

6.2.1. Προς την Επιτροπή, την οποία καλεί να καταβάλει συντονισμένες πρακτικές προσπάθειες για να εξηγήσει την οργάνωση της ενιαίας αγοράς, οι οποίες θα οδηγήσουν σε συγκεκριμένα αποτελέσματα που θα βασίζονται στην τακτική καταγραφή των πραγματικών αποτελεσμάτων που προέρχονται από τα μέτρα που έλαβε η ΕΕ.

6.2.2. Προς τις επιχειρήσεις και τους επαγγελματίες των χωρών-μελών, εφόσον κρίνουν ότι είναι προς το συμφέρον τους να εγκατασταθούν και να δραστηριοποιηθούν σε μία άλλη αγορά τότε να ανασκουμπωθούν, να επιστρατεύσουν όλον τους τον δυναμισμό, που αποδεδειγμένα διαθέτουν, και να αξιοποιήσουν όλες τις δυνατότητες που έχουν για να ξεπεράσουν μόνοι τους όσα εμπόδια μπορούν.

Βρυξέλλες, 27 Μαΐου 1998.

Ο Πρόεδρος

της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής

Tom JENKINS

Γνωμοδότηση της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής για την «Ανακοίνωση της Επιτροπής: “Ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές για μικρομεσαίες επιχειρήσεις: προοπτικές και ενδεχόμενα εμπόδια στην πρόοδο”»

(98/C 235/04)

Στις 13 Μαΐου 1998 και σύμφωνα με το άρθρο 198 της Συνθήκης περί ιδρύσεως της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας, η Επιτροπή απεφάσισε να ζητήσει τη γνωμοδότηση της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής για την ανωτέρω ανακοίνωση.

Το τμήμα βιομηχανίας, εμπορίου, βιοτεχνίας και υπηρεσιών, στο οποίο ανατέθηκε η προετοιμασία των σχετικών εργασιών, επεξεργάστηκε τη γνωμοδότηση του στις 6 Μαΐου 1998 με βάση την εισηγητική έκθεση του κ. Pezzini.

Κατά την 355η σύνοδο ολομέλειας (συνεδρίαση της 27ης Μαΐου 1998), η Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή υιοθέτησε με 101 ψήφους υπέρ, 1 ψήφο κατά και 1 αποχή την ακόλουθη γνωμοδότηση.

1. Γενικές παρατηρήσεις

1.1. Είναι αξιόπαινες οι εποικοδομητικές και συνεχείς προσπάθειες που καταβάλλει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή με σκοπό την τόνωση της δημιουργίας ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών για τις ΜΜΕ. Οι πρωτοβουλίες της περιγράφονται σε προγενέστερη ανακοίνωση με τίτλο «Έκθεση σχετικά με τη δυνατότητα δημιουργίας μιας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς για μικρές επιχειρηματικά διοικούμενες, αναπτυσσόμενες εταιρείες»⁽¹⁾, για την οποία η ΟΚΕ δεν γνωμοδότησε. Η Επιτροπή έλαβε υπόψη έτσι το αίτημα της ΟΚΕ με τον οποίο καλούσε την Επιτροπή «να διερευνήσει τις δυνατότητες που υπάρχουν για τη δημιουργία μιας αναγνωρισμένης ευρωπαϊκής αγοράς που θα εξασφαλίζει την πρόσβαση στα κεφάλαια (κινδύνου) των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων και ειδικότερα των μικρών επιχειρήσεων.»

1.2. Με την εξεταζόμενη ανακοίνωση, που αποτελεί τη συνέχεια, η Επιτροπή κατήχησε ένα εποικοδομητικό έγγραφο. Εντούτοις όμως, ορισμένα σημεία όπως π.χ. η πρακτική λειτουργία της νομοθεσίας της ΕΕ όσον αφορά τις κινητές

αξίες δεν εξετάζονται όσο εμπεριστατωμένα θα έπρεπε. Για άλλα σημεία ακόμη, ορισμένοι παράγοντες εκτός εκείνων που προτείνονται από την Επιτροπή, διαδραματίζουν σημαντικό ρόλο.

1.3. Υπάρχουν πράγματι πολυάριθμοι άλλοι παράγοντες, εκτός από το πρόβλημα της διάθεσης των κατάλληλων χρηματοδοτήσεων, που επηρεάζουν τις αναπτυξιακές δυνατότητες των επιχειρήσεων. Στην παρούσα γνωμοδότηση αποφασίστηκε να εξεταστούν οι σημαντικότεροι από τους παράγοντες αυτούς, προκειμένου να καταστεί δυνατή η καλύτερη σφαιρική αξιολόγηση των προβλημάτων που τίθενται. Αρχικές από τις συστάσεις που διατυπώνονται εδώ προκύπτουν από τα δεδομένα μιας ερευνητικής αποστολής που πραγματοποίησε η ΟΚΕ στις ΗΠΑ το Νοέμβριο 1997. Η ιδέα του ταξιδιού αυτού γεννήθηκε σε μεγάλο βαθμό από την αναφορά στις κεφαλαιαγορές των ΗΠΑ που γίνεται στην εισαγωγή της ανακοινώσεως της Επιτροπής καθώς και από την προτροπή του Προέδρου Santer ο οποίος, μιλώντας ενώπιον της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής στις 2 Οκτωβρίου 1998, την ενθάρρυνε να εξετάσει τη σχετική κατάσταση που επικρατεί στις ΗΠΑ. Κατά συνέπεια το αντικείμενο της παρούσας γνωμοδότησης θα είναι κατά πολύ ευρύτερο απ' ό,τι το αντικείμενο της Ανακοίνωσης της Επιτροπής που περιορίζεται αποκλειστικώς στις κεφαλαιαγορές για τις ΜΜΕ.

⁽¹⁾ COM(95) 498 τελικό της 25.10.1995.

1.4. Μία άλλη κριτική παρατήρηση όσον αφορά την ανακοίνωση είναι ότι οι νέες ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές παρουσιάζουν ενδιαφέρον μόνον για τις εταιρείες, οι οποίες, μολονότι τεχνικά αποτελούν ΜΜΕ (κάτω των 250 απασχολούμενων, κύκλος εργασιών κάτω των 40 εκατομμυρίων Ecu και προϋπολογισμός της τάξεως των 27 εκατομμυρίων Ecu) αποτελούν είτε νέες επιχειρήσεις μεσαίου μεγέθους που λειτουργούν κυρίως στον τομέα της καινοτομίας ή επιχειρήσεις που χαρακτηρίζονται από ιδιαίτερος υψηλή ένταση κεφαλαίου.

1.5. Αλλά και στις ΗΠΑ, οι επιχειρήσεις που προσελκύουν χρηματοδοτήσεις από ιδιωτικούς άτυπους επενδυτές (οι αποκαλούμενοι «business angels») ή από κεφάλαια κινδύνου αποτελούν κατά μέγιστο όριο το 2 % του συνολικού αριθμού, μολονότι οι αναπτυξιακές τους προοπτικές είναι υψηλότερες από το μέσο όρο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της Επιτροπής, οι επιχειρήσεις οι οποίες θα μπορούσαν μία δεδομένη στιγμή να εισαγάγουν τις μετοχές τους στο χρηματιστήριο ανέρχονται κατ'ανώτατο όριο σε 20 000 περίπου σε όλη την ΕΕ. Πρόκειται όμως για τις πιο υποσχόμενες επιχειρήσεις σε ό,τι αφορά τα ποσοστά ανάπτυξης και δημιουργίας νέων θέσεων απασχόλησης πράγμα που εξηγεί για ποιο λόγο η Επιτροπή επέδειξε τόση προσοχή στις χρηματοπιστωτικές τους ανάγκες, οι οποίες δεν είχαν ληφθεί υπόψη στην Ευρώπη στον ίδιο βαθμό με τις ΗΠΑ.

