

6.2.1. ØSU opfordrer Kommissionen til at gøre en samordnet, praktisk indsats for at afklare opbygningen af det indre marked; denne indsats skal føre til konkrete resultater, som bygger på en regelmæssig registrering af de faktiske resultater af EU's foranstaltninger.

6.2.2. Og endelig retter ØSU en opfordring til virksomheder og selvstændige erhvervsdrivende i medlemsstaterne: for så vidt disse mener, at det vil være til gavn for dem at etablere sig og drive virksomhed på et andet marked, må de smøge ærmerne op og mobilisere hele den dynamik, som de bevisligt sidder inde med, og udnytte de muligheder, de har, for at selv at klare så mange hindringer som muligt.

Bruxelles, den 27. maj 1998.

Tom JENKINS

Formand for

Det Økonomiske og Sociale Udvalg

Det Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om »Meddelelse fra Kommissionen: Europæiske kapitalmarkeder for små og mellemstore virksomheder: perspektiver og potentielle hindringer«

(98/C 235/04)

Europa-Kommissionen besluttede den 13. maj 1997 under henvisning til EF-traktatens artikel 198 at anmode om Det Økonomiske og Sociale Udvalgs udtalelse om det ovennævnte emne.

Det forberedende arbejde henvistes til ØSU's Sektion for Industri, Handel, Håndværk og Tjenesteydelser, som udpegede Antonello Pezzini til ordfører. Sektionen vedtog sin udtalelse den 6. maj 1998.

Det Økonomiske og Sociale Udvalg vedtog på sin 355. plenarforsamling af 27. og 28. maj 1998, mødet den 27. maj 1998, med 101 stemmer for, 1 imod og 1 hverken for eller imod, følgende udtalelse.

1. Generelle bemærkninger

1.1. Man kan kun være tilfreds med Europa-Kommissionens positive og vedholdende bestræbelser på at sætte skub i etableringen af europæiske kapitalmarkeder, der egner sig for små og mellemstore virksomheder (SMV'er). Kommissionens indsats er beskrevet i en tidligere meddelelse »Rapport om gennemførligheden af oprettelsen af et europæisk kapitalmarked for mindre ekspansionsorienterede selskaber i vækst«⁽¹⁾, som ØSU ikke afgav udtalelse om. Med indsatsen imødekom Kommissionen en tidligere fremsat anmodning fra ØSU om at foretage en gennemførlighedsundersøgelse af oprettelsen af et anerkendt europæisk kapitalmarked, som giver europæiske virksomheder, herunder især mindre virksomheder, adgang til kapital.

1.2. Kommissionens follow-up-meddelelse er et konstruktivt dokument. Visse punkter, som f.eks. den måde, EU-værdipapirlovgivningen fungerer på i praksis, er dog

ikke behandlet så indgående, som de burde have været. For andre punkters vedkommende er også andre faktorer end dem, Kommissionen nævner, af betydning.

1.3. Ud over passende fremskaffelse af finansiering findes der en hel række andre faktorer, som er afgørende for, om virksomheder vokser til en betydelig størrelse. De vigtigste af disse faktorer behandles i denne udtalelse, så der kan foretages en bedre vurdering af problematikken. En række af de fremsatte henstillinger stammer fra ØSU's studierejse til USA i november 1997. Baggrunden for denne rejse var i høj grad omtalen af de amerikanske kapitalmarkeder i kommissionsmeddelelsens indledning og kommissionsformand Jacques Santer's opfordring til Det Økonomiske og Sociale Udvalg den 28. oktober 1997 om at se nærmere på forholdene i USA. Det følger heraf, at denne udtalelses emne er langt bredere end det, der behandles i Kommissionens meddelelse, som udelukkende omhandler kapitalmarkederne for små og mellemstore virksomheder.

⁽¹⁾ KOM(95) 498 endelig udg. af 25.10.1995.

1.4. En yderligere indvending mod meddelelsen går på, at den ikke gør det klart, at de nye europæiske kapitalmarkeder kun er af værdi for virksomheder, som teknisk set er SMV'er (under 250 ansatte, under 40 mio. ecu i omsætning og 27 mio. ecu i balance), men som enten er mellemstore og særligt innovative nyetableringer, eller virksomheder, der er specielt kapitalintensive.

1.5. Også i USA udgør de virksomheder, der tiltrækker kapital fra »uformelle« private investorer (de såkaldte »Business Angels«) eller fra ventureselskaber, kun højst 2 % af totaltallet, selv om deres vækstudsigter ligger over gennemsnittet. Når man ser på virksomheder, som måske vil få deres aktier noteret på en fondsbørs på et eller andet tidspunkt, går det bedste skøn ifølge Kommissionen ud på, at der måske findes ca. 20 000 sådanne virksomheder i hele Den Europæiske Union. Disse virksomheder står imidlertid for de højeste vækstrater og skaber mange nye arbejdspladser, hvilket er Kommissionens gode begrundelse for at have lagt så megen vægt på deres finansieringsbehov, som historisk set ikke er blevet lige så godt varetaget i Europa som i USA.

2. Resumé af Kommissionens dokument

2.1. Meddelelsens hovedformål er at forske i de potentielle hindringer for SMV-aktiers optagelse til handel på kapitalmarkeder; at tage hul på en EU-omspændende debat om passende vilkår for adgang til aktiefinansiering; at beskrive og henlede opmærksomheden på fremskridtene inden for forskellige initiativer til etablering af nye finansielle markeder i Den Europæiske Union, såsom »EASDAQ« og »Euro-NM«; at opridse, hvilken indsats Kommissionen er i gang med og agter at igangsætte i fremtiden for at få fjernet hindringerne for udvikling af SMV-orienterede kapitalmarkeder og sikre disse en gnidningsløs funktion.

2.2. Kommissionen sætter fingeren på to hovedområder, hvor der opstår potentielle hindringer for udvikling af disse kapitalmarkeder. Det første vedrører holdninger, formåen og bindinger, som kan henføres til de små og mellemstore virksomheder selv, i særdeleshed SMV'ernes holdning til deres finansiering, deres sagkundskab eller mangel herpå i henseende til finansiell styring samt de byrder, som planlægning af en børsnotering ville påføre dem.

2.3. Den anden gruppe af potentielle hindringer vedrører følgende: grænseoverskridende handel med aktier på paneuropæiske fondsbørser; valutaspecifikke problemer; forskelle i beskattning og national regnskabspraksis; corporate governance; og institutionelle investorer. Kommissionen mener, at hurtig og fuld gennemførelse af den eksisterende EU-lovgivning vil være til gavn

på nogle af disse felter. Med hensyn til institutionelle investorer og frie kapitalbevægelser fastholder Kommissionen, at hvis diskriminerende nationale restriktioner ikke fjernes, kan det blive nødvendigt at sætte overtrædelsesprocedurer i gang.

3. Detaljerede bemærkninger til meddelelsen

3.1. Indledning

Når bortses fra bemærkningerne i denne udtalelses afsnit 1, godkendes kommentarerne i kommissionsdokumentets indledning.

