

---

Beretning afgivet af Europaudvalget den 30. maj 2008

## Beretning

om

### et dansk udspil til EU-regulering af kapital- og hedgefonde

Et *flertal* i udvalget (S, DF, SF, RV og EL) finder, at kapital og hedgefonde gennem de sidste 5 år er vokset kraftigt med vækstrater på 30-50 pct. om året. Sammen med investeringsbankerne er deres indflydelse og betydning i den samlede finansielle aktivitet nu så omfattende, at de påvirker mere end halvdelen af de globale finanstransaktioner. Også i Danmark har disse fondes aktiviteter været følelige. Store danske virksomheder – private og offentlige – er blevet købt (undertiden for virksomhedens egne penge) og systematisk gældsat. Regeringen og Folketinget har forsøgt at forhindre de værste skattemæssige virkninger af disse virksomhedsopkøb, men det er tydeligt, at der trænges til en international regulering. Et første og vigtigt skridt er en effektiv regulering på EU niveau – ligesom der i forvejen eksisterer EU-regler for andre former for finansielle institutioner og selskaber. Ligeledes kan EU initiativer – ud over den interne regulering – for mere globale regler være værd at overveje.

Et åbenbart problem er den mangel på åbenhed, der omgærder disse kapital- og hedgefonde. Derfor fremgår det også af den europapolitiske aftale af 21. februar 2008, at »[på] det indre finansmarked er det af hensyn til lige konkurrencevilkår nødvendigt, at der stilles EU-krav om åbenhed til kapital- og hedgefonde, som svarer til de krav, der gælder for andre selskabsformer og investeringsforeninger«, som alle folketingets partier har tilsluttet sig.

Men der er andre problemer ved den manglende EU-regulering af kapital- og hedgefonde. For at sikre en bredere belysning af problemerne og mulige løsninger indbød Europaudvalget fhv. statsminister Poul Nyrup Rasmussen, der i Europa-Parlamentet er hovedforfatter til en initiativrapport i Parlamentets økonomiudvalg om kapital- og hedgefonde, til en høring i Europaudvalget.

Høringen med Poul Nyrup Rasmussen fandt sted den 11. april 2008. I den forbindelse bad Europaudvalget Poul Nyrup Rasmussen om at nedskrive hans forslag til en bedre EU-regulering på området og sende dem til Europaudvalget. Europaudvalget modtog Poul Nyrup Rasmussens skriftlige bidrag den 7. maj 2008, og bidraget er optrykt som bilag til denne beretning.

På den baggrund skal flertallet opfordre regeringen til inden den 1. oktober 2008 – under inspiration af de i bilaget stillede forslag og efter forhandling med partierne – at udforme et konkret dansk indspil om en EU-regulering af kapital- og hedgefonde, som skal stiles til de relevante institutioner i EU. Formålet er et bredt funderet dansk udspil i lighed med det danske memorandum om EU's fremtidige energipolitik fra efteråret 2006.

Et *mindretal* i udvalget (V og KF) kan ikke stemme for forslaget til beretning, idet Venstres og De Konservatives medlemmer af udvalget finder, at kapital- og hedgefondes aktiviteter internationalt har været voksende gennem en årrække, og også i Danmark har disse fonde været følelige gennem virksomhedsopkøb, jf. bl.a. Økonomi- og Erhvervsministeriets rapport »Kapitalfonde i Danmark«. Regeringen og Folketinget har med erhvervsskattepakken fra 2007 taget hånd om de skattemæssige virkninger af disse virksomhedsopkøb, men der kan fortsat være behov for EU- og international regulering, der tager hensyn til, at vi befinder os i en globaliseret verden. I nogle tilfælde er det mest

hensigtsmæssigt med internationale regler, idet ren EU-regulering kan stille europæiske økonomier konkurrencemæssigt dårligere, uden at reguleringen vil have den ønskede effekt på fondene.

Det er vigtigt, at der skabes øget åbenhed om kapital- og hedgefondenes aktiviteter. Derfor fremgår det også af den europapolitiske aftale af 21. februar 2008, at »[på] det indre finansmarked er det af hensyn til lige konkurrencevilkår nødvendigt, at der stilles EU-krav om åbenhed til kapital- og hedgefonde, som svarer til de krav, der gælder for andre selskabsformer og investeringsforeninger.« Men der kan også være andre problemer ved den manglende internationale regulering af kapital- og hedgefonde. På den baggrund opfordres regeringen til at indgå forhandlinger med partierne med henblik på at udforme et konkret dansk indspil vedrørende EU- og international regulering af kapital- og hedgefonde, som bl.a. kan stiles til de relevante EU's institutioner.