2. Συνοπτική παρουσίαση του εγγράφου της Επιτροπής

2.1. Η Επιτροπή επιδιώκει κατ'ουσίαν την υλοποίηση των εξής στόχων: διερεύνηση των ενδεχόμενων εμποδίων που υφίστανται ως προς την εισαγωγή των μετοχών των ΜΜΕ στις κεφαλαιαγορές: έναρξη διάλογου σε ευρωπαϊκή κλίμακα σχετικά με τις κατάλληλες συνθήκες προσβάσεως στα ίδια κεφάλαια: περιγραφή των προόδων που συντελέστηκαν χάρη στις διάφορες πρωτοβουλίες με σκοπό τη δημιουργία νέων χρηματοοικονομικών αγορών στην Ευρωπαϊκή Ένωση όπως η «Easdaq» και η «Euro NM»: συνοπτική παρουσίαση των πρωτοβουλιών που αναλαμβάνει σήμερα ή πρόκειται να αναλάβει στο μέλλον η Επιτροπή για την άρση των εμποδίων που τίθενται στην ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών για ΜΜΕ και για την εξασφάλιση της αρμονικής τους λειτουργίας.

2.2. Στην ανακοίνωση εντοπίζονται δύο βασικοί τομείς που δημιουργούν ενδεχόμενα εμπόδια στην ανάπτυξη των εν λόγω κεφαλαιαγορών. Ο πρώτος τομέας αφορά τη νοοτροπία, τις δυνατότητες και τους πειθαναγκασμούς που είναι σύμφυτοι με τις ίδιες τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Πρόκειται ειδικότερα για τη νοοτροπία των ΜΜΕ όσον αφορά τη χρηματοδότησή τους, για τις ικανότητές τους (ή την έλλειψη γνώσεων) στον τομέα της χρηματοπιστωτικής διαχείρισης και για τις επιβαρύνσεις που θα προκύψουν σε περίπτωση εισαγωγής τους στο χρηματιστήριο.

2.3. Ο δεύτερος τομέας εμποδίων αφορά τις διαμεθοριακές συναλλαγές τίτλων στα χρηματιστήρια αξιών σε ευρωπαϊκή κλίμακα, τα ειδικότερα προβλήματα νομισματικής φύσεως, τις φορολογικές διαφορές καθώς και τις διαφορές ως προς τις εθνικές λογιστικές πρακτικές, τη διοίκηση της επιχειρήσεως και τις θεσμικές επενδύσεις. Κατά την κρίση της Επιτροπής, σε ορισμένους από τους τομείς αυτούς, θα ήταν σκόπιμη η

ταχεία και πλήρης εφαρμογή της νομοθεσίας που ισχύει στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Τέλος, στον τομέα των θεσμικών επενδύσεων και της ελεύθερης κυκλοφορίας κεφαλαίων, η Επιτροπή θεωρεί ότι εάν δεν αρθούν οι εθνικοί διακριτικοί περιορισμοί, τότε ελλοχεύει ο κίνδυνος να παραβιαστούν οι κανόνες.

3. Ειδικές παρατηρήσεις

3.1. Εισαγωγή

Η ΟΚΕ συμφωνεί με τις θέσεις της Εισαγωγής με την επιφύλαξη των παρατηρήσεων που διατυπώνονται στο σημείο 1 της παρούσας γνωμοδότησης.

3.2. Οι πρόοδοι που σημειώθηκαν στην ανάπτυξη κεφαλαιαγορών για τις ΜΜΕ στην Ευρωπαϊκή Ένωση και προοπτικές αυτών

3.2.1. Στην Ευρώπη υφίστανται σήμερα ορισμένες κεφαλαιαγορές οι οποίες είναι πιο ευαίσθητες έναντι των απαιτήσεων των καινοτόμων και ταχέως αναπτυσσόμενων επιχειρήσεων από ό,τι οι παραδοσιακές αγορές μετοχών. Δύο εξ αυτών, η Easdaq και η Euro-NM, εμφορούνται από πανευρωπαϊκές φιλοδοξίες. Η εναλλακτική αγορά επενδύσεων του Λονδίνου (London AIM) φαίνεται σήμερα να επικεντρώνεται κατά κύριο λόγο στο Ηνωμένο Βασίλειο.

3.2.2. Οι ρυθμοί ανάπτυξης των επιχειρήσεων εκείνων που επιθυμούν να εισέλθουν στις εν λόγω αγορές θα είναι κατά πάσα πιθανότητα υψηλότεροι του 10 % που αναφέρεται στη δεύτερη παράγραφο του κεφαλαίου 2 (σελ. 2 της Ανακοίνωσης). Από την σύγκριση των πωλήσεων κατά το 1996 και 1997 προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές εισήχθησαν στην αγορά EASDAQ σημείωσαν αύξηση των πωλήσεών τους κατά 25 %. Για το ένα τρίτο σχεδόν των σχετικών επιχειρήσεων σημειώθηκε αύξηση άνω του 100 %.

3.2.3. Μακροπρόθεσμα, η επιτυχία των αγορών αυτών θα εξαρτηθεί από την ικανότητα αποδοχής επαρκούς αριθμού καινοτόμων επιχειρήσεων, διότι αυτές ακριβώς οι επιχειρήσεις φαίνεται να προσελκύουν ιδιαίτερος το ενδιαφέρον των επενδυτών. Οιαδήποτε άμεση πρωτοβουλία για την αύξηση του αριθμού παρόμοιων επιχειρήσεων, ειδικότερα σε τομείς όπως η βιοτεχνολογία, δεν μπορεί παρά να είναι θετική. Δεν υφίσταται κανένα καθ'όλα αξιόπιστο σύστημα για να προσδιοριθεί εκ των προτέρων ποιες είναι οι επιχειρήσεις που πρόκειται να γνωρίσουν ταχεία ανάπτυξη και να παρουσιάσουν θετικά αποτελέσματα μακροπρόθεσμως. Η δυνατότητα προσελκύσεως εξωτερικών επενδύσεων θα εξαρτηθεί από την ποιότητα της διαχειρίσεώς τους.

3.2.4. Για το λόγο αυτό χρειάζεται συγκέντρωση των προσπαθειών στην ενθάρρυνση της δημιουργίας νέων επιχειρήσεων για να εξασφαλισθούν οι δυνατότητες προσβάσεώς τους στις χρηματοδοτήσεις και στην κατάλληλη παροχή συμβουλών κατά τρόπον ώστε να βελτιωθεί η ποιότητα της διαχείρισης και να μειωθεί το ποσοστό «θνησιμότητας» των επιχειρήσεων το οποίο σήμερα, σύμφωνα με το Ευρωπαϊκό Παρατηρητήριο Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων, ανέρχεται σε 50 % κατά την πρώτη πενταετία λειτουργίας. Στην ΕΕ λειτουργούν ήδη ικανοποιητικά συστήματα που είναι σε θέση να συνδράμουν τις επιχειρήσεις εκείνες που έχουν ανάγκη κατευθύνσεων για την επεξεργασία της πολιτικής τους. Ως παράδειγμα ας αναφερο-

θεί ο ιταλικός χρηματοδοτικός οργανισμός που ονομάζεται «Artigiancassa».