3.2. Yderligere fremskridt i udviklingen af kapitalmarkeder for SMV'er i Den Europæiske Union og perspektiverne herfor

3.2.1. I Europa findes der nu en række kapitalmarkeder, som svarer bedre til innovative og hurtigt voksende virksomheders behov, end de traditionelle fondsbørser har gjort det. To af disse, nemlig EASDAQ og Euro-NM, har paneuropæiske ambitioner. Alternative Investment Market (AIM) i London ser i øjeblikket ud til at være mere rettet mod Storbritannien.

3.2.2. Vækstraterne for virksomheder, der søger notering på disse markeder, vil formentlig ligge langt over de 10 %, der nævnes i andet afsnit på side 2 i meddelelsen. En sammenligning af salget i 1996 og 1997 viser, at tre fjerdedele af de virksomheder, hvis aktier handles på EASDAQ-markedet, oplevede en vækst på over 25 %. Næsten en tredjedel af samtlige selskaber på markedet udviste en omsætningsstigning på over 100 %.

3.2.3. Disse markeders langsigtede succes kommer til at afhænge af, om der optages tilstrækkeligt mange innovative virksomheder til notering, da disse ser ud til at være af særlig interesse for investorerne. Initiativer til at øge deres antal, særligt på områder som bioteknologi, vil være en kærkommen håndsrækning. Desværre kendes der ingen helt pålidelig metode til på et tidligt tidspunkt at fastslå, hvilke virksomheder der kan forventes at vokse hurtigt og opnå succes på langt sigt. Det er opfattelsen af virksomhedsledelsens kvalitet, der i vid udstrækning afgør, om de formår at tiltrække investeringer ud fra.

3.2.4. Man bør derfor koncentrere indsatsen om at tilskynde til flere virksomhede etableringer og påse, at virksomhederne får adgang til finansiering tillige med rettidig rådgivning, således at de kan forbedre ledelsens kvalitet og reducere den høje konkursrate, som ifølge oplysninger fra det europæiske observationscenter for mindre virksomheder ligger på omkring 50 % i virksomhedens første fem år. Der forefindes allerede gode ordninger i EU, som kan være til gavn, når virksomhed-

erne skal udforme deres politik. Eksempel herpå er »Artigiancassa«-finansieringsfaciliteten i Italien.

3.2.4.1. Det er et fællestræk for nye virksomheder, at de i finansieringsfasen ikke formår at stille sikkerhed for lån:

Derfor bør der i samtlige medlemsstater indføres en lånegarantiordning for SMV'er med særregler for meget små »mikro«-lån. Hvorledes garantien skal stilles, om det skal ske gennem statslige eller andre ordninger, såsom gensidige garantisystemer, vil afhænge af de nationale forhold. Da mange mindre virksomheder ikke opererer som selskaber med begrænset ansvar, bør der lægges særlig vægt på deres specifikke behov.

Garantierne behøver ikke have så høj en øvre grænse som i den amerikanske Small Business Administration-ordning (1 million dollars, hvoraf 750 000 dollars garanteres), men mindst 250 000 ecu må anses for passende. Hvis disse ordninger køres ordentligt, skulle de ikke medføre større udgifter for statskassen. Misligholdelsen af lån ligger i USA i dag på under 2,5 % af det samlede garantibeløb, og de gebyrer, som virksomhederne skal betale for at opnå lån, vil opveje en del af de misligholdte beløb. Ud fra erfaringerne med gensidige garantisystemer muliggør den såkaldte »Multiplier«-en gearing af konsortiernes lånemuligheder med en faktor på 22. Det betyder, at det med en 50 % garanti og en hypotetisk risikokapital på 100 ecu vil være muligt at garantere et lån på 4 400 ecu. I dette tal er indregnet en insolvensrate på 4 % samt udgifterne til undersøgelse af kreditværdigheden.

3.2.4.2. En af hovedårsagerne til virksomhedskonkurrencer er mangel på kommerciel viden og manglende kendskab til økonomisk og finansiel styring. Der er intet forunderligt herved, og sådan viden kan i de fleste tilfælde erhverves, forudsat den person, der står for rådgivningen, besidder den fornødne erhvervmæssige erfaring og viden som rådgiver. Desværre er det sådan, at mange af dem, der har mest brug for råd og dåd, kun sjældent beder om det.

Hver medlemsstat bør i samarbejde med relevante private organisationer sørge for, at der er adgang til individuel virksomhedsrådgivning til en rimelig pris, i første omgang for alle selvstændige erhvervsdrivende eller SMV-ejere eller -ledere. Rådgiverne bør have erhvervmæssig erfaring og være medlemmer af et fagligt organ (f.eks. nationale SMV og håndværksorganisationer), som kan sikre, at de modtager en ordentlig indledende eller løbende uddannelse. Det

bør overvejes at gøre det til en betingelse for at opnå en lånegaranti, at der gøres brug af sådan rådgivning.

Selv om tilvejebringelsen af en sådan ordning ikke bliver lige så billig som Small Business Administrations SCORE-program, hvor rådgiverne kun får godtgjort de udgifter, de selv har afholdt, behøver den ikke blive særlig kostbar. I den britiske Small Firms Service's sidste hele leveår (1990) kostede det kun omkring 14 millioner ecu at holde 300 rådgivere i sving ude i virksomhederne. Det deraf følgende fald i både konkurer og iværksættelser med dårlig rådgivning gør etableringen af sådanne ordninger til en førsteklases national investering. En udvidelse af ordningen vil måske kunne sænke konkurstallet med op til 80 %.

3.2.4.3. Det er ikke alle virksomheder, der indstiller driften på grund af manglende finansiering eller dårlig ledelse. Et uvist antal gør det, fordi de ikke kan klare de pålagte administrative byrder. Der er sikkert også mange, der undlader at starte en virksomhed på grund af for meget bureaukrati. Europa-Kommissionen og medlemsstaterne erkender dette, men der bør sættes hurtigere ind på at få løst problemet.

I USA skal nye virksomheder kun sørge for at betale socialsikringsbidrag og blive registreret hos skattevæsenet. Medlemsstaterne bør følge dette eksempel og reducere opstartformaliteterne til det strengt nødvendige under hensyntagen til de forskellige økonomiske og sociale strukturer. De bør også hæve niveauet for fritagelse for momsregistrering, således som det allerede er tilladt i momsdirektiverne, for derigennem at understøtte de meget små virksomheder.

Administrationen af virksomheder, som betaler meget små momsbeløb, koster mere end den indbringer, så en sådan reform vil ikke få udgifter for budgettet, men vil give nye virksomheder et pusterum, inden de er nødt til at finde sig til rette med, hvad der for mange er et komplekst system, der tvinger dem til at betale for ekstern rådgivning for at kunne overholde reglerne.

3.2.4.4. Det er let at grundlægge en virksomhed i USA og drive den fra hjemmet, medmindre foretagendet er meget støjende eller udsender skadelige udslip. Man kan fundere over, om virksomheder som Microsoft og Dell Computers, der begge blev startet i en garage, nogensinde ville have set dagens lys i visse europæiske lande.