*Enhedslisten*s medlem af udvalget tilslutter sig flertallets forslag til beretning om et dansk udspil til EU-regulering af kapital- og hedgefonde, men har herudover nedenstående bemærkninger:

Problemets kerne ligger i den måde, globaliseringen har udviklet sig på, ikke mindst retten til, at kapitalen kan flytte sig frit hen over grænserne. Hver dag skifter uanede milliarder af kroner ejer. Der spekuleres som aldrig før, uden andet formål, end at nogle ejere mener, at de på den måde kan score et overskud. For den reale økonomi er denne trafik kun til skade, akkurat som vi ser det lige nu, hvor spekulationer på det amerikanske boligmarked har udløst en international finansiel krise.

Derfor skal der gøres op med tanken om, at kapitalens frie bevægelighed er vejen til udvikling og rigdom. Den frie bevægelighed er kun til fordel for spekulanter og skattesnydere. Almindelige borgere og folk, der gerne vil investere i virksomheder og finansiere køb og salg af varer, kan sagtens leve med de gamle regler, hvor der var indsigt i og kontrol med, af hvem og med hvilket formål store summer blev flyttet over grænserne. Kontrol med kapitalbevægelserne vil give demokratiet mere indsigt og mulighed for indflydelse.

Enhedslisten vil også pege på forslaget om en Tobinskat, en lille afgift på transaktioner på de finansielle markeder. Det vil begrænse spekulationer, men være uden betydning for bevægelser, der dækker over reale transaktioner. Der skal desuden gribes ind over for skattely, så fondene ikke kan bruge dem til at hvidvaske deres penge. Her skal der gribes langt kraftigere ind. Lande og områder, der vil opretholde muligheder for skattespekulation, må udelukkes af det internationale banksystem.

Enhedslisten er enig i, at EU skal vedtage indgreb mod kapitalfondene, men uden et opgør med EU's grundlov om kapitalens frie bevægelighed vil fondene bare finde nye veje til hurtige fortjenester. Der er brug for at ændre den liberalistiske filosofi, der i dag er dominerende i EU og i det globale økonomiske system.

P.u.v.

SVEND AUKEN

Formand

### **Forslag til et dansk-europæisk initiativ**

Gennem en række rapporter fra Den Internationale Valutafond, Den Europæiske Investeringsbank, Det Finansielle Stabilitetsforum og en række uafhængige studier og analyser er der gennem de senere år påvist stigende problemer på finansmarkedet som følge af kapital- og hedgefondes lånefinansierede aktiviteter.

Erhvervsministeriets analyse af kapitalfondes opkøb i Danmark tegner tilsyneladende et andet billede, men rapporten er desværre behæftet med en række systematiske metodefejl:

- De forskellige fonde blandes sammen: Der skelnes ikke mellem venturekapital og lånefinansierede opkøb.
- Der skelnes ikke mellem »organisk vækst« og »merger-vækst« som følge af sammenslutninger med andre virksomheder.
- En række andre metodeproblemer er påvist af bl.a. Arbejderbevægelsens Erhvervsråd.

Rapportens analyse omfatter desuden kun opkøb frem til og med 2002, netop det år, hvor de lånefinansierede opkøb for alvor går i gang i Europa!

Længe før den aktuelle finanskriser har de uafhængige vurderinger og en lang række case studies af virksomheder i Europa og USA opkøbt af kapitalfonde skabt stigende bekymring over konsekvenserne for virksomhedernes beskæftigelse og langsigtede konkurrenceevne og investeringer.

På G7-topmøder og drøftelser i Økofin og Europa-Parlamentet og en række høringer i bl.a. Underhuset i UK og Kongressen (finanskomiteen) i USA er der igangsat en række analyser og overvejelser, der især drejer sig om systemiske risici for nye finanskriser, mangelen på gennemsigtighed, begrænsning af ekstra gældsætning, virksomhedernes investeringsbehov og konkurrenceevne samt risikoen for interessekonflikter.

Europas behov for et velfungerende finansmarked med omkostningseffektivt, gennemsigtigt og langsigtet finansieringskapacitet er åbenlys, især på grundlag af Lissabonmålsætningen fra år 2000 om at gøre Europa til »Den mest konkurrencedygtige og dynamiske vidensbaserede økonomi i verden, der er i stand til at skabe en bæredygtig økonomisk vækst, flere og bedre job og større social sammenhængskraft.«

Gennem de seneste 5 år er kapital- og hedgefondsektoren vokset enormt med vækstrater på 30-50 pct. om året. Baggrunden har især været en massiv global likviditet og historisk lav rente på finansmarkedet, indtil krisen slog igennem i august 2007.

