



30. juni 2009

NOTAT

En kommentar til Poul Nyrup Rasmussens m.fl. brev af 20. april 2009 til Kommissionsformand José Manuel Barroso – på baggrund af en sammenligning mellem det danske indspil om åbenhed og ansvarlighed på kapitalmarkederne i Europa og Kommissionens direktivforslag om forvaltere af alternative investeringsfonde.

Strukturen i nærværende notat følger strukturen fra Poul Nyrup Rasmussens brev af 20. april 2009 til Kommissionsformand José Manuel Barroso.

Ad 1) Registreringsordning

I brevet af 20. april 2009 er det fremført som kritikpunkt, at selve fondene ikke er omfattet direktivforslaget, men alene forvaltningsselskaberne. Dette indebærer en omgåelsesmulighed.

Dernæst er det anført, at registreringen af forvaltningsselskabet i henhold til direktivforslaget efter brevetets ophavsmænds opfattelse kun er en formalitet, og at der ikke er knyttet nogle krav om gennemsigtighed, gældsoplysninger, porteføljevirkksomheder, strategier, oplysninger om gebyrer og investorer.

Det er korrekt, at direktivforslaget alene har til hensigt at regulere forvaltningsselskaberne. Forvaltningsselskaberne skal dog afgive en række oplysninger om de enkelte fonde, hvorfor der uanset den manglende regulering af selve fondene bliver en større åbenhed om fondenes forhold, herunder særligt deres økonomiske forhold.

På baggrund af Økonomi- og Erhvervsministeriets møde med Kommissionen den 25. juni 2009 blev det afklaret, at alternative investeringsfonde, der ikke har separat forvaltningsselskab, tillige omfattes af direktivet. En alternativ investeringsfond, der ikke har et forvaltningsselskab, har efter Kommissionens vurdering valgt at foretage forvaltningen og markedsføringen i eget regi, også i de tilfælde hvor der ikke foregår en egentlig markedsføring, og i sådanne tilfælde sidestilles sådanne altså med alternative investeringsfonde, der har særskilt forvaltningsselskab.

Endvidere blev det på baggrund af ovennævnte møde afklaret, at banker og pensionskasser m.v., som i konkrete tilfælde opererer som forvaltningsselskaber, i disse konkrete tilfælde er omfattet af dette direktivforslag.

I direktivforslagets art. 5 fremgår det, at et forvaltningsselskab, der søger om tilladelse til at operere i henhold til direktivforslaget, over for den kompetente myndighed i medlemsstaten, hvor forvaltningsselskabet har sit vedtægtsmæssige hjemsted, *blandt andet* skal give oplysninger om:

- Identiteten af de aktionærer eller deltagere i forvaltningsselskabet, som direkte eller indirekte, i egenskab af fysiske eller juridiske personer, besidder kvalificerede andele, samt størrelsen heraf.
- En aktivitetsplan, herunder oplysninger om, hvordan forvaltningsselskabet har til hensigt at overholde sine forpligtelser i relation til direktivforslagets kapitel III (bl.a. vedrørende risikostyring, likviditetsstyring) og kapitel IV (bl.a. krav om gennemsigtighed i form af årsberetning, krav om oplysninger til investorerne, oplysningsforpligtelser over for de kompetente myndigheder m.v.).
- Detaljeret information om de alternative investeringsfonde (AIF), forvaltningsselskaberne (FAIF) har til hensigt at forvalte, herunder angivelse af de medlemsstater eller tredjelande, på hvis område, de er hjemmehørende.
- Fondsbestemmelser eller vedtægter for hver AIF, som FAIF har til hensigt at forvalte.
- Eventuelle andre oplysninger, der er nævnt i art. 20, stk.1. Art. 20 indeholder en liste på 10 elementer, som forvaltningsselskabet skal sikre sig, AIF-investorerne modtager, forinden de investerer i AIF. Hertil kommer, at der også skal gives information om eventuelle ændringer i disse oplysninger. I art. 20, stk. 1, er der bl.a. en oplysningsforpligtelse i relation til fondens investeringsstrategi og – målsætninger, herunder oplysninger omkring politikker for anvendelse af gearing m.m.