3.2.4.1. Δεδομένου ότι κατά την περίοδο κεφαλαιοποιήσεως, οι νέες επιχειρήσεις δεν είναι συνήθως σε θέση να παράσχουν εγγυήσεις για τη λήψη δανείων,

Πρέπει να καθιερωθεί σε όλα τα κράτη μέλη η δυνατότητα εγγυήσεως δανείων για τις ΜΜΕ που θα συμπεριλαμβάνονται ειδικές διατάξεις για την παροχή πολύ περιορισμένων μικροδανείων. Ο τρόπος δανειοδοτήσεως είτε μέσω των δημόσιων συστημάτων ή άλλων μηχανισμών όπως τα συστήματα αμοιβαίων εγγυήσεων θα αποφασιστεί σε συνάρτηση με τις αντίστοιχες εθνικές πραγματικότητες. Δεδομένου ότι οι πολύ μικρές επιχειρήσεις δεν επιλέγουν τη μορφή περιορισμένης ευθύνης, χρειάζεται να επιδειχθεί ιδιαίτερη προσοχή στις δικές τους ανάγκες.

Ίσως δεν είναι απαραίτητο το ανώτατο όριο να είναι της αυτής τάξεως με το όριο που καθορίζεται από την αμερικανική διοίκηση για τις μικρές επιχειρήσεις (1 εκατομμύριο δολάρια εκ των οποίων 750 000 είναι εγγυημένα). 250 000 Ecu κατ'ελάχιστον όριο φαίνεται να είναι το κατάλληλο ποσό. Οι ευκολίες αυτές, εάν τύχουν της κατάλληλης διαχείρισεως, δεν πρόκειται να αποτελέσουν σημαντική επιβάρυνση για το δημόσιο προϋπολογισμό. Σήμερα στις ΗΠΑ οι μη επιστροφές για τη δανειοδότηση είναι κατώτερες από 2,5 % των συνολικών εγγυήσεων, ενώ οι οφειλές που επιβαρύνουν τις επιχειρήσεις για τη λήψη δανείων καλύπτουν μέρος αυτών. Από την εμπειρία των συστημάτων αμοιβαίων εγγυήσεων διαπιστώνεται ότι ο αποκαλούμενος «πολλαπλασιαστής» που ενισχύει τη δυνατότητα των συνασπισμών να εγγυώνται δάνεια συνιστά έναν πολλαπλασιαστή ίσο προς 22. Στην πρακτική, με μία εγγύηση 50 % και ένα υποθετικό κεφάλαιο κινδύνου 100 Ecu είναι δυνατή η χορήγηση ενός δανείου 4 400 Ecu. Στο ποσό αυτό συμπεριλαμβάνεται ένα ποσοστό αφερεγγυότητας 4 % καθώς και το κόστος της ρευνας φερεγγυότητας.

3.2.4.2. Μία από τις σημαντικές αιτίες πτωχεύσεως των επιχειρήσεων είναι η έλλειψη γνώσεων όσον αφορά τον τομέα και η αναδρομική γνώση σε θέματα οικονομικής και χρηματοπιστωτικής διαχείρισης. Οι εν λόγω γνώσεις και αρμοδιότητες δεν έχουν τίποτε το απόκρυφο και στις περισσότερες περιπτώσεις πρόκειται για γνώσεις που μπορούν να διδαχθούν, υπό τον όρο όμως ότι εκείνος που τις μεταδίδει διαθέτει την απαιτούμενη εμπειρία στον τομέα των επιχειρήσεων καθώς και τις απαιτούμενες αρμοδιότητες όσον αφορά την παροχή συμβουλών. Δυστυχώς όμως παρατηρείται ότι οι περισσότεροι από εκείνους που έχουν ανάγκη συμβουλών, σπανίως τις επιζητούν.

Κάθε κράτος μέλος με την συνεργασία των κατάλληλων οργανισμών του ιδιωτικού τομέως θα πρέπει να μεριμνήσει ούτως ώστε κάθε ελεύθερος επαγγελματίας ή ιδιοκτήτης ή διαχειριστής ΜΜΕ να έχει την δυνατότητα προσβάσεως στις υπηρεσίες παροχής συμβουλών στον εμπορικό τομέα επί βάσεως ατομικής και με λογικό ή καθόλου αρχικό κόστος. Τα άτομα που παρέχουν συμβουλές πρέπει να διαθέτουν πείρα στον τομέα της επιχειρήσεως και να εξαρτώνται από ένα επαγγελματικό όργανο (που θα μπορούσε να συμπεριλαμβάνει τους εθνικούς οργανισμούς ΜΜΕ και βιοτεχνίας), όργανο ικανό να μεριμνά ούτως ώστε η ΜΜΕ να είναι σε θέση να εξασφαλίζει βασική κατάρτιση κατάλληλη και συνεχή. Θα ήταν σκόπιμο η προσφυγή σε αυτό

το είδος αρωγής να αποτελέσει προϋπόθεση για την παροχή εγγυήσεων εν όψει δανειοδοτήσεως.

Μολονότι ένα παρόμοιο σύστημα αν δημιουργηθεί δεν θα είναι τόσο οικονομικό όσο το πρόγραμμα Score της Αμερικανικής Διοίκησης για τις Μικρές Επιχειρήσεις, στα πλαίσια του οποίου οι σύμβουλοι αποζημιώνονται μόνο για τα έξοδα που κάνουν, δεν πρόκειται εντούτοις να είναι υπερβολικά δαπανηρό. Κατά το διάστημα του τελευταίου έτους λειτουργίας της Βρετανικής Υπηρεσίας για τις Μικρές Επιχειρήσεις (1990) η διατήρηση 300 συμβούλων στον τομέα αυτό стоίχισε μόνο 14 εκατομμύρια Ecu περίπου. Αποτέλεσμα είναι η μείωση και του αριθμού πτωχεύσεων και του αριθμού εμφάνισης νέων επιχειρήσεων που δε διαθέτουν επαρκείς βάσεις, πράγμα το οποίο καθιστά την δημιουργία παρόμοιων δομών βασικότερη εθνική επένδυση. Μπορεί να υποστηριχθεί ότι με την επέκταση αυτού του συστήματος θα μειωθεί αισθητά το ποσοστό των αποτυχιών, φθάνοντας ακόμη και το 80 %.

3.2.4.3. Το γεγονός ότι ορισμένες επιχειρήσεις διακόπτουν τις δραστηριότητές τους δεν οφείλεται στην έλλειψη χρηματοδότησης ή στην κακή διαχείριση. Πολλές από τις επιχειρήσεις αυτές (ο αριθμός των οποίων δεν είναι δυνατόν να καθορισθεί με ακρίβεια) διακόπτουν τη λειτουργία τους διότι δεν είναι σε θέση να ανταποκριθούν στις κανονιστικές υποχρεώσεις που τους επιβάλλονται. Υπάρχουν επίσης και πολλοί επιχειρηματίες που παραιτούνται από την ιδέα της δημιουργίας μιας επιχείρησης λόγω των απαιτούμενων διοικητικών διαδικασιών. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα κράτη μέλη αναγνωρίζουν ότι υπάρχουν τα προβλήματα αυτά, θεωρούν όμως ότι πρέπει να επιταχυνθεί η εφαρμογή των μέτρων που έχουν ληφθεί για την αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες η μόνη υποχρέωση την οποία έχουν οι επιχειρήσεις είναι να λάβουν τα μέτρα τους για να καταβάλουν τις συνδρομές κοινωνικής ασφάλισης και να καταθέσουν τις φορολογικές τους δηλώσεις. Τα κράτη μέλη οφείλουν εξίσου να μειώσουν στο αυστηρώς ελάχιστο τις απαιτούμενες διαδικασίες για τη δημιουργία μιας επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη κατά τον ίδιο τρόπο τις διάφορες οικονομικές και κοινωνικές δομές. Θα πρέπει επίσης να αυξήσουν και τα επίπεδα εξαιρέσεως από την υποχρέωση εγγραφής στον ΦΠΑ, όπως επιτρέπεται ήδη από τις σχετικές οδηγίες για τον ΦΠΑ, πράγμα που θα έχει ως αποτέλεσμα την ενίσχυση των πολύ μικρών επιχειρήσεων.