De offentlige myndigheder bør lægge mere vægt på det grundlæggende indhold end på formen, når de giver tilladelse til iværksættelser, og de bør afvikle procedurene hurtigere. Restriktionerne i opstart af

en virksomhed og i dennes drift fra et privat hjem i et begrænset tidsrum bør lempes, hvis der ikke er tale om gener eller ulemper for befolkningen eller de ansatte eller skade på miljøet.

3.2.4.5. Hvis det skal være et hovedmål at tilskynde til etablering af innovative virksomheder, bør man mærke sig de amerikanske erfaringer med, at virksomheder omkring universitetscentre eller forskningscentre har lettere ved at vokse. Der findes allerede eksempler på sådanne centre i Europa, men der er ikke nok af dem, og de er heller ikke tilstrækkeligt store endnu.

Man bør prioritere tilskyndelse til etablering af flere højteknologiske erhvervsparker omkring universitets- og forskningscentre samt forbedring af de eksisterende parkers kvalitet for derved at øge mulighederne for kommerciel udnyttelse af videnskabelige opdagelser. Det er afgørende vigtigt at sikre, at der kan opnås støtte fra risikokapitalfonde i begge tilfælde.

Kommissionen bør se på den nuværende bedste praksis i medlemsstaterne og videreformidle resultaterne for at tilskynde til en videreudvikling.

3.2.4.6. Amerikanske universitetsfolk er nok langt mere indstillet på at grundlægge eller deltage i virksomheder end deres kollegaer i Europa. En af årsagerne kan være, at det er nemmere at fremskaffe startkapital (denne lakune er nu ved at blive afhjulpet i kølvandet på stats- og regeringschefernes ekstraordinære beskæftigelsestopmøde i Luxembourg) og at trække på sagkyndig erhvervsrådgivning. En anden årsag er måske af kulturel art, idet faglig succes i Europa skønnes at være langt vigtigere end succes i erhvervslivet.

Man bør se nærmere på, hvorledes universitetsfolk kan bibringes forståelse for muligheden for at udnytte deres teoretiske viden kommercielt, især via en virksomhed, som de har en andel i. Det er måske nødvendigt at overveje incitamenter, såsom at stille flere midler til grundforskning til rådighed for de fakulteter, som de universitetsfolk, der reagerer positivt, arbejder på. Medlemsstaterne bør tillige fjerne de traditionelle hindringer for universitetsfolks erhvervsmæssige aktivitet.

Der vil være nogle praktiske problemer at løse, ikke mindst i forbindelse med anerkendelse af intellektuel ejendomsret, især hvor de involverede videncentre er hundrede procent statsfinansierede. Det forhold, at der optræder vanskeligheder, må dog ikke være et påskud for ikke at gøre noget.

3.2.4.7. En anden grund til, at forskning udnyttes kommercielt i mindre grad i Europa kan være, at det

tilsyneladende er lettere og billigere at udtage patent på opdagelser i USA.

Der udtrykkes stor tilfredshed med, at Kommissionen er til sinds snarest at udforme udkast til lovgivning med sigte på indførelse af et reelt europæisk patent. Rådet og Europa-Parlamentet opfordres til at hastebehandle og godkende denne lovgivning sideløbende med det lige så vigtige udkast til brugsmodeldirektiv.

3.2.4.8. I de områder i USA, som er kendetegnet ved større iværksætterlyst, straffer man ikke så meget iværksættere, der går fallit. De amerikanske delstaters lovgivning gør det nemlig muligt for iværksættere at drage ved lære af deres fejl og at bringe deres virksomhed på fode igen eller starte en ny.

Medlemsstaterne bør tage deres nationale konkurslovgivning op til vurdering og gennemføre ændringer med det sigte at begrænse antallet af virksomhedskonkurser, som ikke er strengt nødvendige, og at give bedre muligheder for at give en ny start for dem, der ikke fik succes i første runde, men som handlede i god tro.

3.2.5. En anden faktor, som bliver afgørende for, om disse markeder udviser positive resultater er, om der er interesse nok fra investorernes side. Hidtil har de institutionelle investorers interesse været opmuntrende, hvorimod der melder sig flere spørgsmål, når det gælder de private investorer. En grund til europæiske enkeltinvestorers manglende interesse for aktier, som omtales i syvende afsnit i kapitel II, er givetvis af kulturel art. Der findes ikke en virksomhedskultur i Europa på samme måde som i USA. Når det drejer sig om investeringer, har den sikkerhed, som investeringer med fast afkast (obligationer) indebærer, traditionelt været vigtigere end mulighederne for at opnå et højere afkast ved at investere i aktier. Det kan forventes, at indførelsen af en fælles europæisk valuta vil være tilbøjelig til at ændre investorernes indstilling. Afkastet af statspapirer vil nok falde, ligesom emissionsbeløbene vil gøre det. Dette indebærer, at investorerne bliver nødt til at overveje alternativer.

3.2.6. Investorernes indstilling ser allerede ud til at være ved at ændre sig, og en anden baggrund for den tilsyneladende mangel på interesse for aktier kan have været manglen på investeringsmuligheder. Blandt andet de seneste privatiseringers succes beviser, at efterspørgslen nok er større, end man har skønnet hidtil. Under alle omstændigheder må flertallet af de mindre private investorer forventes at foretage deres aktieinvesteringer indirekte, dvs. gennem kollektive investeringer og gennem forsikringselskaber og pensionsfonde. Det er vigtigt, at disse institutionelle investorer ikke rammes af begrænsninger i deres investeringspolitik som følge af forældede nationale regler, der vil blive stadig mere irrelevante i et område med én enkelt valuta (se tillige punkt 4.1.4).

3.2.7. Virksomheder i vækst har et stort behov for kapital, og mangel på midler hæmmer tit og ofte deres vækst i Europa. Dette er ikke lige så meget tilfældet i USA, hvor der foreligger flere forskellige muligheder for at hente kapital. I USA er uformelle private investorer, såkaldte »Business Angels«, som ofte er succesrige forretningsmænd, rede til at investere relativt store beløb (i størrelsesordenen 50 000-100 000 dollars) i virksomheder med gode vækstmuligheder. Desuden skønnes det, at den rådgivning og de kontakter, som de kan tilføre selskabet, er lige så værdifulde som de penge, de investerer. Et incitament til sådanne investeringer består i, at de pågældende personer har lov til at modregne tabene i den skat, som skal betales af andre aktiviteter under nærmere definerede betingelser. Der findes formentlig tilsvarende investorer også i Europa, men billedet er uensartet, og de potentielle investorer klager over, at det er vanskeligt at finde frem til egnede virksomheder. Den amerikanske Small Business Administration har for nylig gjort forsøg på at forbedre forholdene i USA ved at oprette en national database med henblik på fremme af kontakter.

Medlemsstaterne bør undersøge, hvorledes man kan sætte skub i uformelle private investeringer både igennem skattemæssige incitamenter og oprettelse af kontaktnetværker, hvor sådanne ikke allerede findes.