Det danske indspil indeholder i punkt 12 og 13 forslag til en registreringsordning for såvel fondene selv som for deres forvaltningsselskaber. *For så vidt angår selve fonden* foreslår det danske indspil, at der over for den pågældende kompetente myndighed skal oplyses om:

- Fondens generelle investeringsstrategi og ændringer heraf, dvs. lånefinansiering / gælds eksponering samt overordnede gebyrer.
- Navn og domicil på den pågældende fond.
- Tidligere resultater.
- Risikostyringssystemer og metoder til porteføljeværdiansættelse
- Andel af fonden, som er indskudt af forvaltningsselskabet og dets medarbejdere.

For så vidt angår forvaltningsselskabet skal der over for den kompetente myndighed i forbindelse med registreringen oplyses om:

- Navn og domicil for de kapital- og hedgefonde, forvaltningsselskabet er tilknyttet.
- Forvalternes identitet.
- Årsregnskab.
- Aflønning af bestyrelsesmedlemmer og direktion.

I det danske indspil er det hensigten, at registreringen af såvel selve fonden som forvaltningsselskabet er en forudsætning for at kunne operere – som tilfældet er i direktivforslaget.

Det er ministeriets vurdering, at direktivforslaget og det danske indspil ligger tæt op ad hinanden i relation til de oplysninger, som skal tilgå de kompetente myndigheder i forbindelse med registreringen. Det er opfattelsen, at direktivforslaget indeholder krav om gennemsigtighed, gældsoplysninger, oplysninger vedrørende porteføljevirkksomheder, oplysninger om strategier og investorer. Selv om direktivforslaget ikke retter sig mod selve fondene, er resultatet i sidste ende, at de samme oplysninger som i det danske indspil kommer til myndighederne / offentligheden.

Ad 2) Undtagelser fra direktivforslaget - bagatelgrænser

I brevet af 20. april 2009 fra Poul Nyrup Rasmussen m.fl. til Kommissionsformanden er det anført, at den nedre grænse på EUR 250 mio. for at være omfattet af direktivforslaget er for høj og dermed åbner mulighed for endnu en omgåelse. Dette begrundes med, at tre fonde på hver EUR 80 mio. vil kunne gå sammen og operere som én fond, men fortsat ikke være reguleret af direktivforslaget. Det fremføres, at som udgangspunkt bør alle fonde - uanset størrelse - være omfattet.

Det kan hertil oplyses, at den nedre grænse i det endeligt offentliggjorte direktivforslag af 30. april 2009 er sat til EUR 100 mio. Der er dog samtidig lavet en forhøjelse for fonde, som ikke optager gæld til investering (gearing). Her er størrelsesgrænsen nu EUR 500 mio.

Størrelsesgrænserne opgøres pr. forvaltningsselskab. Det er således hensigten, at det ikke skal være muligt at omgå kravene ved at sprede investeringerne ud på en række fonde med samme administrator.

Baggrunden for størrelsesgrænserne er, at Kommissionen ikke finder, at fonde på en størrelse under denne grænse udgør nogen risiko for den finansielle stabilitet.

En sådan bagatelgrænse er ikke foreslået i det danske indspil.

Det er samtidig usikkert, hvordan størrelserne skal opgøres i praksis. I forbindelse med den af Kommissionen nedsatte ekspertgruppe, der i skrivende stund gennemgår direktivet, har Danmark derfor spurgt ind til, hvordan disse beløb skal opgøres. Er det kun selve fonden, der indgår i opgørelsen, eller er det også porteføljevirkksomheder og deres eventuelle datterselskaber? Opgørelsesmetoden er meget relevant for at få afdækket, hvornår en investeringsenhed er omfattet af direktivforslaget, og hvornår den ikke er. Spørgsmålet er også, om enkeltstående fonde under bagatelgrænsen hos en forvalter i praksis kan indrette et samarbejde med enkeltstående fonde hos andre forvaltere uden at blive omfattet af direktivforslaget, idet de involverede fonde er spredt under forskellige forvaltere og hver for sig fortsat er under bagatelgrænsen.

I forhandlingerne vil man fra dansk side arbejde for, at omgåelsesmuligheder ikke opstår.

Ad 3) Kapitalkrav og likviditet

I brevet af 20. april 2009 er det fremført, at der bør indføres kapitalkrav og likviditetskrav i selve fondene, hvor sidstnævnte foreslås koblet sammen med risikobaseret gældsloft i selve fonden. Endvidere foreslås det, at der bør indføres regulering omkring incitamentsaflønning, der skal have til hensigt at forebygge kortsigtet, overdreven risikotagning.