Η διαχείριση του συστήματος ΦΠΑ για τις επιχειρήσεις που καταβάλλουν πολύ χαμηλά ποσά ΦΠΑ στοιχίζει ακριβότερα από το εισόδημα του ίδιου του φόρου και συνεπώς η μεταρρύθμιση αυτή δεν θα επισύρει δαπάνη για τον προϋπολογισμό, και ταυτοχρόνως θα εξασφαλίσει στις νέες επιχειρήσεις τον απαιτούμενο χρόνο για να προσαρμοστούν στο σύστημα αυτό που για πολλές επιχειρήσεις είναι σύνθετο, σύστημα που τις υποχρεώνει να καταφεύγουν στις υπηρεσίες έμμεσθων εξωτερικών συμβούλων για να ανταποκριθούν στις απαιτήσεις του νόμου.

3.2.4.4. Στις Ηνωμένες Πολιτείες είναι εύκολη η ίδρυση μιας επιχείρησης και η διαχείρισή της από το σπίτι, εφόσον βεβαίως δεν αποτελεί πηγή θορύβου ή βλαβερών εκπομπών. Και εδώ διερωτάται κανείς κατά πόσον επιχειρήσεις όπως η Microsoft και η Dell Computers που άρχισαν να λειτουργούν και οι δύο μέσα σε ένα σταθμό αυτοκινήτων, θα μπορούσαν ποτέ να δημιουργηθούν σε ορισμένες χώρες της Ευρώπης.

Για την έκδοση αδειών λειτουργίας νέων επιχειρήσεων, οι δημόσιες αρχές πρέπει να επιδεικνύουν μεγαλύτερη προσοχή τόσο στην ουσία όσο και στη μορφή και να επιταχύνουν τις σχετικές διαδικασίες. Πρέπει να μετριασθούν

οι περιορισμοί όσον αφορά τη δημιουργία και τη διαχείριση επιχειρήσεων από το σπίτι για μια ορισμένη περίοδο, στο μέτρο που η συγκεκριμένη δραστηριότητα δεν ενοχλεί τους άλλους, δεν δημιουργεί προβλήματα ή βλάβες στο περιβάλλον ή στους απασχολούμενους.

3.2.4.5. Εφόσον βασικός στόχος είναι η προαγωγή της δημιουργίας καινοτόμων επιχειρήσεων, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η εμπειρία που αποκτήθηκε στις Ηνωμένες Πολιτείες σύμφωνα με την οποία οι επιχειρήσεις αυτές φαίνεται να αναπτύσσονται κατά προτίμηση γύρω από πανεπιστημιακά ή ερευνητικά κέντρα. Στην Ευρώπη υφίστανται ήδη παραδείγματα παρόμοιων κέντρων αλλά δεν είναι πολυάριθμα ούτε σημαντικού μεγέθους.

Θα πρέπει κατά προτεραιότητα να ενθαρρυνθεί η δημιουργία σημαντικότερου αριθμού τεχνολογικών επιχειρήσεων γύρω από τα πανεπιστήμια και άλλα κέντρα έρευνας και συγχρόνως η βελτίωση της συνολικής ποιότητας των επιχειρήσεων που ήδη λειτουργούν κατά τρόπον ώστε να αυξηθούν οι ευκαιρίες για την εμπορική εφαρμογή των επιστημονικών ανακαλύψεων. Για τούτο και έχει ζωτική σημασία η εξασφάλιση μιας υποστηρίξεως με πόρους κεφαλαίων κινδύνου για κάθε μεμονωμένη περίπτωση.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή πρέπει να εξετάσει τις καλύτερες πρακτικές που ακολουθούνται σήμερα στις ΗΠΑ και να διαδώσει τα σχετικά αποτελέσματα για να υπάρξουν περαιτέρω εξελίξεις.

3.2.4.6. Οι πανεπιστημιακοί των ΗΠΑ είναι πολύ πιο πρόθυμοι να ξεκινήσουν μια επιχείρηση ή να συμμετάσχουν σε πανεπιστημιακές δραστηριότητες απ' ό,τι οι ευρωπαίοι ομόλογοί τους. Αυτό οφείλεται τόσο στη μεγαλύτερη διαθεσιμότητα χρηματοδοτήσεων για νέες επιχειρήσεις ή για επιχειρήσεις που βρίσκονται σε εμβρυακή φάση (πρόκειται για ένα κενό που άρχισε σήμερα να αντιμετωπίζεται μετά την έκτακτη σύνοδο κορυφής των κρατών και κυβερνήσεων που πραγματοποιήθηκε για την απασχόληση στο Λουξεμβούργο), είτε στη διαθεσιμότητα εμπειρογνομosύνης στον εμπορικό τομέα. Υπεισέχεται βεβαίως και ο πολιτιστικός παράγοντας δεδομένου ότι στην Ευρώπη έχει μεγαλύτερο κύρος η επιτυχία στον ακαδημαϊκό χώρο απ' ό,τι στον εμπορικό τομέα.

Είναι απαραίτητο να μελετηθούν ποιες μέθοδοι είναι οι καταλληλότερες για την μεγαλύτερη ευαισθητοποίηση των πανεπιστημιακών ως προς τις δυνατότητες εμπορικής εφαρμογής των θεωρητικών τους γνώσεων και ειδικότερα στο πλαίσιο των επιχειρήσεων που μπορεί να συμμετέχουν. Εξίσου απαραίτητο είναι να προβλεφθούν κίνητρα όπως π.χ. η διάθεση μεγαλύτερων πόρων υπέρ της βασικής έρευνας για τις πανεπιστημιακές σχολές που επιδεικνύουν θετικό ενδιαφέρον. Τα κράτη μέλη θα πρέπει επίσης να μετριάσουν τους παραδοσιακούς περιορισμούς που εμποδίζουν τους ερευνητές να ασκήσουν οιαδήποτε εμπορική δραστηριότητα.

Θα χρειαστεί να ξεπεραστούν τα πρακτικά προβλήματα και ειδικότερα το πρόβλημα της αναγνώρισης της πνευματικής ιδιοκτησίας, στις περιπτώσεις κυρίως κατά τις οποίες τα ερευνητικά κέντρα χρηματοδοτούνται εξ ολοκλήρου από το κράτος. Εντούτοις όμως, η ύπαρξη δυσχερειών δεν θα πρέπει να προβάλλεται ως άλλοθι της αδράνειας.

3.2.4.7. Ένας άλλος λόγος της περιορισμένης εμπορικής εφαρμογής της έρευνας στην Ευρώπη έγκειται ίσως στο γεγονός

ότι είναι λιγότερο ευχερής και πιο δαπανηρή η εξασφάλιση διπλωμάτων ευρεσιτεχνίας, σε σύγκριση με τις ΗΠΑ.

Πρέπει συνεπώς να επικροτηθεί πλήρως η πρόθεση της Επιτροπής να προβεί το συντομότερο δυνατόν στην επεξεργασία σχεδίου νομοθεσίας για την θέσπιση ενός πραγματικού ευρωπαϊκού διπλώματος ευρεσιτεχνίας. Η ΟΚΕ καλεί το Συμβούλιο και το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο να εξετάσουν και να εγκρίνουν το συντομότερο δυνατό τη νομοθεσία αυτή καθώς και το σχέδιο οδηγίας για το πρότυπο χρήσης που είναι εξίσου σημαντικό.