Kapital- og hedgefondindustrien udgør i dag ikke længere en »niche«. Sammen med investeringsbankerne er deres indflydelse og betydning i den samlede finansielle aktivitet nu så omfattende, at de påvirker mere end halvdelen af de globale finanstransaktioner.

Kapitalfondenes lånefinansierede opkøb af private virksomheder frem til august 2007 oversteg den samlede årlige nyintroduktion af børsnoterede virksomheder på verdens fondsbørser.

Den aktuelle globale finanskriser blev udløst af det amerikanske såkaldte subprime-sammenbrud på boligmarkedet (dårlige pantebrevslån). Men finanskrisen har samtidig vist, hvor intenst den gensidige afhængighed og forbundethed er blandt de centrale aktører på finansmarkedet, og den bredte sig så hurtigt og omfattende til resten af verden, fordi der de forudgående 5 år var opbygget en reel, hidtil uset finansboble på det globale finansmarked.

---

Finanskrisen og de deraf følgende stærke stramninger på kreditmarkederne og stigende renter på de dårlige, komplekse og ugenomsigtige lånepakker (kreditderivater) har også afdækket en betydelig sårbarhed hos de virksomheder, der har været eller er opkøbt af de lånefinansierede kapitalfonde: En analyse fra Nottingham University påviser, at 106 af i alt 400 kapitalfondejede virksomheder i 2007 er gået konkurs som følge af den ekstreme gældsbyrde, kapitalfondene har pålagt dem via deres værdiudtræk.

Dertil kommer en række indbyggede tendenser til interessekonflikter og spekulationsadfærd for hedgefonde, især gennem øget lånoptagelse, som har bidraget til at forstærke kreditkrisen.

Den eksplosive stigning i de såkaldte kreditderivater på det globale finansmarked har været en af hovedkanalerne for den verdensomspændende spredning af kreditkrisen.

Det indbyggede dilemma i den globale økonomi er kommet klart til udtryk under finanskrisen og de forudgående 5 økonomisk fremgangsrige år: Den massive, rigelige globale likviditet og kreditadgang har – sammen med den historisk lave rente – bidraget til at opnå den høje realøkonomiske vækst i årene 2002-2007. Men dette finansielle miljø har samtidig været ideelt for kapital- og hedgefondenes enorme vækst og omfattende brug af ekstrem gældsætning for at opnå maksimalt kortsigtet afkast.

Med andre ord: Ideelle betingelser på finansmarkedet for den reale vækst i virksomheder og job skaber samtidig grundlag for opbygning af en ny finansboble, der underminerer fremgangen i realøkonomien! Det er dilemmaet, som nu, ifølge IMF, har resulteret i den største finanskrisen siden anden verdenskrig. Og nu nedjusteres den økonomiske vækst – ikke blot i USA, men også i EU og i den globale økonomi.

I samfundets, virksomhedernes og medarbejdernes samt investorernes, dvs. pensionsopsparenes, interesse er der behov for en ny regulering og lovgivning såvel i de enkelte medlemslande som i EU og USA og i det globale samfund, men Europa bør tage initiativet.

I den dansk-europæiske aftale af 21. februar 2008 hedder det: »På det indre finansmarked er det af hensyn til lige konkurrencevilkår nødvendigt, at der stilles EU-krav om åbenhed til kapital- og hedgefonde, som svarer til de krav, der gælder for andre selskabsformer og investeringsforeninger.«

På baggrund af de betydelige finansielle risici, den reale økonomi i dag udsættes for – og kapital- og hedgefondenes dominerende position på finansmarkedet – er det svært at se nogen forsvarlig begrundelse for, at disse aktører fortsat skal holdes helt uden for en fælles regulering. Derfor er der brug for en sammenhængende indsats og et dansk-europæisk initiativ. Det handler ikke om at afskaffe kapital- eller hedgefonde, det drejer sig om at ændre adfærd og begrænse tendenserne til ekstrem gældsætning, markedsmisbrug og nye finansielle risici for stabiliteten.

Det haster med at komme i gang med udformningen af nye regler for hele finansmarkedet inklusive kapital- og hedgefonde. Et dansk-europæisk initiativ vil være særdeles velvalgt: Behovet er erkendt – hos mange virksomheder og af medarbejdere i Danmark og Europa forventes det, at der bliver taget fat om problemerne.