I direktivforslaget stilles der som minimum krav om en egenkapital på 125.000 EUR i selve forvaltningsselskabet. Dertil kommer, at såfremt værdien af de forvaltede alternative investeringsfondes porteføljer overstiger 250 mio. EUR, skal forvaltningsselskabet forøge sin egenkapital. Forøgelsen skal udgøre 0,02 % af den del af forvaltningsselskabets porteføljer, der overstiger 250 mio. EUR.

Det danske indspil på dette område er særligt rettet mod de virksomheder, der overtages af kapitalfonde - det vil sige porteføljevirksohederne. Begrundelsen herfor er, at det er målselskabet, der fortsætter med at operere på markedet på sædvanlig vis, og det er porteføljevirksohedernes interesser, som i første række skal beskyttes. Interessenterne er hér kreditorer, medarbejdere og andre forretningspartnere.

Det kan være en strategi for en kapitalfond at skubbe gælden fra et opkøb - og dermed også risikoen - ned i porteføljevirksoheden. Her er det nødvendigt, at porteføljevirksohedens interesser varetages, så den ikke bliver påført uforsvarlige risici. Det er begrundelsen for, at det danske indspils forslag om forsvarligt kapitalberedskab retter sig mod porteføljevirksohederne, og ikke mod selve fondene. Det danske indspil indeholder derfor ikke forslag om kapital- og likviditetskrav i selve fondene.

Det danske indspil foreslår overordnet en revision af de gældende kapitalberedskabsregler.

Det danske indspil foreslår i pkt. 17, at der på EU-niveau indføres regler om forsvarligt kapitalberedskab svarende til det, der findes i Danmark. De danske regler indebærer, at en virksomheds bestyrelse (i dette tilfælde bestyrelsen i en porteføljevirksohed) løbende skal tage stilling til - og dermed være ansvarlig for - at selskabets kapitalberedskab til enhver tid er forsvarligt i forhold til selskabets drift. Derved mindskes også risikoen for uansvarlig gældsætning ved at sikre et til enhver tid bæredygtigt gælds niveau i porteføljevirksoheden.

I Kommissionens direktivforslag stilles der krav om, at forvaltningsselskabet for hver forvaltet fond anvender et passende likviditetsstyringssystem og indfører procedurer til sikring af, at likviditetsprofilen for fondenes investeringer stemmer overens med de underliggende forpligtigelser.

Dette er udtryk for en dynamisk og principbaseret tilgang, hvor det er forvaltningsselskabets løbende ansvar at styre likviditeten, herunder at der er den fornødne kapital til rådighed.

Sammenfattende er det ministeriets opfattelse, at det ikke vil være relevant at indføre faste kapital- og likviditetskrav i fondene. Fondene er me-

get forskellige, og dette bør afspejle sig i deres egenkapital. Behovet for egenkapital varierer, f.eks. efter hvilke risici de enkelte fonde påtager sig.

Elementet omkring regulering af incitamentsaflønning er ikke omfattet af direktivforslaget, men er i stedet for behandlet i Kommissionens henstillinger om aflønning af ledelsen i børsnoterede virksomheder og i finansielle virksomheder. Kommissionen har bebudet, at den vil følge op på disse henstillinger i de regler, der gælder for opgørelse af finansielle virksomheders solvens.

Ad 4) Gennemsigtighed

I brevet af 20. april 2009 gøres det under pkt. 4 gældende, at omfanget af gennemsigtighed ikke er tilstrækkeligt - hverken i forhold til investorerne eller til myndighederne. Dertil kommer, at det anføres, at der bør ske kvartalsvis afrapportering fra fondene / forvaltningsselskaberne til myndighederne samt offentliggørelse af oplysninger omkring gebyrer.

Direktivforslagets art. 20 indeholder en oversigt over de *oplysninger, som investorerne skal have*, forinden de investerer i en alternativ investeringsenhed. Blandt disse 10 obligatoriske oplysninger er en beskrivelse af den alternative investeringsenheds investeringsstrategi og - målsætninger, en beskrivelse af de procedurer, hvorefter investeringsstrategien og / eller - politikken kan ændres samt en beskrivelse af investeringsenhedens likviditetsstyring. Endvidere fremgår det af direktivet, at forvaltningsselskabet over for investorerne skal beskrive alle gebyrer og omkostninger, med angivelse af de maksimale beløb, som direkte eller indirekte afholdes af investorerne.