3.2.4.8. Στις ζώνες των ΗΠΑ που χαρακτηρίζονται από μεγάλη επιχειρησιακή ένταση, οι επιχειρηματίες που πτωχεύουν θίγονται λιγότερο. Πράγματι η νομοθεσία των ομοσπονδιακών κρατών επιτρέπει σε αυτούς να διδάσκονται από τα σφάλματα που διέπραξαν και να συνεχίζουν τη δραστηριότητά τους εξαρχής ή να ξεκινούν μια νέα.

Τα κράτη μέλη πρέπει να εξετάσουν σε βάθος τις εθνικές νομοθεσίες όσον αφορά την πτώχευση και να επιφέρουν τροποποιήσεις κατά τρόπον ώστε να μειωθεί ο αριθμός των πτωχεύσεων οι οποίες δεν είναι αναγκαίες και να παρασχεθούν μεγαλύτερες δυνατότητες για νέο ξεκίνημα των επιχειρήσεων εκείνων οι οποίες μπορεί μεν να απέτυχαν, λειτούργησαν όμως με καλή πίστη.

3.2.5. Ένας άλλος παράγοντας που θα καθορίσει την επιτυχία ή την αποτυχία των αγορών αυτών είναι η ύπαρξη ικανού ενδιαφέροντος από πλευράς επενδυτών. Το ενδιαφέρον που έχει σημειωθεί έως σήμερα από πλευράς θεσμικών επενδυτών είναι ενθαρρυντικό, δεν ισχύει όμως το ίδιο και για τις ιδιωτικές επενδύσεις. Ένας από τους λόγους που εξηγούν την έλλειψη ενδιαφέροντος από πλευράς ευρωπαίων ιδιωτών επενδυτών σε μετοχές, θέμα στο οποίο αναφέρεται η 7η παράγραφος του κεφαλαίου II, είναι αναμφισβήτητη πολιτιστική διαφορά. Η Ευρώπη δεν έχει το ίδιο επιχειρησιακό έθος με τις ΗΠΑ. Σε ό,τι αφορά τις επενδύσεις, αποδίδεται κατά παράδοση μεγαλύτερη σημασία στην ασφάλεια των επενδύσεων σε ομόλογα από ό,τι στην επένδυση σε μετοχές που παρέχει τη δυνατότητα υψηλότερων κερδών. Είναι πολύ πιθανό η δημιουργία ενιαίου ευρωπαϊκού νομισματός να μεταβάλλει τη συμπεριφορά των επενδυτών. Η απόδοση των κρατικών τίτλων θα έχει την τάση να μειώνεται ανάλογα με τη μείωση των εκδόσεων. Πράγμα που σημαίνει ότι οι επενδυτές θα αναγκαστούν να εξετάσουν και άλλες εναλλακτικές λύσεις.

3.2.6. Η στάση των επενδυτών φαίνεται ήδη να μεταβάλλεται: η προφανής έλλειψη ενδιαφέροντος για τις μετοχές θα μπορούσε να αποδοθεί επίσης και στις ανεπαρκείς δυνατότητες. Σύμφωνα με τις πρόσφατες εξελίξεις, μεταξύ των οποίων και η επιτυχία των ιδιωτικοποιήσεων, φαίνεται ότι υπάρχει μια λανθάνουσα ζήτηση πολύ σημαντικότερη από τις σχετικές εκτιμήσεις. Οποσδήποτε, η πλειονότητα των μικρών επενδυτών μεταξύ των ιδιωτικών επενδυτών φαίνεται ότι διατηρεί εμμέσως το κεφάλαιό της σε μετοχές μέσω συλλογικών επενδύσεων και μέσω επενδύσεων που πραγματοποιούνται από τις ασφαλιστικές υπηρεσίες και τα συνταξιοδοτικά ταμεία. Ως προς την επενδυτική πολιτική, έχει σημασία να μην επιβληθούν στους εν λόγω θεσμικούς επενδυτές περιορισμοί που προκύπτουν από την εφαρμογή απαρχαιωμένων εθνικών κανόνων, οι οποίοι είναι μοιραίο να αποβάλλουν ολοένα και περισσότερο τη σημασία τους εντός της ζώνης του ενιαίου νομισματός (βλ. επίσης το σημείο 4.1.4).

3.2.7. Οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο αναπτύξεως έχουν πολύ αισθητές ανάγκες κεφαλαίων, στην Ευρώπη όμως η έλλειψη χρηματοδότησης εμποδίζει συχνά τους ρυθμούς ανάπτυξής τους. Το πρόβλημα αυτό γίνεται λιγότερο αισθητό στις ΗΠΑ, όπου υπάρχει μεγάλη ποικιλία πηγών κεφαλαίων. Στις ΗΠΑ, οι ανεπίσημοι ιδιωτικοί επενδυτές (οι αποκαλούμενοι «άγγελοι της επιχειρήσεως» που είναι συχνά επιτυχημένοι επιχειρηματίες) είναι πρόθυμοι να επενδύσουν σχετικά σημαντικά κεφάλαια (μεταξύ 50 000-100 000 δολαρίων) σε επιχειρήσεις που υπόσχονται ταχεία ανάπτυξη. Επιπλέον, οι συμβουλές και οι επαφές τις οποίες παρέχουν στην επιχείρηση είναι στοιχεία τόσο πολύτιμα όσο και τα χρήματα που επενδύουν. Ένα από τα κίνητρα που τους παρέχεται είναι η αντιστάθμιση κάτω από συγκεκριμένους όρους των ενδεχόμενων απωλειών με φορολογικές μειώσεις για άλλες δραστηριότητες. Φαίνεται ότι παρόμοιο είδος επενδυτών υφίσταται και στην Ευρώπη. Πρόκειται όμως για φαινόμενο που δεν έχει γενικευτεί και οι επενδυτές παραπονούνται διότι είναι δύσκολο να βρεθούν επιχειρήσεις για τέτοιου είδους επενδύσεις. Η Αμερικανική Διοίκηση των Μικρών Επιχειρήσεων προσπάθησε πρόσφατα να βελτιώσει τις επαφές στις Ηνωμένες Πολιτείες, δημιουργώντας μια βάση δεδομένων σε εθνική κλίμακα.

Τα κράτη μέλη πρέπει να μελετήσουν τί μέσα υπάρχουν που να επιτρέπουν την ενθάρρυνση των ανεπίσημων ιδιωτικών επενδύσεων, τόσο μέσω φορολογικών κινήτρων όσο και δια της δημιουργίας δικτύων επαφών, όπου δεν υπάρχουν.

3.2.7.1. Στην περίπτωση κατά την οποία η συμμετοχή των ανεπίσημων ιδιωτικών επενδυτών δεν επαρκεί πλέον, θα πρέπει θεωρητικώς να επέμβουν δραστικά τα κεφάλαια κινδύνου για τις επιχειρήσεις με μεγαλύτερες δυνατότητες αύξησης έως όπου καταστεί δυνατή η εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο. Στην πράξη όμως, ακόμη και στις ΗΠΑ, αυτό ισχύει μόνο για πολύ μικρό αριθμό επιχειρήσεων, διότι οι ενδιάμεσες επενδύσεις λαμβάνουν ολοένα και πιο σημαντικές διαστάσεις. Η Αμερικανική Διοίκηση των Μικρών Επιχειρήσεων προσπάθησε να συμπληρώσει το κενό αυτό, παρέχοντας εγγυήσεις στις επενδύσεις κεφαλαίων κινδύνου περιορισμένης εμβέλειας.