På europæisk plan bør der iværksættes en sammenhængende helhedsregulering, som sikrer en både fair og konkurrenceneutral adfærdsændring for de lånefinansierede kapitalfonde og hedgefonde m.fl. Det vil samtidig være et væsentligt bidrag til at begrænse – helst eliminere – omfattende skadelige virkninger for samfundet i forbindelse med fremtidige finanskriser.

De centrale spørgsmål, som et dansk initiativ til europæisk regulering af kapitalfonde og hedgefonde bør fokusere på, er:

- Ny åbenhed og gennemsigtighed på linje med alle andre aktører på finansmarkedet.
- Et stærkere finansilsyn, som kan sikre gennemsigtighed og omkostningseffektivitet og foregribe/begrænse fremtidige finanskriser.
- Sikring af virksomhedernes langsigtede udvikling og lønmodtagernes rettigheder.
- Begrænsning af interessekonflikter og markedsmissbrug.

Det er vigtigt, at initiativet har karakter af en sammenhængende indsats, som også omfatter de finansielle aktører (investeringsbanker), som kapital- og hedgefondene opererer og handler med på finansmarkedet. I modsat fald kan der forudses nye omgørelser og skævvridninger.

## **I. Ny åbenhed, gennemsigtighed og informationspligt for alle**

Kapital- og hedgefonde udgør nu så vigtig en del af finansmarkedet i Europa – det indre finansmarked – at der af hensyn til lige konkurrence bør stilles de samme krav om åbenhed som til alle andre aktører (jf. også »Europapolitisk aftale« af 21. februar 2008). Konkret kan dette opnås gennem følgende initiativ:

### *1. EU-registrering og godkendelse/autorisation af kapital- og hedgefondes managementselskaber*

For at sikre et velfungerede indre finansmarked i EU baseret på gennemsigtig og lige konkurrence bør Kommissionen etablere en fælles ramme (direktiv) for registrering og autorisation af de selskabsenheder (kommanditselskaber m.fl.), der kontrollerer kapital- og hedgefondes investeringer, dvs. managementselskaberne. En autorisation vil give adgang til hele EU's finansmarked. Men for at opnå godkendelse skal managementselskabet oplyse følgende:

- Navn og hjemsted for de fonde, de kontrollerer.
- Identitet på fondenes bestyrere.
- Selskabets indtjening og bonusordninger.
- Aflønning af direktører og andre personer med investeringsansvar.
- Relationer til prime brokers (investeringsbanker).

### *2. Bedre beskyttelse af institutionelle investorer (pensionskasser og pensionsselskaber)*

På linje med en ny EU-autorisation af managementselskaberne, jf. punkt 1, bør Kommissionen etablere et direktiv for notifikation, dvs. godkendelse, af kapitalfonde og hedgefonde, som vil operere i EU.

En sådan autorisation vil give fondene adgang til hele EU's indre finansmarked og dermed til potentielle professionelle investorer, inklusive pensionskasser og pensionsselskaber m.fl. For at opnå godkendelse, inklusive fordelene hermed, skal kapital- og hedgefondene oplyse følgende:

- Den generelle investeringsstrategi og låntagning/gældseksposering.
- Samlede fees/gebyrer samt fordelingen af disse (herunder aktieoptioner tilbudt til medarbejdere).
- Komplet oversigt over fondens størrelse samt indskydere i fonden.
- Hittidige afkast.
- Risikohåndteringssystem samt opgørelsesmetode for den samlede portefølje.
- Information om fondens administrator.
- Oversigt over, hvor stor en del af fondens investeringskapital selskabet/manageren af fonden selv har bidraget med.

I dag gælder 27 højst forskellige nationale regler for adgang til det nationale marked. Den fælles autorisation for managementselskaber og fonde (jf. punkt 1 og 2) vil også omfatte offshorefonde,

der driver forretning i EU. Ingen kapitalfonde vil få mulighed for at operere uden passende registrering og autorisation. Professionelle investorer inkl. pensionselskaberne vil være interesserede i ordnede, gennemsigtige forhold – registrering vil også fremme mindre kapitalfondes, inkl. venturefondenes, muligheder for at rejse kapitalindskud.

### *3. Relevant information til pensionselskaber m.fl.*

Europa-Kommissionen og tilsynsmyndighederne må derudover sikre, at indskyderne/investorerne i kapitalfondene, dvs. pensionselskaber m.fl., sikres, at de ikke blot får masser af information, men også relevant og sammenlignelig information, svarende til f.eks. det forenkede prospekt for UCITS (jf. annekset).