3.2.7.1. I de tilfælde, hvor uformel deltagelse fra private investorers side ikke længere er tilstrækkelig, bør venturekapitalformidlere teoretisk set træde til og støtte vækstvirksomheder og indskyde kapital, indtil virksomheden har nået det punkt, hvor fondsbørsnotering er mulig. I praksis hænder dette, selv i USA, kun i et meget ringe antal tilfælde, idet de gennemsnitlige investeringsbeløb bliver stadig større. Den amerikanske Small Business Administration har søgt at dække en del af kapitalbehovet ved at stille garantier for mindre venturekapitalinvesteringer.

Rådet har erkendt, at der består et problem (punkt 48 i Luxembourg-konklusionerne), og Kommissionen har reageret ved at fremlægge et udkast til afgørelse, som skal gøre det muligt at afgive sådanne garantier. Dette forslag vil blive behandlet i en særskilt udtalelse fra Det Økonomiske og Sociale Udvalg.

3.2.8. Et bemærkelsesværdigt særtræk i USA er det antal mindre virksomheder, der vokser sig mellemstore. En årsag hertil kan være beskatningen af kapital, som blev sat ned i USA i 1980'erne. Ejere af en virksomhed er mere villige til at løbe den risiko, som hurtig vækst indebærer, såfremt de får lov til at beholde en betydelig del af gevinsten, hvis de senere beslutter sig for at lade virksomheden børsnotere eller at afhænde den. Hvis de ikke nærer ønske om hverken det ene eller det andet, kan de være interesserede i at lade den gå videre til yngre familiemedlemmer uden at skulle betale arveafgifter,

som taper virksomheden for de finansielle midler, som den har behov for for at kunne fungere og ekspandere yderligere.

Medlemsstaterne bør se nærmere på den virkning, som kapitalbeskatning og arveafgifter lægger på SMV'ernes vækst, og indføre reformer, hvor dette er nødvendigt. Dette er noget, som ØSU har slået til lyd for ved en række lejligheder.

Når det kommer til stykket, er det det samlede provenu snarere end disse beskatningsformers procentssatser, som regeringerne bør lægge vægt på.

3.2.9. Et andet krav er levering af kvalitetsoplysninger, særlig om nye aktieemissioner, til investorerne. For større aktieemissioners vedkommende er dette et komplekst, men gennemførligt forehavende, men for mindre emissioner vanskeliggøres dette i dag, når der er tale om tværnationale emissioner, af to hovedfaktorer. Den første er manglen på en fælles definition på et offentligt udbud inden for Den Europæiske Union. Den anden er den restriktive måde, hvorpå medlemsstaterne fortolker prospektdirektivets⁽¹⁾ bestemmelser om gensidig anerkendelse. De kræver hyppigt oversættelser af de omfangsrige dokumenter samt en lang række yderligere oplysninger, tillige med indrykning af dyre annoncer i landsdækkende dagblade. Dette er helt igennem lovligt, men tvinger udbydere af »SMV-aktier« til at begrænse en offentlig førstegangsemission af aktier til én medlemsstat, og i andre lande at ty til private aktieplaceringer hos professionelle investorer. Desuden udelukker de stærkt forskellige nationale regler om annoncering i praksis mange private investorer, enten fordi de ikke har kendskab til emissionen, eller fordi der kun gennemføres en privat aktieplacering i deres bopælsland. Disse to faktorer har den uheldige følgerkning, at de begrænser likviditeten på eftermarkedet og dæmper aktiekurserne. Medmindre disse vanskeligheder overvindes, bliver det i praksis umuligt at trække på de midler og den interesse for aktier i innovative SMV'er, som der potentielt er tale om i Europa. Det bliver ej heller muligt for SMV-kapitalmarkederne at fremskaffe finansiering til Europas fremtidige kommercielle og industrielle »sværvægtene« på den måde, som de ellers kunne have gjort.

3.3. *Potentielle hindringer for optagelse af SMV'er til notering på fondsbørserne*

I dette kapitel i meddelelsen stiller Kommissionen fem spørgsmål, som i det følgende behandles i samme rækkefølge.

⁽¹⁾ 89/298/EØF. Rådets direktiv om samordning af kravene ved udarbejdelse af, kontrol med og udstedelse af det prospekt, der skal offentliggøres, når værdipapirer udbydes til offentligheden.

3.3.1. Findes der i Europa et tilstrækkeligt antal SMV'er, som er egnede og modne til at blive introduceret på børsen, og i bekræftende fald, hvordan kan de identificeres?

3.3.1.1. Det synes at fremgå af de hidtil gennemførte delundersøgelser, som nævnes i Kommissionens meddelelse, at der findes virksomheder nok med viljen og potentialet, men det er knap så sikkert, om mange er klar allerede, eller om de har kendskab til de muligheder, som en børsnotering rummer. Da virksomhederne er tilbageholdende med at indvie udenforstående i deres forhold, og da det offentlige har adgang til langt færre oplysninger end i USA, er det vanskeligt at forestille sig, hvorledes de skulle kunne identificeres. Måske kunne man opfordre professionelle rådgivere (pengeinstitutter, advokater, revisorer) og organisationer, (handelskamre osv.) til at være med til at finde frem til virksomheder, som er mulige kandidater til børsnotering.

3.3.2. Er ejere af SMV'ere, som er egnede til notering på børsen, villige til at acceptere en eventuel svækkelse af kontrollen, som en offentlig aktieemission ofte synes at indebære?

3.3.2.1. Hvis ejerne af SMV'ere ikke er rede til at acceptere, at de vil miste noget af kontrollen, og vil skulle stå til ansvar over for et bredere publikum end hidtil, bør de ikke overveje en børsnotering. I mange tilfælde er modviljen mod at acceptere dette et generationsproblem. Efterhånden som mange af dem, der grundlagde virksomheder efter den anden verdenskrig, trækker sig tilbage, ser deres efterfølgere ud til at være langt mere villige til at opgive noget af kontrollen med virksomheden til gengæld for at modtage finansiering udefra og derved opnå de bedre muligheder for vækst, som dette indebærer. Endvidere har de virksomheder, der har modtaget risikovillig kapital, eller har været genstand for uformelle private investeringer, allerede vænnet sig til, at deres beslutningstagning granskes nærmere af udenforstående. Kommissionens tanke om, at flere virksomheder måske ville melde sig, hvis der blev lanceret offentligt støttede kampagner for at gøre egnede SMV'ere opmærksomme på fordelene ved børsnotering, fortjener nærmere overvejelse, skønt rådgivning om, hvilket marked der er mest velegnet for selskabet og lignende spørgsmål, tydeligvis må gives af professionelle konsulenter.

3.3.3. Er SMV'ere indstillet på, og har de det nødvendige finansielle kendskab til at opfylde de store krav, som notering på børsen stiller til finansielle oplysninger og gennemsigtighed?