Kommissionen skal vedtage yderligere gennemførelsesbestemmelser, som skal præcisere disse oplysningsforpligtelser, herunder tilpasse disse i forhold til de forskellige typer af alternative investeringsenheder såsom kapitalfonde og hedgefonde.

I relation til forvaltningsselskabernes *oplysningsforpligtelser over for de kompetente myndigheder* fremgår det af direktivforslagets art. 21, at forvaltningsselskaberne regelmæssigt aflægger rapport til de kompetente myndigheder i forvaltningsselskabets hjemland om bl.a. de vigtigste markeder og instrumenter, som er genstand for de handler, forvaltningsselskabet foretager på vegne af de forvaltede alternative investeringsfonde. Endvidere omfatter den regelmæssige oplysningsforpligtelse også oplysninger til de kompetente myndigheder om de vigtigste risikoeksponeringer og største koncentrationer af forvaltede investeringsfonde.

Dernæst skal forvaltningsselskabet også regelmæssigt over for de kompetente myndigheder bl.a. oplyse om de forvaltede investeringsfondes nuværende investeringsprofiler og de anvendte risikostyringssystemer samt en oversigt over de vigtigste kategorier af aktiver, som investeringsfonden investerer i. Omfanget af short selling skal også oplyses.

Udover ovenstående oplysningsforpligtelser indeholder direktivforslaget i kap. V yderligere særlige oplysningsforpligtelser for forvaltningsselskaber, der forvalter alternative investeringsenheder, som anvender systematisk høj gearing samt for forvaltningsselskaber, der forvalter alternative

investeringsfonde, der erhverver kontrollerende indflydelse i selskaber. Sidstnævnte er primært relevant for kapitalfonde, som udøver aktivt ejerskab (se nedenfor under pkt. 5).

I relation til de oplysninger, der skal tilgå myndighederne, er der ganske stor lighed mellem direktivforslaget og det danske indspil (pkt. 12 og 13). Det danske indspil indeholder ikke oplysningsforpligtelser over for investorerne svarende til de i direktivforslaget anførte. Begrundelsen herfor er, at det danske indspil tager udgangspunkt i, at de typiske investorer i kapital- og hedgefonde er professionelle investorer. Dertil kommer, at der allerede i Danmark er regler om investorbeskyttelse i forhold til ikke-professionelle investorer. Detailinvestorer er beskyttet gennem god skik reglerne. Endvidere stilles der til kollektive investeringsordninger omfattet af lov om investeringsforeninger mv. krav om, at der udarbejdes prospekter med detaljerede oplysninger om investeringerne.

I relation til gennemsigtighed over for myndighederne er der store ligheder mellem direktivforslaget og det danske indspil.

Ad 5) Åbenhed i relation til fonde, der erhverver kontrollerende indflydelse i selskaber

Under punkt 5) anføres det i brevet af 20. april 2009, at kravene til åbenhed for fonde, der erhverver bestemmende indflydelse, er utilstrækkelige.

Det fremføres, at opkøb af små og mellemstore virksomheder er undtaget direktivforslaget, og definitionen på bestemmende indflydelse inden for unoterede virksomheder ikke svarer til den reelle betydning af at besidde aktiemajoriteten. For eksempel bør der ifølge brevet ophavsmænds opfattelse tages højde for tilbud om incitamentsskabende ydelser til ledelsen i målselskabene fra tilbudsgiveren (eksempelvis en kapitalfond).

Endeligt anføres det, at elementet om høring af og information til medarbejderne ikke er tilstrækkeligt dækkende i direktivforslaget. I brevet af 20. april 2009 henvises til, at brevet ophavsmænd tidligere har foreslået, at der i tilfælde af kapitalfondsopkøb bør gælde høringsregler svarende til dem, der findes i virksomhedsoverdragelsesdirektivet.

Direktivforslaget har defineret kontrollerende indflydelse i relation til såvel børsnoterede som unoterede virksomheder til 30 pct. af stemmeretighederne. Dette er en lavere grænse end den, som ellers bruges i f.eks. selskabs- og regnskabsretten. Her er der først tale om kontrollerende indflydelse, når man faktisk kan kontrollere en anden virksomhed. Dette vil typisk sige, når man har majoriteten på over 50 pct. af stemmerne.

