prestation eller regelefterlevnad, storleken på de aktuella intäkterna eller kostnaderna, framtida utveckling och politiskt intresse och allmänintresse.

Denna effektivitetsrevision utfördes av revisionsrättens avdelning IV marknadsreglering och en konkurrenskraftig ekonomi, där ledamoten Mihails Kozlovs är ordförande. Revisionsarbetet leddes av ledamoten Rimantas Šadžius med stöd av Mindaugas Pakštys (kanslichef), Matthias Blaas (attaché), Ioanna Metaxopoulou (direktör), Paul Stafford (förstachef), Eddy Struyvelt (uppgiftsansvarig) och Jörg Genner, Mirko Gottmann, Helmut Kern, Anna Ludwikowska och Nadiya Sultan (revisorer). Mark Smith gav språkligt stöd.



Rimantas Šadžius



Ioanna Metaxopoulou



Mindaugas Pakštys



Matthias Blaas



Paul Stafford



Eddy Struyvelt



Mirko Gottmann



Helmut Kern



Anna Ludwikowska



Nadiya Sultan

UPPHOVSRÄTT

© Europeiska unionen, 2022.

Europeiska revisionsrättens policy för vidareutnyttjande av handlingar tillämpas genom [Europeiska revisionsrättens beslut nr 6-2019](#) om öppen datapolitik och vidareutnyttjande av handlingar.

Om inget annat anges (t.ex. i enskilda meddelanden om upphovsrätt) omfattas revisionsrättens innehåll som ägs av EU av den internationella licensen [Creative Commons Erkännande 4.0 Internationell \(CC BY 4.0\)](#). Det innebär att vidareutnyttjande är tillåtet under förutsättning att ursprunget anges korrekt och att det framgår om ändringar har gjorts. Vidareutnyttjas materialet får handlingarnas ursprungliga betydelse eller budskap inte förvanskas. Revisionsrätten bär inte ansvaret för eventuella konsekvenser av vidareutnyttjande.

När enskilda privatpersoner kan identifieras i ett specifikt sammanhang, exempelvis på bilder av revisionsrättens personal, eller om verk av tredje part används, måste tillstånd inhämtas med avseende på de ytterligare rättigheterna. Om tillstånd beviljas upphävs och ersätts det allmänna godkännande som nämns ovan, och eventuella begränsningar av materialets användning måste tydligt anges.

För användning eller återgivning av innehåll som inte ägs av EU kan tillstånd behöva inhämtas direkt från upphovsrättsinnehavarna.

Programvara eller handlingar som omfattas av immateriella rättigheter, till exempel patent, varumärkesskydd, mönsterskydd samt upphovsrätt till logotyper eller namn, omfattas inte av revisionsrättens policy för vidareutnyttjande eller av licensen.

EU-institutionernas webbplatser inom domänen europa.eu innehåller länkar till webbplatser utanför den domänen. Eftersom revisionsrätten inte har någon kontroll över dem uppmanas du att ta reda på vilken integritets- och upphovsrättspolicy de tillämpar.

Användning av Europeiska revisionsrättens logotyp

Europeiska revisionsrättens logotyp får inte användas utan Europeiska revisionsrättens förhandsgodkännande.

PDF	ISBN 978-92-847-7525-5	ISSN 1977-5830	doi:10.2865/301	QJ-AB-22-029-SV-N
HTML	ISBN 978-92-847-7518-7	ISSN 1977-5830	doi:10.2865/633090	QJ-AB-22-029-SV-Q

Investeringsfonder spelar en viktig roll i den europeiska kapitalmarknadsunionen och hjälper investerare att fördela sitt kapital på ett effektivt sätt. Vi bedömde regelverkets lämplighet samt EU:s insatser för att skapa likadan och ändamålsenlig tillsyn i samtliga medlemsstater och dess arbete för investerarskydd och finansiell stabilitet.

Vi konstaterade att EU:s åtgärder har gjort det möjligt att upprätta en inre marknad för investeringsfonder men att de ännu inte har uppnått önskade resultat, eftersom den gränsöverskridande verksamheten och fördelarna för investerarna fortfarande är begränsade i praktiken. Tillsynen av fonder och skyddet av investerare hanteras inte på ett tillräckligt konsekvent och ändamålsenligt sätt. Vi rekommenderar en översyn av den rättsliga ramen, ett ändamålsenligare konvergensarbete, ett bättre investerarskydd och en effektivare rapporteringsram.

Revisionsrättens särskilda rapport i enlighet med artikel 287.4 andra stycket i EUF-fördraget.



EUROPEISKA
REVISIONSRÄTTEN



Europeiska unionens
publikationsbyrå

EUROPEISKA REVISIONSRÄTTEN
12, rue Alcide De Gasperi
1615 Luxemburg
LUXEMBURG

Tfn +352 4398-1

Frågor: eca.europa.eu/sv/Pages/ContactForm.aspx
Webbplats: eca.europa.eu
Twitter: @EUAuditors