### *4. Stop for kapitalfondens »misbrug« af kommanditselskabsformen*

Kommanditselskaber var oprindeligt tænkt som en egnet selskabsform for små erhvervsdrivende, der ikke skulle overbebyrdes med administrative krav med hensyn til regnskaber og åbenhed. I dag bruges kommanditselskabsformen (på engelsk limited partnerships) i stor stil som juridisk ramme for kapitalfondenes aktiviteter. Ved at organisere kapitalfondene som kommanditselskaber undgår de således EU's krav om åbenhed, offentlighed og regnskabsaflæggelse. EU's regler bør omgående revideres, så aktieselskabslovgivningens krav om åbenhed og regnskabsaflæggelse også kommer til at gælde for kommanditselskaber.

## **II. EU-bidrag til og værktøjer, der skal sikre bedre fungerende finansmarkeder**

Den aktuelle finanskrisen og de forudgående års erfaringer har dokumenteret et påtrængende behov for et forstærket finanstilsyn og begrænsning af ekstrem gældsætning. Følgende nye EU-initiativer foreslås:

### *1. Krav om stærkere kapitalgrundlag og -reserver*

I dag stiller flere EF-direktiver (CRD, UCITS, Solvens I+II, IORP m.fl.) (jf. bilag 2) en lang række krav med hensyn til forsikringselskabers, kreditinstitutters, bankers og investeringsforeningers og -selskabers kapitalgrundlag. Uanset juridisk organiseringsform (herunder ved brug af kommanditselskaber) bør der fra Kommissionens side foreslås EU-lovgivning, der sikrer et tilstrækkeligt kapitalgrundlag i den enhed (kapitalfondsselskabet), der kontrollerer den opkøbte virksomhed. Dette krav med hensyn til kapitalgrundlaget skal gælde for alle fonde, der opererer i EU, uanset hvor de måtte være registreret. Kapitalkravsdirektivet bør revideres med henblik på at inkludere disse lovpligtige kapitaldækningskrav.

### *2. Grænser for hedgefondes gældsætning*

Kommissionen bør overveje at fastsætte et øvre loft over hedgefondes gældsætning med henblik på at sikre en højere grad af stabilitet i det europæiske finansielle system. Hertil kan anvendes benchmarks.

### *3. EU-registrering af strukturerede kredit- og gældsprodukter*

Kommissionen bør etablere et offentligt register over strukturerede produkter på de europæiske finansmarkeder.

#### 4. Et offentligt europæisk kreditvurderingsinstitut (*Credit Rating Agency*)

I forbindelse med revisionen af direktiv 2006/48/EF bør Kommissionen etablere et offentligt europæisk kreditvurderingsinstitut med henblik på at styrke konkurrencen og øge gennemsigtigheden i sektoren, som i dag er helt domineret af kun tre institutter (Moody's, S&P og Fitch).

#### 5. En fælleseuropæisk tilsynsmyndighed

Kommissionen bør etablere en fælleseuropæisk tilsynsmyndighed, der dækker alle dele af sektoren for finansielle tjenesteydelser: kapitalmarkeder, markedet for derivater, securitization, forsikrings- og banksektoren m.m.

### III. Lønmodtagerrettigheder og virksomhedernes udvikling og konkurrenceevne

De lånefinansierede opkøb udgjorde for Europa godt 2.000 mia. kr. alene for 2006 – det svarer til mere end to gange prisen for C20 under ét på den danske fondsbørs! Kapitalfondsejerskab er i dag en af verdens største arbejdsgivergrupper. Kapitalfondenes lånefinansierede opkøb (LBO) af virksomheder indebærer ofte ekstrem gældsbelastning og værdiudtræk, der forringer virksomhedens langsigtede investerings- og konkurrenceevne.

Medarbejderrettigheder kommer i klemme, presset for fyringer stiger og arbejdsvilkår forringes som følge af kapitalfondenes værdiudtræk af virksomhederne.

Inden for de offentlige forsyningsvirksomheder, bl.a. telekommunikation, har vi set nye opkøbsbølger, som omfatter bl.a. danske TDC, irske eircom og bulgarske BTC. Det har tydeligt svækket konkurrence- og investeringsevnen. Det står i klar modstrid med EU's vedtagne Lissabonstrategi inklusive Europas overgang til informationssamfundet.