Direktivet indeholder i art. 26-30 en opremsning af de oplysningsforpligtelser, som en alternativ investeringsfond er underlagt, når denne erhverver og udøver en kontrollerende indflydelse i en porteføljevirkksomhed.

Direktivet art. 28 opremsner de oplysninger, som forvaltningsselskabet skal give til den børsnoterede eller unoterede målvirksomhed samt dens aktionærer og repræsentanterne for arbejdstagerne. Blandt de obligatoriske oplysninger kan nævnes gældende EU-regler om tilbudsdokumenter, politikken for forebyggelse og styring af interessekonflikter, særligt mel-

lem forvaltningsselskabet og målselskabet samt udstederens politik for eksternt og intern kommunikation, særligt over for de ansatte. Særligt for unoterede virksomheder skal der oplyses om udviklingsplanerne for det unoterede målselskab.

I årsberetninger for alternative investeringsenheder, der udøver en kontrollerende indflydelse i børsnoterede eller unoterede virksomheder, skal der tillige indgå visse oplysninger om de pågældende porteføljeselskaber. Herunder kan bl.a. nævnes oplysninger om ansatte, personaleomsætning, opsigelser og ansættelser. Oplysningerne skal tilsyneladende gives for hvert selskab, som fonden kontrollerer. Det vil sige, at hvis fonden kontrollerer 10 virksomheder, så skal oplysningerne specificeres på de 10 virksomheder. Det skal afklares, hvordan denne bestemmelse skal forstås i praksis, ikke mindst da det er usikkert, om det kun er direkte ejede virksomheder eller også indirekte ejede.

Det fremgår af direktivforslaget, at Kommissionen skal vedtage yderligere gennemførelsesbestemmelser om detaljeringsgraden af ovennævnte oplysninger samt bestemmelser om regler for videregivelse af disse.

Endeligt indeholder art. 30 en regel om, at virksomheder, der opkøbes og efterfølgende afnoteres på børsen, i de efterfølgende to år er underlagt de samme regler om gennemsigtighed som børsnoterede virksomheder.

Det danske indspil indeholder forslag om, at EU-reglerne om tilbudsdokumenter i relation til børsnoterede virksomheder skal følge detaljeringsgraden i de danske regler. Det vil sige, at tilbudsdokumentet f.eks. skal indeholde oplysninger om de strategiske planer for den opkøbte virksomhed, om den opkøbte virksomhed fortsat skal være børsnoteret samt om påtænkte store udbyttebetalinger umiddelbart efter overtagelsen.

Dernæst foreslår det danske indspil, at anvendelsesområdet for EU-reglerne om udarbejdelse af tilbudsdokumenter skal udvides til også at omfatte store, ikke-børsnoterede virksomheder.

Elementerne i det danske indspil er således i væsentlig grad indeholdt i Kommissionens forslag.

Slutteligt kan det anføres, at direktivforslaget i relation til overtagelser af børsnoterede virksomheder ikke går lige så langt som det danske indspil, idet direktivforslaget opererer med en bagatelgrænse med hensyn til størrelsen af de virksomheder, som opkøbes. Til gengæld går direktivforslaget længere end det danske indspil i relation til overtagne og efterfølgende afnoterede virksomheder, idet disse i to år efter afnoteringen skal være underlagt de samme regler om gennemsigtighed som børsnoterede virksomheder.

Med hensyn til den i brevet af 20. april 2009 fremførte kritik af, at der ikke i direktivforslaget tages højde for tilbud om incitaments-skabende ydelser til ledelsen i målselskabene fra tilbudsgiveren, kan der henvises til den ovenfor gengivne art. 28, der bl.a. bestemmer, at der ved erhvervelse af kontrollerende dele i såvel børsnoterede som unoterede virksomheder skal oplyses om politikken for forebyggelse og styring af interesse-

konflikter, særligt mellem forvaltningsselskabet og målselskabet. Direktivforslaget indeholder ikke som det danske indspil (jf. pkt. 4) et egentligt forbud mod, at tilbudsgiver inden overtagelsen indgår bonusaftaler med ledelsen i målselskabet.

Med hensyn til høring og orientering af medarbejderne i de virksomheder, som opkøbes af f.eks. kapitalfonde, indeholder direktivforslaget i art. 28 og 29 regler om, at forvaltningsselskabet, som erhverver en kontrollerende del af en virksomhed, skal oplyse over for bl.a. repræsentanterne for medarbejderne, hvordan politikken for ekstern og intern kommunikation er udformet, særligt over for de ansatte. Dertil kommer, at der i årsberetningerne for de alternative investeringsfonde, der udøver bestemmende indflydelse i såvel børsnoterede som unoterede virksomheder, skal indgå adskillige (detaljerede) personalerelaterede oplysninger.