Δεδομένου ότι το Συμβούλιο έχει αναγνωρίσει την ύπαρξη σχετικού προβλήματος (σημείο 48 των συμπερασμάτων της Διασκέψεως Κορυφής του Λουξεμβούργου), η Επιτροπή ανταποκρίθηκε παρουσιάζοντας ένα σχέδιο πρότασης απόφασης που καθιστά δυνατή την παροχή τέτοιων εγγυήσεων. Η πρόταση αυτή θα αποτελέσει αντικείμενο χωριστής γνωμοδότησεως της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής.

3.2.8. Ένα χαρακτηριστικό των Ηνωμένων Πολιτειών που χρήζει προσοχής είναι ο αριθμός μικρών επιχειρήσεων που αναπτύσσονται έως ότου καταστούν μεσαίες επιχειρήσεις. Ένας από τους λόγους του φαινομένου αυτού έγκειται στη φορολογία των κεφαλαίων, η οποία μειώθηκε στις ΗΠΑ κατά τη δεκαετία του '80. Οι ιδιοκτήτες επιχειρήσεων είναι πιο πρόθυμοι να αναλάβουν τους κινδύνους που συνεπάγεται η ταχεία ανάπτυξη, εφόσον τους παρέχεται η δυνατότητα να διατηρήσουν ένα σημαντικό τμήμα των καρπών της επιτυχίας τους σε περίπτωση που θα εισήγαγαν την επιχείρηση στο χρηματιστήριο ή θα την πωλούσαν. Εάν δεν επιθυμούν ούτε τη μία ούτε τη δεύτερη λύση, έχουν τη δυνατότητα να μεταβιβά-

σουν την επιχείρηση στα νεώτερα μέλη της οικογενείας τους, χωρίς να είναι απαραίτητη η καταβολή φόρων μεταβιβάσεως, που στερούν την επιχείρηση από τα αναγκαία κεφάλαια για τη λειτουργία της και την περαιτέρω ανάπτυξή της.

Τα κράτη μέλη θα πρέπει να μελετήσουν τις επιπτώσεις που απορρέουν από τη φορολογία των κεφαλαίων και τους φόρους μεταβιβάσεως για την ανάπτυξη των ΜΜΕ και να προβούν στις απαραίτητες μεταρρυθμίσεις. Η ΟΚΕ έχει επανειλημμένως συνηγορήσει υπέρ του εγχειρήματος αυτού.

Η ΟΚΕ παρατηρεί ότι οι κυβερνήσεις πρέπει να αποδίδουν σημασία μάλλον στη συνολική απόδοση και όχι στους πραγματικούς συντελεστές φορολογίας.

3.2.9. Ένα άλλο απαραίτητο στοιχείο είναι η υψηλής ποιότητας ενημέρωση των επενδυτών, ειδικότερα σε ό,τι αφορά τις νέες εκδόσεις μετοχών. Για τις εκδόσεις μεγάλης διάδοσης, η πληροφόρηση αν και σχετικά πολύπλοκη, είναι εντούτοις εφικτή στην πράξη ενώ για τις προσφορές μικρότερης σημασίας προκύπτουν δυσκολίες στις περιπτώσεις όπου τίθενται προβλήματα διαμεθοριακού χαρακτήρα, και τούτο για δύο σημαντικούς λόγους. Ο πρώτος έγκειται στο γεγονός ότι δεν υπάρχει κοινός ορισμός στην ΕΕ της δημόσιας προσφοράς. Ο δεύτερος οφείλεται στον περιορισμένο τρόπο με τον οποίο ερμηνεύονται από τα κράτη μέλη οι διατάξεις της οδηγίας για την έκδοση τίτλων⁽¹⁾ στον τομέα της αμοιβαίας αναγνώρισης. Συχνά απαιτείται η μετάφραση πολύτομων εγγράφων καθώς και συμπληρωματικός αριθμός επιπρόσθετων πληροφοριών και πολυέξοδες ανακοινώσεις στα φύλλα του εθνικού τύπου. Αν και καθ' όλα νόμιμο, αυτό αναγκάζει τους εκδότες «μετοχών ΜΜΕ» να περιορίσουν την αρχική προσφορά μετοχών προς το κοινό σ' ένα και μόνο κράτος μέλος, ποντάροντας σε ιδιωτικές τοποθετήσεις μετοχών στους κόλπους επαγγελματιών επενδυτών. Επιπλέον, οι σημαντικές διαφορές που υφίστανται μεταξύ των εθνικών νόμων περί δημοσιότητας έχουν ως αποτέλεσμα να αποκλείονται συνήθως πολυαριθμοί ιδιωτικοί επενδυτές, είτε διότι δεν είναι ενήμεροι, είτε διότι στις χώρες διαμονής τους στις χρηματιστηριακές πράξεις περιορίζονται σε ιδιωτικές τοποθετήσεις. Οι δύο αυτοί παράγοντες έχουν το αρνητικό αποτέλεσμα να περιορίζουν τη ρευστότητα των μετοχών μετά την είσοδό τους στο χρηματιστήριο και να μειώνουν την τιμή τους. Όσο τα προβλήματα αυτά παραμένουν άλυτα, θα είναι σχεδόν ανέφικτη η εκμετάλλευση του αποθέματος που εν δυνάμει υφίσταται στην Ευρώπη όσον αφορά την χρηματοδότηση και το ενδιαφέρον για τις μετοχές των καινοτόμων ΜΜΕ. Αλλά ούτε και οι κεφαλαιαγορές για τις ΜΜΕ μπορούν να προβούν παρά τις δυνατότητές τους, σε χρηματοδότηση των μελλοντικών ευρωπαϊκών «πρωταθλητών» του εμπορικού και βιομηχανικού τομέα.

3.3. Ενδεχόμενα εμπόδια στην εισαγωγή των ΜΜΕ στα χρηματιστήρια

Στο κεφάλαιο αυτό της ανακοίνωσής της, η Επιτροπή θέτει τα εξής πέντε ερωτήματα τα οποία και θα εξετασθούν κατά την ίδια σειρά.

(1) Οδηγία του Συμβουλίου 89/298/ΕΟΚ (περί συντονισμού των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου δεν πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες).

3.3.1. Υπάρχει στην Ευρώπη επαρκής αριθμός ΜΜΕ, οι οποίες να είναι κατάλληλες και ώριμες για εισαγωγή και διαπραγμάτευση σε χρηματιστήριο και, αν ναι, πως μπορούν αυτές να εντοπιστούν;

3.3.1.1. Από τις επιμέρους μελέτες που έγιναν έως σήμερα και αναφέρονται στην ανακοίνωση της Επιτροπής φαίνεται ότι υπάρχει επαρκής αριθμός διαθέσιμων επιχειρήσεων με τις απαραίτητες δυνατότητες. Δεν είναι όμως εξίσου βέβαιο αν είναι ήδη έτοιμες ή αν έχουν όντως συνείδηση των δυνατοτήτων που παρέχονται από την εισαγωγή στο χρηματιστήριο. Δεδομένου ότι οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να μην αποκαλύπτουν τις υποθέσεις τους και ότι το κοινό διαθέτει πολύ πιο περιορισμένες πληροφορίες απ' ό,τι στις ΗΠΑ είναι δύσκολο να επινοηθούν συστήματα για τον εντοπισμό τους. Θα μπορούσαν ίσως να πεισθούν οι επαγγελματίες του τομέα της παροχής συμβουλών (τραπεζίτες, δικηγόροι, λογιστές) και οι οργανισμοί (εμπορικά επιμελητήρια κ.λπ.) να βοηθήσουν στον εντοπισμό των επιχειρήσεων εκείνων οι οποίες θα μπορούσαν να είναι υποψήφιες για εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