I »Lisbon Agenda 2010 Information Society Initiative« fra juni 2000 fastslås EU's tre hovedprioriteter:

- at etablere et europæisk informationsforum med konkurrencedygtige teletjenester,
- at styrke innovation og investering i ikt-forskning (information, kommunikation og teknologi),
- at skabe et sammenhængende europæisk informationsfund, der fremmer beskæftigelsen og en bæredygtig udvikling.

Men Europa er kommet bagud i bl.a. udvikling af bredbånd og 3D-mobiltjenester som følge af færre nyinvesteringer!

De negative konsekvenser af kapitalfondenes lånefinansierede opkøb med overdreven gældsætning bør begrænses gennem:

- Nye initiativer, der kan sikre de offentlige service- og forsyningsvirksomheders udvikling og konkurrenceevne i lyset af den fælles it-målsætning.
- Bedre beskyttelse af virksomhedernes medarbejdere ved kapitalfondsovertagelser. Direktiv 2001/23/EF om varetægelse af arbejdstagernes rettigheder i forbindelse med overførsel bør omgående revideres således, at medarbejdere og deres bestyrelsesrepræsentanter i virksomheder, der bliver overtaget af kapitalfonde, har den samme forhåndsinformations- og konsultationsrettigheder, som det er tilfældet i traditionelle fusioner og virksomhedsovertagelser.
- Grænser for kapitalfondes gældsætning af virksomheder. »Kapitaldirektivet« (direktiv 77/91/EF) (jf. bilag 2) bør udvides, således at det fastlægger et passende, maksimalt gældsniveau i virksomheder overtaget af kapitalfonde, eventuelt ved hjælp af benchmarks. I tillæg til en sådan grænse bør Kommissionen opfordre medlemslandene til at indføre skattemæssige konsekvenser (herunder fjernelse af skattefradrag) efter bedste praksis i de enkelte medlemslande.
- Grænser for udtynding af kapitalen i virksomheder overtaget af kapitalfonde. »Kapitaldirektivet« (direktiv 77/91/EF) bør tilpasses med henblik på at fastsætte en minimumsgrænse af egen-

kapital under hensyntagen til virksomhedernes langsigtede konkurrencekraft. Kommissionen bør også uden forsinkelse foreslå regler, der kræver af direktionen i målvirksomheder, at alle kapitalbevægelser ud af virksomheden (herunder særlige aktieudbytter) er i overensstemmelse med virksomhedens langsigtede interesser. Især direktiv 1978/660/EØF af 25. juli 1978 om årsregnskaberne for visse selskabsformer bør revideres med henblik på at opnå dette resultat.

- Europa-Kommissionen bør tage et nyt initiativ til styrkelse af virksomhedernes sociale ansvar.

#### **IV. Interessekonflikter**

Kapitalfondenes og hedgefondenes aktiviteter rejser en række problemer om interessekonflikter:

- mellem kapitalfonde som opkøbere og investeringsbanker som lånefinansielle formidlere og rådgivere for virksomheder og de opkøbte virksomheders daglige ledelse,
- mellem kapital- og hedgefonde og investeringsbanker, der på én og samme tid formidler lån til dem og får en betragtelig del af deres indtjening herved,
- mellem kreditvurderingsbureauer og de kunder, de betjener,
- mellem markedsadgang og et magtkoncentreret finansmarked præget af hedge- og kapitalfonde og investeringsbanker.

Følgende EU-initiativer bør iværksættes:

##### *1. Kapitalfonde*

Kommissionen bør udforme regler, som håndterer interessekonflikter mellem kapitalfondpartnerne og den daglige ledelse af de virksomheder, der opkøbes, og andre aktører, som har betydelig indtjening på opkøbet, f.eks. lånformidlere (investeringsbanker). De nye regler bør omfatte informationspligt om alle honorarer, bonusordninger, aktieoptioner og incitamentsprogrammer, der modtages af den daglige ledelse og bestyrelse.

##### *2. Kreditvurderingsbureauer*

Kommissionen bør udforme regler, der kan håndtere de indbyggede interessekonflikter i kreditvurderingsbureauernes forretningsmodel og deres samspil mellem kapital- og hedgefonde, inkl. banker og andre aktører på finansmarkederne.