3.3.3.1. Til forberedelse af en børsnotering skal der fremlægges en lang række finansielle oplysninger, hvilket

kan udgøre en hindring. Der kræves en betydelig indsats, hvortil skal lægges den høje pris i tid, som ledelsen må bruge herpå i stedet for at bruge den på virksomhedens udvikling. Disse krav er imidlertid uløseligt forbundet med både investorers og tilsynsmyndigheders krav om gennemsigtighed. Det er vanskeligt at forestille sig, hvorledes Kommissionens forslag om at få private virksomheder til at benytte tilsvarende normer for finansiell gennemsigtighed ville kunne løse problemet. Det ville blot lægge en yderligere byrde på virksomheder, som ikke ønsker og aldrig har haft til hensigt at ønske at skaffe aktiekapital udefra.

3.3.3.2. Med hensyn til det andet forslag om »en udvidelse af det finansielle kendskab ... for virksomheder, som skal udarbejde en tegningsindbydelse« må det påpeges, at det er dem, der står bag emissionen, og ikke virksomhederne, der udarbejder prospektet, og det er revisorerne, der kontrollerer tallenes nøjagtighed og fremstilling. Forhåbentlig har de virksomheder, der har nået dette stadium, også nået et fornuftigt niveau med hensyn til finansiell viden. I modsat fald kan de se frem til problemer med opfyldelse af de løbende forpligtelser, som pålægges et børsnoteret selskab.

3.3.4. Har SMV'ere adgang til den nødvendige rådgivning og støtte fra fagfolk, som er en forudsætning for at kunne forberede en offentlig førstegangsemission på børsen?

3.3.4.1. Offentlige førstegangsemissioner med en værdi på under 100 mio. ecu kan meget vel støde på det problem, at de næppe vil være af interesse for større investeringsbanker. Inogle af de største finansieringscentre findes der mindre investeringsservicefirmaer, som er rede til at stå for mindre emissioner, men dette gælder ikke overalt, og der kan opstå vanskeligheder med at få ordentlig opbakning og bistand. Dette giver anledning til bekymring, fordi en vigtig faktor for investorernes interesse, eller mangel på samme, for en emission er formidlerens navn. I sidste instans er det denne, der filtrerer, udvælger, oplærer, forbereder og bistår de SMV'ere, der går på børsen. Forhåbentlig vil Den Økonomiske og Monetære Union ikke blot resultere i skærpet konkurrence på de finansielle markeder, men også føre til, at der dukker flere investeringsvirksomheder op, som er rede til at påtage sig mindre aktieemissioner, måske sågar uden for deres hjemland.

3.3.5. Er SMV'ere villige og i stand til at påtage sig de store omkostninger, der er forbundet med at blive noteret på en fondsbørs, både hvad angår selve optagelsen og de løbende omkostninger?

3.3.5.1. Emissionsudgifterne er store, selv om det tal på 20 % af den rejste kapital, som nævnes i meddelelsen,

må referere til en meget lille emission. Ifølge NASDAQ ligger udgifterne hyppigst på 7-9 % af emissionsbeløbet. Tilbud om særlig bistand til dækning af udgifterne ved en offentlig førstegangsemission til SMV'ere, som foretager meget små emissioner, vil ikke være til større gavn, idet gebyrerne ikke udbetales, før den nye kapital er blevet rejst. I alle tilfælde er aktiemarkederne ikke videre begejstrede for sådanne emissioner, som er tilbøjelige til at være illikvide efter børsnoteringen, og desuden er de løbende gebyrer, der skal betales, sværere at retfærdiggøre.

3.3.5.2. Der udfoldes en del bestræbelser på at opfylde mindre SMV'ers behov, selv om kun et fåtal af disse udvikler sig til højteknologivirksomheder med internationale ambitioner; følgende to tiltag er værd at nævne:

- sammenslutningen af handelskamre i Lombardiet i Italien har netop oprettet et kapitalmarked nr. 2 for virksomheder med en kapital på mindst 500 000 ecu;
- den irske fondsbørs søsatte sit »Developing Companies Market« i januar 1997. Der er her tale om et kapitalmarked med knap så skræppe betingelser som dem, der gælder for aktier på den officielle kursliste; bl.a. kræves der kun regnskaber for ét år i stedet for tre. Desuden behøver kun 10 % af aktierne at udbydes i offentlig tegning.

Der er nok behov for flere initiativer af denne art, hvor der etableres kapitalmarkeder for virksomheder i startfasen, og hvor disse markeder er relativt billige at få adgang til.

3.3.5.3. Ud over de to eksempler, der nævnes i det foregående afsnit, har der i Tyskland i lang tid eksisteret et »Freiverkehr«-marked, hvor omkring 500 virksomheders aktier handles.

3.3.5.4. Specielt for mindre SMV-aktier kunne etablering af et Internet-marked være en nyttig løsning. I juni 1997 bebudede den australske fondsbørs, at den var til sinds at lancere et »Alternative Capital Market« i februar 1998, hvor unoterede virksomheder uanset størrelse skulle kunne søge at tiltrække investeringer via Internet. Den australske fondsbørs har beregnet, at der findes omkring 1 mio. SMV'ere i Australien, hvoraf 10 % måske rummer et reelt vækstpotentiale, og måske 2 % er interesserede i aktiefinansiering udefra. De virksomheder, der søger kapital ad denne vej, skal benytte sig af »mæglere«, som skal godkendes og overvåges af den australske fondsbørs, der tillige skal gennemgå de oplysninger, som mæglernes kunder sender

på Internettet. Der vil blive stillet krav om visse oplysninger, men der vil ikke blive tale om noget så komplekst som et prospekt.

3.3.5.5. I USA er nogle virksomheder begyndt at udbyde aktier på Internettet. Der skal udarbejdes et prospekt, som skal forelægges Securities and Exchange Commission (Børstilsynet), men virksomhederne fastsætter selv aktiekurserne, hvilket fører til manglende gennemsigtighed på markedet i næste etape. Det ser ud til, at hovedparten af de aktier, som er blevet udstedt på denne måde, hidtil er blevet solgt til investorer hjemmehørende i geografisk nærhed af selskabet.

3.3.5.6. En noget mere sofistikeret ny form for »Public Venture Offerings«, som henvender sig til de mellemstore virksomheder, er nu blevet lanceret i USA, også via Internettet. Som regel rejses der beløb på mellem 5 og 10 mio. dollars. Der skal forelægges et prospekt for Securities and Exchange Commission og for tilsynsmyndigheden i alle de stater, hvor aktierne udbydes. Derefter kan der gøres reklame for udbuddet uden begrænsninger; de udbudte aktier kan tegnes af indtil fem institutionelle og et ubegrænset antal private investorer. Aktierne må ikke handles i et tidsrum på halvandet år fra emissionsdatoen. Denne form for finansiering er vanskelig at opnå, måske fordi der er tale om en ny metode. Ud af 2 000 virksomheder, som viste interesse, accepterede kun et enkelt investeringsfirma at udbyde aktier for fire virksomheder. Der ser ud til at være tale om et finansieringsinstrument med gode fremtidsmuligheder.