3.3.2. Υπάρχουν ιδιοκτήτες ΜΜΕ έτοιμων για εισαγωγή στο χρηματιστήριο που να είναι πρόθυμοι να δεχθούν την πιθανή μείωση του ελέγχου επί της επιχείρησης που συχνά συνεπάγεται η δημόσια έκδοση μετοχών;

3.3.2.1. Οι ιδιοκτήτες ΜΜΕ δεν θα πρέπει να επιδιώκουν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο, εφόσον δεν είναι έτοιμοι να αποδεχθούν μείωση του ελέγχου επί της επιχείρησης και αν δεν είναι πρόθυμοι να λογοδοτήσουν σε μεγαλύτερο κοινό απ' ό,τι προηγουμένως. Μεγάλο μέρος εκείνων που ίδρυσαν επιχειρήσεις μετά τον Β' παγκόσμιο πόλεμο αρχίζει να συνταξιοδοτείται, ενώ οι διάδοχοί τους φαίνονται πολύ πιο πρόθυμοι να δεχθούν μείωση του ελέγχου της επιχείρησης με αντάλλαγμα μια εξωτερική χρηματοδότηση και τις συνακόλουθες μεγαλύτερες δυνατότητες επέκτασής. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις που έχουν επωφεληθεί από κεφάλαια κινδύνου ή έχουν προσελκύσει ανεπίσημες ιδιωτικές επενδύσεις έχουν ήδη συνηθίσει να θέτουν τις αποφάσεις τους υπό την κρίση τρίτων. Η ιδέα της Επιτροπής σύμφωνα με την οποία ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων θα μπορούσαν να είναι υποψήφιες εάν οι δημόσιες αρχές υποστήριζαν τις εκστρατείες για να γνωστοποιηθούν σε όσες ΜΜΕ ανταποκρίνονται στις απαραίτητες συνθήκες τα οφέλη της εισαγωγής στο χρηματιστήριο είναι μια ιδέα που αξίζει να μελετηθεί περισσότερο, μολονότι ανήκει οπωσδήποτε σε όποιους ασχολούνται επαγγελματικά με την παροχή συμβουλών να βοηθήσουν την εν λόγω επιχείρηση σε ό,τι αφορά την επιλογή της αγοράς που ταιριάζει καλύτερα και άλλα σχετικά ζητήματα.

3.3.3. Οι ΜΜΕ διαθέτουν την απαραίτητη θέληση και τις χρηματοοικονομικές δεξιότητες για να ανταποκριθούν στις υψηλές απαιτήσεις χρηματοοικονομικών πληροφοριών και διαφάνειας που συνεπάγεται η εισαγωγή και η διαπραγμάτευση των μετοχών τους σε χρηματιστήριο;

3.3.3.1. Το γεγονός ότι απαιτείται σημαντική ποσότητα πληροφοριών χρηματοοικονομικής φύσεως για την προετοιμασία

της εισαγωγής στο χρηματιστήριο μπορεί να εμποδίσει την εν λόγω διαδικασία. Απαιτούνται σημαντικές προσπάθειες εκτός του υψηλού κόστους που αποτελεί ο χρόνος που θα πρέπει να αφιερωθεί από τους υπεύθυνους εις βάρος της εργασίας τους για την ανάπτυξη της επιχείρησης. Οι υποχρεώσεις αυτές είναι όμως αδιαχώριστες από τη διαφάνεια που είναι απαραίτητη και στους επενδυτές και στις ρυθμιστικές αρχές της αγοράς. Είναι δύσκολο να κατανοήσει κανείς πως θα λυθεί το πρόβλημα με την πρόταση της Επιτροπής σύμφωνα με την οποία πρέπει να ζητηθεί από τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης να υιοθετήσουν παρόμοια πρότυπα χρηματοοικονομικής διαφάνειας. Το αποτέλεσμα θα ήταν μια περαιτέρω επιβάρυνση των επιχειρήσεων που δεν αναζητούν ούτε ποτέ πρόκειται να αναζητήσουν κεφάλαια εξωτερικής συμμετοχής.

3.3.3.2. Ως προς τη δεύτερη πρόταση, σύμφωνα με την οποία θα πρέπει να παρέχεται χρηματοοικονομική πληροφόρηση στις εταιρείες που ετοιμάζουν την έκδοση ενός τίτλου, ως σημειωθεί ότι δεν είναι η επιχείρηση που ετοιμάζει την έκδοση ενός τίτλου αλλά η εταιρεία εκδόσεως και ότι εμπίπτει στην αρμοδιότητα των λογιστών εισηγητών να επαληθεύσουν την ακρίβεια και την παρουσίαση των στοιχείων. Ελπίζεται βεβαίως ότι οι επιχειρήσεις που έχουν φθάσει στο στάδιο αυτό, έχουν αποκτήσει εξίσου και το απαραίτητο επίπεδο αρμοδιότητας σε ό,τι αφορά τα χρηματοπιστωτικά θέματα. Διαφορετικά θα έχουν να αντιμετωπίσουν προβλήματα όταν χρειασθεί να ανταποκριθούν στις μόνιμες υποχρεώσεις μιας αυτόνομης εταιρείας.

3.3.4. Οι ΜΜΕ διαθέτουν πρόσβαση στις αναγκαίες συμβουλές ειδικού και στην απαραίτητη υποστήριξη που απαιτείται για την προπαρασκευή των αρχικών δημοσίων εκδόσεων μετοχών;

3.3.4.1. Οι δυνητικές αρχικές δημόσιες εκδόσεις μετοχών κάτω των 100 εκατομμυρίων Ecu ενδέχεται να αντιμετωπίσουν δυσκολίες, διότι παρουσιάζουν μικρότερο ενδιαφέρον για τις μεγάλες τράπεζες επενδύσεων. Σε ορισμένα από τα κυριότερα χρηματοπιστωτικά κέντρα, υπάρχουν όντως μικρές εταιρείες επενδύσεων που είναι πρόθυμες να διαχειριστούν τη δημόσια έκδοση μετοχής αρκετά χαμηλής αξίας, η κατάσταση όμως αυτή δεν είναι γενικευμένη και υπάρχει κίνδυνος να δημιουργηθούν δυσκολίες όσον αφορά τη λήψη ενισχύσεως ή κατάλληλης αρωγής. Το λεπτό θέμα είναι ότι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που καθορίζουν το ενδιαφέρον ή όχι των επενδυτών για την έκδοση μιας μετοχής είναι το όνομα του οίκου έκδοσης που έχει αναλάβει την εν λόγω μετοχή. Ο ρόλος τους άλλωστε είναι να λειτουργούν ως φίλτρα ή ως επιλογείς, να εκπαιδεύουν ή να προετοιμάζουν και να βοηθούν τις ΜΜΕ που εισάγονται στο χρηματιστήριο. Ελπίζεται ότι η Οικονομική και Νομισματική Ένωση που θα συνοδευθεί με αυξημένο ανταγωνισμό στις κεφαλαιαγορές, θα έχει ως αποτέλεσμα την εμφάνιση μεγαλύτερου αριθμού εταιρειών επενδύσεων πρόθυμων να αναλάβουν τις εκδόσεις δημοσίων μετοχών μικρής αξίας και μάλιστα εκτός της χώρας στην οποία έχουν τη βασική τους έδρα.