##### *3. Investeringsbanker (prime brokers) og kapital- og hedgefonde*

Kommissionen bør – i tilknytning til de foreslåede opstrammede krav om kapitalfondsreserver – vurdere, hvordan risikoen for interessekonflikter kan begrænses:

- mellem investeringsbanker (prime brokers) og hedgefonde, hvor långivning ofte smittes/påvirkes af udsigten til betydelige honorarer fra hedgefondene,
- mellem kreditbanker og kapitalfonde, hvor bankernes rådgivning ofte påvirkes af udsigten til betydelige honorarer fra kapitalfondene (via serviceaftaler i tillæg til virksomhedsopkøb),
- Kommissionen bør udforme nye effektive bestemmelser for hermetisk adskillelse (såkaldte Chinese Walls) mellem investeringsbankers lånformidling til kapitalfonde og deres øvrige rådgivning, værdipapirhandel etc.

##### *4. Markedsadgang og konkurrencebegrænsning*

Kommissionens generaldirektorat for konkurrence bør lancere en undersøgelse af markeds- og magtkoncentrationen på det finansielle marked inden for følgende sektorer: kapital- og hedgefonde, investeringsbanker og kreditvurderingsselskaber.

## **V. Offshoreskatteunddragelse**

På grundlag af de nye regler om åbenhed og gennemsigtighed iværksætter Kommissionen en første analyse af de voksende skatteunddragelser fra EU's velfærdsstater, der følger af kapital- og hedgefondes placering offshore.

EU's indre finansmarked er i dag blandt verdens stærkeste – det indre markedes økonomiske rolle er de facto 10 pct. større end USA's.

Realøkonomisk har EU derfor et betydeligt potentiale for at tage initiativet til en ny og bedre regulering, der kan skubbe til et åbent og gennemsigtigt finansmarked. Det vil samtidig kunne danne grundlag for et fremtidigt realistisk samarbejde med USA og andre globale aktører.

## Vigtige direktiver for den europæiske finanssektor

### Kreditinstitutdirektivet (CRD)

*Direktiv 2006/48/EF om adgang til at udøve virksomhed som pengeinstitut (ny udgave)*

Direktivet er den europæiske udgave af de globale regler om regulering af banker, som de er fastlagt af Den Internationale Bank i Basel. I direktivet fastlægges reglerne for bankers og pengeinstitutters kapitaldækning. I den nye udgave har man indarbejdet de nye såkaldte Basel II-regler om banktilsyn (prudential regulation), herunder regler om, at kravet med hensyn til bankernes kapitalreserver skal vurderes ved, at kapitalen sættes i forhold til den samlede risiko, banken har.

Direktivet er opbygget af tre dele: krav til kapitaldækning (søjle I), tilsynsprocessen (søjle II) og oplysningsforpligtelserne/markedsdisciplin (søjle III). Bankerne skal offentliggøre detaljerede informationer om risikoforhold m.v. Herved skabes der større gennemsigtighed for tilsynsmyndighederne og markedet. Det vil sige, at markedet også får adgang til de relevante oplysninger, når den reelle risiko skal vurderes i forbindelse med værdipapirhandel osv.

Kreditinstitutdirektivet (CRD) har bl.a. til formål at begrænse bankers ekstreme risikotagning gennem ugenomsikrerede kreditderivater – også for at sikre bedre sammenhæng mellem faktiske risici og bankers reserver. Det foreslås her, at direktivet udbygges med hensyn til hedgefond- og kapitalfondbestyrere anmeldt i EU, som netop anvender stærkt risikobetonet gældsætning i deres forretningsmodel. Direktivet vil f.eks. fastlægge særlige kapitalkrav til prime brokers<sup>1</sup> for at dække deres risici i forbindelse med kapitalfonde. Jo større risici og ugenomsikrighed der er forbundet med lån til kapitalfonde, jo større reserver skal prime brokers ligge inde med. Herved skal kapitalkravene i højere grad afspejle de faktiske risici, som investeringsbankerne påtager sig, når de yder lån til disse fonde.

### IORP – Pensionskassedirektivet

*Direktiv 2003/41/EF af 3. juni 2003 om arbejdsmarkedspensionskasser*

Direktivet regulerer pensionskassers investeringspolitik. Placeringsreglerne bygger på, at der skal være behørig spredning af investeringerne, der skal afdække de pensionsmæssige forpligtelser med hensyn til sikkerhed, afkast og likviditet. Pensionsfonde, der forvalter sociale sikringsordninger, f.eks. for ATP, er ikke omfattet af direktivet. Direktivet skal fornys inden udgangen af 2008.

### MiFID – for investeringsforeninger og lign. (MiFID-direktivet)

*Direktiv 2004/39/EF af 21. april 2004 om markeder for finansielle instrumenter.*

Direktivet er EU's vigtigste lovgivning til beskyttelse af investorer (bl.a. individuelle investorer), idet det stiller krav med hensyn til bæredygtighed, håndtering af interessekonflikter og fuld redegørelse til investorer. Direktivet retter sig i praksis især mod investeringsforeninger. MiFID trådte først i kraft den 1. november 2007. Men indskydere i hedge- og kapitalfonde er ikke omfattet heraf.