3.3.5.7. Et problem, som man vil støde på, hvis der skal tilskyndes til en lignende udvikling i Europa, vedrører en passende regulering og forebyggelse af svindel. Selv det amerikanske børstilsyn har endnu ikke været i stand til at udstede regler, hvilket indebærer, at det meget vel kan blive Europa-Kommissionen, der som den første må tackle dette spørgsmål i fuldt omfang og forhåbentligt udforme et regelsæt, som kan give stødet til udvikling af et fornuftigt, gennemsigtigt og ærligt marked for SMV-aktier.

Europa-Kommissionens positive indsats med hensyn til elektronisk handel fortjener anerkendelse og kan støttes. Som en videreudvikling heraf opfordres Europa-Kommissionen og medlemsstaterne til at indlede samråd, helst under opretholdelse af et samarbejde med det amerikanske børstilsyn, med det sigte at udforme et passende regelsæt for værdipapirer, som udbydes til investorerne på Internettet.

3.4. *Potentielle hindringer for grænseoverskridende handel med aktier på europæiske SMV-kapitalmarkeder*

3.4.1. Spørgsmål, som Kommissionen tager op

3.4.1.1. Valutaspecifikke problemer

Kommissionens opfattelse, som går ud på, at disse problemer kun kan løses ved hjælp af indførelse af euroen og den deraf følgende forøgelse af grænseoverskridende værdipapirhandel, kan godkendes. Dette vil naturligvis afhænge af, hvor mange medlemsstater der deltager fra starten, og kan ikke anskues, uden at man samtidig ser på, hvilke resultater EU-økonomien opnår.

3.4.1.2. Regulering af handelen med værdipapirer på EU-niveau

3.4.1.2.1. I Den Europæiske Union findes der ca. 18 værdipapirmarkeder og 18 tilsynsorganisationer. I USA findes der 3 hoved- eller »nationale« aktiemarkeder, som alle er overmåde effektive, og som fungerer fortrinligt til gavn for både investorer og selskaber. I 1996 vedtog kongressen en lovgivning, som havde forrang frem for delstaternes lovgivning i tilfælde, hvor der var tale om aktier, der blev handlet på disse markeder. Siden da har der kun været én tilsynsmyndighed, nemlig Securities and Exchange Commission. I dag kan den opsplittede struktur i Europa, tillige med de investeringsselskaber, som er aktive på det europæiske marked, ikke konkurrere effektivt med den amerikanske model.

3.4.1.2.2. I dag tillader EU-lovgivningen om finansielle tjenesteydelser frie kapitalbevægelser og rummer ret til fri etablering. Det, som det skorter på, er en konsekvent fortolkning af reglerne fra de nationale tilsynsmyndigheders side. Dette er sammen med medlemsstaternes inkonsekvente gennemførelse af de valgmuligheder, der er indeholdt i lovgivningen om finansielle tjenesteydelser, nok de mest afgørende problemer, som fortsat består med hensyn til de europæiske værdipapirmarkeders organisering og funktion. Løsningen består ikke i den fælles valuta, selv om denne er et første skridt på vejen. Sektoren for finansielle tjenesteydelser vil ikke opnå de fulde fordele, som denne kan indebære, så længe de nuværende love og tilsynsregler fortsat består.

3.4.1.2.3. Bestemmelserne i direktivet om prospekter volder særlige problemer, når selskaber søger optagelse på et marked uden for deres hjemland. Direktivet giver ikke hjemmel for automatisk gensidig anerkendelse af et prospekt, som er udarbejdet i henhold til artikel 12, med henblik på optagelse på regulerede markeder, selv om prospektet er godkendt af en kompetent myndighed. Nogle myndigheder er rede til at attestere, at de har

godkendt et prospekt; andre er ikke rede hertil. De mange forskellige nationale tilsynsordninger, som afspejler de forskellige måder, hvorpå valgmulighederne i direktivets artikler er blevet gennemført fuldt lovligt i de enkelte medlemsstaters lovgivning, gør det sværere at opnå gensidig anerkendelse i henhold til prospektdirektivets artikel 21, stk. 1.

3.4.1.2.4. Som påpeget i punkt 3.2.9 består der også større vanskeligheder som følge af nogle kompetente myndigheders krav om, at prospektet skal oversættes, og at der skal leveres supplerende oplysninger, som er specifikke for den pågældende medlemsstat, med hensyn til lokal indkomstbeskatning, de pengeinstitutter, der skal fungere som betalingsformidlere for emittenten i den pågældende medlemsstat, samt den måde, hvorpå meddelelser til investorerne skal offentliggøres. I praksis medfører dette en næsten uoverstigelig byrde for mindre emittenter.

3.4.1.2.5. Hvis sådanne unormale forhold fortsat får lov til at bestå, underminerer man nogle af fordelene ved en fælleseuropæisk valuta samt placerer de europæiske kapitalmarkeder i en ugunstig stilling sammenlignet med de amerikanske. Kapitalmarkederne i USA er ikke blot effektive; de giver også virksomhederne og investorerne flere valgmuligheder. Den afgørende årsag ser ud til at være tilsynsspørgsmålet, som sikrer gennemsigtighed og skærper konkurrencen. Dette øger igen markedets størrelse og nedbringer omkostningerne både for investorerne og de virksomheder, som rejser kapital. Selv om der i Den Europæiske Union nu findes en overordnet regelramme for de finansielle markeder og tjenesteydelser, er disse stadig overmåde komplekse, ligesom de suppleres af specifikke nationale bestemmelser og overvåges af nationale tilsynsmyndigheder.

Europa-Kommissionen og medlemsstaterne må se på, om den nuværende lovgivning og de nuværende tilsynsordninger tilskynder til en forbedring af kapitalmarkederne, hvilket er af stor betydning i dag, samt tage passende skridt til at afhjælpe mangler, især i forbindelse med direktivet om prospekter. Der er ikke behov for større ændringer for at gøre dette til et effektivt instrument, men det kræver, at nogle medlemsstater giver afkald på nogle af de lovgivningsmæssige alternativer, som de nyder godt af i dag, og som blev til på et tidspunkt, hvor de finansielle markeder var langt mere nationale i karakter, end tilfældet er i dag. En europæisk tilsynsmyndighed i stil med den amerikanske Securities and Exchange Commission kan næppe forventes at blive oprettet i en overskuelig fremtid; derfor er

der behov for en større indsats for at sikre, at håndhævelsen på nationalt plan sker mere konsekvent, end tilfældet er i dag.

3.4.1.3. Forskelle i nationale lovgivninger og praksis

3.4.1.3.1. Beskatning

Det er rigtigt, som Kommissionen anfører, at der findes dobbeltbeskatningsaftaler i de fleste tilfælde, men det gælder dog ikke for samtlige medlemsstater, idet der findes to, som udviser særlige mangler på dette felt. Ikke desto mindre er det tilsyneladende manglen på oplysninger om særlige nationale forhold, snarere end forskellene i sig selv, der volder problemer.

Denne mangel bør Kommissionen måske rette op på ved at udarbejde en omfattende vejledning eller tilskynde til udarbejdelse af en sådan.