Der er således tale om væsentligt større åbenhed, end hvis porteføljevirk-somheden overtages af en industriel investor som f.eks. en konkurrent inden for samme branche.

Direktivforslaget går ikke lige så langt som det danske indspil, som foreslår, at alle medarbejdere - i relation til information og høring - har samme beskyttelse og rettigheder som ved virksomhedsoverdragelser, når kontrollen med den pågældende virksomhed eller aktivitet overføres som følge af en private equity-transaktion eller ved industrielt opkøb.

Ad 6) Skat

Det er i brevet af 20. april 2009 anført, at direktivforslaget ikke forholder sig til skattemæssige aspekter af kapital- og hedgefondenes aktiviteter. Det fremføres bl.a., at der skal ske en effektiv beskatning af indtægter i fondene.

Direktivforslaget forholder sig ikke til de skattemæssige problemstillinger omkring fondenes aktiviteter.

Hertil kan jeg oplyse, at man i relation til dette emne bør være opmærksom på, at skattepolitikken i EU er et nationalt anliggende. Derfor reguleres området for direkte skatter som udgangspunkt bilateralt ved bl.a. indgåelse af dobbeltbeskatningsaftaler og overenskomster.

Det danske indspil indeholdt en opfordring til at sætte effektivt ind over for de tilbageværende europæiske skattely. Jeg kan - som i skemaet, jeg omdelte på Europaudvalgets møde den 20. maj 2009 - oplyse, at det gældende bistandsdirektiv (77/779/EØF) foreslås ændret, jf. KOM(2009)29, således at bistandssøgte myndigheder ikke længere kan afslå at udlevere oplysninger om en person med henvisning til, at oplysningerne skal indhentes hos en bank, finansieringsinstitut eller forvalter m.v.

Endvidere indeholdt det danske indspil en opfordring til EU om at arbejde for effektiv beskatning af indtægter i kapitalfondene. Hertil kan jeg - som i skemaet, jeg omdelte på Europaudvalgets møde den 20. maj 2009 - oplyse, at direktivet om bistand til inddrivelse af fordringer (2008/55/EF) er vedtaget. Det foreslås dog at ændre direktivet for at forbedre mulighe-

derne for inddrivelse af (især selskabers) skattegæld i udlandet, jf. KOM(2009)28.

Ad 7) Forholdet til tredjelande

I brevet af 20. april 2009 fremføres det som kritikpunkt, at direktivforslaget ikke forholder sig til fonde etableret i tredjelande, der køber og sælger finansielle produkter og virksomheder i Europa.

Hertil kan det oplyses, at det foreliggende direktivforslag i på flere punkter forholder sig til forvaltningsselskaber etableret i 3. lande, der opererer i EU. Blandt andet opstilles betingelser for at opnå en tilladelse til at operere i EU.

Ad 8) Markedsføringsforbud hvis tilladelse ikke foreligger

I brevet af 20. april 2009 til Kommissionsformanden fremføres det, at Direktivet skal sikre, at institutionelle investorer kun kan investere i fonde, der overholder direktivet.

Det fremgår af artikel 4, at enheder, som ikke har tilladelse i henhold til direktivet, ikke kan markedsføre alternative investeringsfonde inden for Fællesskabet.

Ad 9) Short selling og forbud mod stemmerettigheder på lånte aktier

I brevet af 20. april 2009 til Kommissionsformanden fremføres det, at direktivforslaget skal forholde sig til short selling, samt at der bør indføres et forbud mod stemmerettigheder på lånte aktier.

Spørgsmålet om short selling er et område, der vedrører alle områder inden for handel med værdipapirer, herunder både formidlere og investorer. Jeg synes derfor ikke, at emnet bør reguleres isoleret i forhold til bestemte aktører, f.eks. i relation til FAIF-direktivet. I flere lande, herunder i Danmark, er der indført et forbud mod short-selling af aktier i danske pengeinstitutter,

Problemstillingen om stemmerettigheder på lånte aktier er også generel. Der er tale om en meget kompleks problemstilling, som nøje skal gennemarbejdes.