## **Markedsmisbrugsdirektivet**

*Direktiv 2003/6/EF af 28. januar 2003 om insiderhandel og kursmanipulation (markedsmisbrug)*

Omfatter insiderhandel og anden uretmæssig adfærd vedrørende EU's finansielle markeder. Direktivet er holdt i meget generelle, overordnede regler og retter sig primært mod handel med værdipapirer på fondsbørserne i Europa. Dets betydning for hedge- og kapitalfonde er derfor begrænset.

## **Transparensdirektivet**

*Direktiv 2004/109/EF af 15. december 2004 om harmonisering af gennemsigtighedskrav for værdipapirer, der er optaget til handel på et reguleret marked, dvs. fondsbørserne.*

Formålet med dette direktiv er at øge gennemsigtigheden ved at pålægge udstederne af værdipapirer pligt til regelmæssigt at afgive præcise oplysninger. Direktivet stiller krav om offentliggørelse af aktiebeholdninger, der overstiger 5 pct. af stemmerettighederne i det pågældende selskab (samt yderligere offentliggørelser i takt med, at højere grænser nås). Medlemslande har mulighed for at sætte lavere grænser (f.eks. anvender UK og Tyskland en 3-procents-minimumsgrænse). Hedgefonde er underlagt direktivet, hvis de investerer over den indikerede grænse. For at sikre, at reguleringen kan følge med i den »dynamiske« markedsudvikling, er Kommissionen derfor bemyndiget til at træffe nye beslutninger, der tager højde for den tekniske udvikling på finansmarkederne.

## **Prospektdirektivet**

*Direktiv 2003/71/EF af 4. november 2003 om det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer optages til handel på fondsbørserne.*

Direktivet regulerer bestemte finansielle produkter, når de tilbydes til investorer i EU. Handel på fondsbørserne kræver prospekter, der lever op til en række minimumsstandarder. Derimod er handel og placeringer uden for fondsbørserne fritaget. Direktivet er gennemført på meget forskellige måder i medlemslandene. Det er højest usikkert/uklart, om kapitalfonde er omfattet/berørt af direktivet i praksis.

## **Tjenesteyderdirektivet**

*Direktiv 2001/107/EF af 21. januar 2002 om institutter for kollektiv investering i værdipapirer (investeringsinstitutter)*

Direktivet er produktorienteret og regulerer investeringsforeninger (mutual funds), deres investeringspolitik, aktiviteter og adgang (EU-pas), samt deres administrationsselskaber. Der er kun tale om en meget indirekte regulering af hedgefonde og kapitalfonde, uden konsekvenser for disse fondes forretningsmodel i praksis.

## **Overtagelsesdirektivet**

*Direktiv 2004/25/EF af 21. april 2004 om overtagelsestilbud*

Formålet med dette direktiv er at fastlægge fælles mindstekrav for overtagelsestilbud med værdipapirer i selskaber, der handles på fondsbørserne i medlemslandene. Det har ligeledes til formål at beskytte aktionærernes stemmerettigheder i EU. Direktivet fastlægger rammer og generelle forskrifter, som medlemsstaterne skal gennemføre i deres nationale lovgivning.

## **Overførselsdirektivet**

*Direktiv 2001/23/EF af 12. marts 2001 om arbejdstagernes rettigheder i forbindelse med overførsel af virksomheder.*

Formålet med dette direktiv er at beskytte arbejdstagerne i tilfælde af ændringer i virksomheders ejerforhold og især at sikre varetagelsen af deres rettigheder. Direktivet understreger, hvilke rettigheder og pligter arbejdstagere, der er berørt af en overførsel, har. Som hovedregel gælder, at rettigheder, inklusive løn- og arbejdsvilkår, optjent i den »gamle« virksomhed videreføres i den »nye« virksomhed, når der f.eks. sker en overtagelse eller sammenslutning, men direktivet omfatter ikke kapitalfondes overtagelse af virksomheden.

---

<sup>1</sup> Prime brokers er de investeringsbanker, der betjener hedgefonde og kapitalfonde i forbindelse med disses aktivitet på kapitalmarkederne. En prime broker kan være eksponeret over for hedgefonde både i form af indtægter fra de serviceydelser, der ydes, og i form af de positioner, prime brokers måtte tage som modpart til hedgefonde.