3.4.1.3.2. Regnskabsstandarder

ØSU er enig med Kommissionen i, at regnskabsstandarder ikke skaber større problemer, selv om det ville være nyttigt for analytikere, som er kilden til de fleste af de oplysninger om virksomheder, der udsendes til publikum, at flere regnskaber blev opstillet i overensstemmelse med internationale regnskabsstandarder. Dette er imidlertid noget, som fondsbørserne må tage op i form af interne regler; det er ikke et anliggende for Europa-Kommissionen. Hvis dette skal fungere effektivt, kræver det imidlertid, at nogle medlemsstater, således som det er aftalt i princippet, ændrer deres nationale lovgivning, således at virksomhederne får lov til at benytte internationale standarder. Det ser ud til, at der her er tale om noget, som medlemsstaterne har påtaget sig at gennemføre, og de opfordres derfor til at sætte dette i værk snarest muligt.

3.4.1.3.3. Corporate governance

3.4.1.3.3.1. En EU-omspændende debat om, hvor det nødvendige niveau af corporate governance-normer skal ligge, må anses for værdifuld, men der må herske tvivl om en løsning baseret på lovbestemmelser, ikke mindst på baggrund af vanskelighederne ved at opstille enten et direktiv, som kan opnå tilslutning i Rådet, eller nationale regelsæt, der kan gøres indbyrdes konsekvente.

3.4.1.3.3.2. Den første vanskelighed ligger i at få defineret corporate governance på passende vis. I en rapport, som Ernst & Young har udarbejdet for Kommissionen, benyttes følgende særdeles brede definition: alle regler om virksomheds eksistens og kontrol, som gælder for en virksomheds eksistens inden for en given historisk og geografisk ramme. Et forsøg på at omsætte dette i lovgivning, særligt på europæisk plan, vil nok være et særdeles komplekst forehavende, da selv de mest grundlæggende begreber inden for corporate governance er dårligt formuleret i nogle medlemsstater. Der består en fare for, at den fleksibilitet, som ledelsen har behov for i et stærkt omskifteligt erhvervmiljø, begrænses

unødvendigt, hvilket vil være et yderligere handicap for Europa i dets forsøg på at konkurrere med resten af verden.

3.4.1.3.3.3. Selv adfærdsregler må have indbygget en vis grad af fleksibilitet, hvis de ikke skal blive urimeligt byrdefulde for mindre private virksomheder. Et europæisk aktiemarked har allerede fastlagt en række grundlæggende principper for corporate governance, som virksomheder, hvis aktier optages til handel, skal opfylde og fortsætte med at opfylde:

- bestyrelsen skal omfatte mindst to uafhængige medlemmer (hvilket udelukker alle ledende medarbejdere og ansatte i virksomheden eller dens datterselskaber, aktionærer med andele på over 20 % og privatpersoner, som har et sådant forhold til virksomheden, at det kan forventes at øve indflydelse på deres uafhængighed eller dømmekraft);
- der skal oprettes et vederlagsudvalg bestående udelukkende af uvildige bestyrelsesmedlemmer, og som skal fungere på linje med bedste internationale praksis, når der skal træffes afgørelse om vederlags- og bonusordninger for bestyrelsesmedlemmer og ledende medarbejdere;
- der skal desuden oprettes og opretholdes et revisionsudvalg; flertallet af dets medlemmer skal være uvildige bestyrelsesmedlemmer;
- der skal være løbende tilsyn med alle involveredes transaktioner ved hjælp af et organ med et uafhængigt flertal såsom revisionsudvalget, som tillige bør se på situationer, hvor der kan opstå eventuelle interessekonflikter.

3.4.1.3.3.4. Hvis andre europæiske fondsbørser vedtog tilsvarende bindende regler, ville man komme et langt skridt henimod en løsning af problemerne vedrørende corporate governance inden for offentlige aktieselskaber, i det mindste med hensyn til de ledende bestyrelsesmedlemmers generelle adfærd. Der kan opstå andre problemer i fremtiden. Da spørgsmålet er relativt nyt, vil det nok være bedst at anlægge en etapevis indfaldsvinkel og kun forsøge at tage tilfælde af misbrug op, når de opstår, og helst tackle disse problemer på anden vis end gennem lovgivning.

3.4.1.3.4. Institutionelle investorer

Der er to afgørende årsager til, at der er færre midler til rådighed til risikokapitalinvesteringer i Europa, der findes færre fuldt fondsbaserede pensionsordninger, og, hvor sådanne findes, har nogle medlemsstater pålagt deres investeringspolitik betydelige begrænsninger. Det skønnes, at oprettelse af flere sådanne ordninger vil få væsentlig betydning på baggrund af de demografiske

problemer, som Europa kommer til at stå over for i næste århundrede; for at opnå et så godt resultat som muligt bliver disse fonde nødt til at hente de højere afkast ved at foretage større risikokapitalinvesteringer. Kommissionens holdning, som går ud på, at institutionelle investeringer har stor betydning for disse markeders succes, samt behovet for at rydde forældede og unødvendige restriktioner på pensionsfondes investeringer af vejen, kan godkendes.

Pensionsfondene bør, med forbehold af ordentlig kontrol, som bør overvåges strikst, have frihed til at udtænke investeringsstrategier, der er til bedst gavn for fondenes medlemmer.

4. Andre vigtige punkter, som bør overvejes

4.1. Begrebet »reguleret marked« er restriktivt

4.1.1. Det lovbestemte begreb »reguleret marked« gælder kun for direktiverne om investeringsservice og krav til kapitalgrundlag, men ikke for andre EU-direktiver om finansielle tjenesteydelser. Dette har en række potentielle konsekvenser:

- i) Det ser ud til, at aktier, som optages til handel, kan klassificeres som unoterede værdipapirer under visse omstændigheder, selv om de har skullet opfylde normer for regulering og gennemsigtighed, der er mindst lige så strenge som dem, der gælder for en »officiel« fondsbørs.
- ii) Hvis klassificeringen af »unoterede værdipapirer« benyttes, bliver de virksomheder, som leverer finansielle tjenesteydelser, måske nødt til at benytte en vægtning på 0, når de udregner solvensnøgletal, hvilket vil begrænse institutionelle investeringer.
- iii) Investeringsvirksomheder, som er aktive inden for kollektive investeringsforeninger, bliver i henhold til national lovgivning i kølvandet på direktiv 85/611/EØF måske nødt til at gennemføre en forsigtighedsundersøgelse af det pågældende regulerede marked, inden de investerer i aktier, som handles på dette marked.
- iv) Direktiv 88/627/EØF om de oplysninger, som skal offentliggøres, når en større post i et noteret selskab erhverves eller afhændes, finder ikke anvendelse. Dette kan føre til en situation, hvor der kan opbygges en betydelig post i et selskab, som handles på disse markeder, uden at køberen er forpligtet til at orientere hverken selskabet eller det berørte marked.

4.1.2. Det formodes, at Kommissionen opfatter betegnelsen »reguleret marked« som en garanti for, at man

kan have tillid til et sådant marked. Når hertil kommer de strikse regler, som pålægges virksomheder, hvis aktier handles på dette marked, er det ingenlunde på sin plads, at de regler, der gælder, eller som tilsynsmyndighederne mener gælder, er strengere end dem, der finder anvendelse på »officielle fondsbørser«. Kommissionen anmodes om at se på, hvorledes denne unormale situation kan løses.

4.2. Hvad kan man lære af USA?

4.2.1. Trods de store økonomiske og sociale forskelle mellem USA og Den Europæiske Union kan man nok drage en vis lære af USA, når det gælder om at forbedre de små og mellemstore virksomheders situation, ikke mindst finansielt set, samt i henseende til virksomhedsrådgivning, hvilket vil medvirke til, at der oprettes flere nye virksomheder og dermed skabes flere arbejdspladser.

4.2.2. Vedtagelse af nye initiativer eller tilpasning af eksisterende strukturer i lyset af denne lære er ikke ensbetydende med, at hele Europa vil komme til at summe af iværksætteriver. Det er nemlig ikke tilfældet i hele USA. Væksten i innovative industrier og serviceområder (det bliver stadig vanskeligere at holde disse to adskilt) synes at være koncentreret i videncentre, som er beliggende i nærheden af akademiske institutioner eller i områder såsom dem, der ligger vest for Washington DC.

4.2.3. En del af baggrunden for de mange nye virksomhedsetableringer i USA er kulturelt betonet, idet iværksætterånd, selvstændighed og fleksibilitet er mere almindeligt udbredt i alle dele af befolkningen. Forsøg på at indpode mere iværksætterånd i Europa igennem undervisningssystemet, hvilket er noget, som Kommissionen tilsyneladende er til sinds at sætte skub i, vil tage tid, mindst én generation.

4.2.4. De offentlige myndigheders politik i Europa bør derfor tage sigte på at lette etableringen af nye virksomheder og forhindre, at konkursraten for virksomheder i deres første fem leveår bliver højere end i USA; endvidere bør man give virksomhederne bedre muligheder for at vokse til mellemstor størrelse.

4.2.5. Målet må være at give især de nye SMV'er adgang til rådgivning. Hvorledes denne skal ydes, om det skal være gennem statslige organer, formidlere eller på anden vis, er op til medlemsstaterne, helst efter samråd med arbejdsmarkedets parter. Dog bør de sørge for, at »udstødningseffekten« bliver så ringe som muligt. Det vil sige, at rådgivning ikke må ydes på en sådan måde, at den indebærer urimelige, kortsigtede konkurrencemæssige fordele.

5. Kommissionens konklusioner

5.1. Det er umuligt at anfægte Kommissionens konklusioner, således som de fremstår i meddelelsen, bortset fra at processen henimod opfyldelse af målet om en egentlig SMV-aktiekultur i Europa kan blive lang og vanskelig. Dette vil i mindre grad blive tilfældet på baggrund af de lovgivende myndigheders og de nationale tilsynsmyndigheders nye og positive tilsagn om at rydde unødvendige hindringer af vejen. I særdeleshed er det vigtigt, at innovationen på værdipapirmarkederne ikke udsættes for forsinkelser eller kvæles helt som følge af tilsynsproblemer. Man bør altid have in mente, at værdipapirlovgivningens og tilsynsmyndighedernes hovedsigte er:

- at regulere forholdet mellem aktiehandler og kunde, således at sidstnævnte ikke behandles urimeligt eller udsættes for risiko for svindel;
- at beskytte investorerne mere generelt imod svindel og markedsmanipulering.

5.2. Målet er ikke at prøve at værne dem imod markedsrisiko eller at beskytte specifikke nationale markedsinteresser, hvilket vil blive stadig vanskeligere på vore dages globale finansielle markeder.

5.3. Aktiemarkedernes primære økonomiske rolle er at kanalisere den passive opsparing i retning af produktive investeringer. Investeringsvirksomhederne formår i øjeblikket ikke at sikre optimal likviditet på markedet på grund af de nationale tilsynsmyndigheder og de lovgivende myndigheders restriktive indstilling til godkendelse af prospekter, definitionen på et offentligt tilbud og hvad der skal opfattes som et »euroværdipapir« [jf. artikel 3, litra f, i direktivet om prospekter (89/298/EØF)]. Kommissionen bør påse, at denne artikel i direktivet gennemføres korrekt på nationalt plan.

5.4. Det, Europa har brug for for at få oprettet så mange virksomheder og arbejdspladser som muligt, med støtte fra effektive finansielle markeder som i USA, men under fastholdelse af Europas særlige samfundsmæssige identitet, er følgende:

- et større antal sunde virksomheder, der søger fondsbørsnotering. Dette indebærer, at man bør øge det samlede antal virksomheder; man bør sørge for, at de ikke kommer til at lide under finansieringsmangler;

at de får adgang til kompetent virksomhedsrådgivning; at deres fremskridt ikke hæmmes af unødvendige tilsynsbyrder; og at lovgivningen giver dem bedre muligheder for at beskytte deres innovationer;

- tilskyndelse til en større strøm af investeringer i retning af aktiekapital på alle stadier af en virksomheds udvikling;
- adgang til aktiemarkeder for nyoprettede virksomheder, f.eks. på regionalt plan, hvorfra virksomhederne så kan søge over til større nationale og fælles-europæiske markeder, når de har nået et passende udviklingsniveau, samt brug af de muligheder, som Internet indebærer, og
- reform af de europæiske værdipapirregler for at skabe større gennemsigtighed og konkurrence og for at få en reel fælles-europæisk finansiell servicesektor til at fungere effektivt.

5.5. Det erkendes, at nogle medlemsstater måske allerede råder over fuldt egnede mekanismer til at tackle det rejste problem, og at flere mekanismer må forventes at blive indført i kølvandet på det ekstraordinære europæiske beskæftigelsestopmøde i november 1997. Målet med disse henstillinger er at tilskynde til udvikling af en overordnet ramme, som gør det lettere for SMV'er at udvikle sig og at skabe nye arbejdspladser i alle dele af Den Europæiske Union ved at man udfylder de huller i støtterammen, som fortsat består. Dette vil på sin side få positive følger for den samlede økonomiske velstand i Den Europæiske Union, idet hovedparten af virksomhederne er SMV'er. Foranstaltningerne vil blive udformet under hensyntagen til de enkelte medlemsstaters traditioner og strukturer.

6. Yderligere kommentarer

6.1. ØSU udtrykker tilfredshed med den positive politikudvikling, som opridses i Kommissionens meddelelse »Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union«⁽¹⁾. Det tilføjer, at der for langt de fleste af de foreslåede initiativer benyttes samme tilgang som i denne udtalelse. Med godkendelsen af de i meddelelsen indeholdte synspunkter anmoder ØSU om at blive konsulteret om den fortsatte politikudvikling på dette felt.

⁽¹⁾ KOM(98) 522 endelig udg.

Bruxelles, den 27. maj 1998.

Tom JENKINS

Formand for

Det Økonomiske og Sociale Udvalg