3.3.5. Επιθυμούν και μπορούν οι ΜΜΕ να αντιμετωπίσουν το υψηλό κόστος της διαδικασίας εισαγωγής και διαπραγμάτευσης σε χρηματιστήριο, τόσο από πλευράς αρχικής δημόσιας προσφοράς όσο και από πλευράς τρεχουσών δαπανών μιας τέτοιας διαπραγμάτευσης;

3.3.5.1. Οι δαπάνες μιας εκδόσεως είναι υψηλές, έστω και αν το ποσοστό 20% του συγκεντρωθέντος κεφαλαίου που

αναφέρεται στην ανακοίνωση πρέπει να αφορά την έκδοση μιας χρηματιστηριακής αξίας περιορισμένης αποδόσεως. Όσον αφορά την NASDAQ, το κόστος ανέρχεται περίπου στο 7-9% της αξίας εκδόσεως. Δεν θα ωφελούσε ιδιαίτερος η χορήγηση ειδικών ενισχύσεων για την κάλυψη των δαπανών μιας αρχικής δημόσιας έκδοσης μετοχής για τις MME που προβαίνουν σε εκδόσεις πολύ χαμηλού ποσού, δεδομένου ότι δεν εξοφλούνται τα δικαιώματα έως ότου ληφθούν νέα κεφάλαια. Όπως και να έχει, τα χρηματιστήρια δεν επιδεικνύουν κανέναν ενθουσιασμό για τέτοιου είδους εκδόσεις, επειδή η τάση των μετοχών αυτών είναι να παρουσιάζουν περιορισμένη κυκλοφορία μετά την εισαγωγή στο χρηματιστήριο και δύσκολα δικαιολογούνται τα απαιτούμενα χρηματιστηριακά τέλη.

3.3.5.2. Έχουν καταβληθεί ορισμένες προσπάθειες για την αντιμετώπιση των αναγκών των μικρότερων MME εκ των οποίων μια μειοψηφία μόνο θα καταστούν επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας με διεθνείς φιλοδοξίες. Αξίζει εδώ να αναφερθούν δύο σχετικές πρωτοβουλίες:

- Η Ένωση Εμπορικών Επιμελητηρίων της Λομβαρδίας στην Ιταλία δημιούργησε πρόσφατα μια δευτερεύουσα κεφαλαιαγορά για τις επιχειρήσεις των οποίων το ελάχιστο κεφάλαιο ανέρχεται σε 0,5 εκατ. Ecu.
- Το χρηματιστήριο της Ιρλανδίας δημιούργησε τον Ιανουάριο 1997 την «Αγορά Αναπτυσσόμενων Επιχειρήσεων». Πρόκειται για μια κεφαλαιαγορά στην οποία οι όροι είναι λιγότερο δαπανηροί από τους όρους που εφαρμόζονται στις μετοχές του επίσημου δελτίου, και συγκεκριμένα απαιτούνται για την αγορά αυτή τα λογιστικά μιας μόνο χρονιάς αντί τριών. Επιπλέον, η υποχρεωτική δημόσια έκδοση μετοχής περιορίζεται σε 10% των μετοχών.

Φαίνεται λοιπόν ότι είναι απαραίτητη η ανάληψη παρόμοιων πρωτοβουλιών, ικανών να δημιουργήσουν κεφαλαιαγορές για τις επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα τους βήματα και με χαμηλές σχετικά δαπάνες πρόσβασης.

3.3.5.3. Υπάρχει ακόμα και η αποκαλούμενη γερμανική αγορά «Freiverkehr», που λειτουργεί από καιρό ήδη και όπου γίνεται διαπραγμάτευση 500 περίπου επιχειρήσεων που δεν έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο.

3.3.5.4. Χρήσιμο θα ήταν ίσως να ενθαρρυνθεί και η δημιουργία μιας αγοράς Internet κυρίως για τις μετοχές των μικρότερων MME. Τον Ιούνιο 1997 το χρηματιστήριο της Αυστραλίας ανήγγειλε για τον Φεβρουάριο 1998 τη δημιουργία μίας «εναλλακτικής κεφαλαιαγοράς» στην οποία οι επιχειρήσεις εκτός χρηματιστηρίου και ανεξαρτήτως διαστάσεων θα μπορούν να αναζητούν επενδύσεις μέσω αναγγελιών στο Internet. Το αυστραλιανό χρηματιστήριο υπολογίζει ότι στην Αυστραλία λειτουργεί ένα εκατομμύριο περίπου MME, εκ των οποίων το 10% διαθέτει ίσως πραγματικές δυνατότητες ανάπτυξης και 2% που θα μπορούσαν να ενδιαφερθούν για την αναζήτηση εξωτερικών κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις που σκοπεύουν να εισέλθουν στην αγορά θα πρέπει προηγουμένως να προσφύγουν στις συμβουλές εξωτερικών εταιρειών με την έγκριση και την εποπτεία του χρηματιστηρίου Αυστραλίας, οι οποίες θα πρέπει κατόπιν να επαληθεύουν τις πληροφορίες

που παρέχονται στις επιχειρήσεις και στους πελάτες μέσω Internet. Θα είναι υποχρεωτική η παροχή ορισμένων πληροφοριών πράγμα το οποίο όμως δεν είναι τόσο πολύπλοκο όσο η έκδοση τίτλων.

3.3.5.5. Η κατάρτιση της προσκλήσεως για κινητές αξίες και η μεταβίβασή της στην αρμόδια επιτροπή του χρηματιστηρίου είναι υποχρεωτική αλλά οι ίδιες οι επιχειρήσεις καθορίζουν την τιμή των μετοχών, πράγμα το οποίο δεν προκαλεί μεγάλη διαφάνεια στη δευτερεύουσα αγορά. Φαίνεται ότι έως σήμερα η πλειονότητα των μετοχών που εκδόθηκαν κατά τον τρόπο αυτό πουλήθηκαν σε επενδυτές που γειτνιάζουν με την εταιρεία.

3.3.5.6. Ένα νέο είδος έκδοσης τίτλων κάπως πιο αναπτυγμένο, που απευθύνεται στις μεσαίες εταιρείες αφορά τις αποκαλούμενες «Public Venture Offerings» (δημόσια προσφορά ανάληψης κινδύνου) και προτείνεται σήμερα στις ΗΠΑ και μέσω επίσης του Internet. Τα ποσά που αναζητούνται συνήθως είναι της τάξεως των 5-10 εκατ. δολαρίων. Είναι υποχρεωτική η κατάρτιση προσκλήσεως για την αρμόδια επιτροπή του χρηματιστηρίου και για τη ρυθμιστική αρχή κάθε πολιτείας στην οποία προσφέρονται οι τίτλοι. Η έκδοση μπορεί ακολουθώντας να αποτελέσει αντικείμενο διαφήμισης χωρίς κανένα περιορισμό και στην οποία μπορούν να εγγραφούν κατ' ανώτατο όριο πέντε θεσμικοί επενδυτές και απεριόριστοι ιδιώτες. Οι μετοχές δεν μπορούν να αποτελέσουν αντικείμενο διαπραγμάτευσης κατά τη διάρκεια μιας περιόδου 18 μηνών από τις ημερομηνίες εκδόσεως. Η πρόσβαση σε αυτό το είδος χρηματοδότησης ίσως είναι δυσχερής λόγω της καινοτομίας της. Από τις 2000 επιχειρήσεις που ενδιαφέρθηκαν, μία μόνο εταιρεία επενδύσεων δέχτηκε να προβεί σε μια έκδοση για τέσσερις επιχειρήσεις. Εντούτοις, φαίνεται πως πρόκειται για ένα χρηματοοικονομικό μέσον με μεγάλες δυνατότητες.

3.3.5.7. Ένα από τα προβλήματα που θα πρέπει να αντιμετωπισθούν για την ενθάρρυνση παρόμοιων πρωτοβουλιών στην Ευρώπη είναι η κατάλληλη ρύθμιση και η πρόληψη της απάτης. Ακόμη και η Αμερικανική Επιτροπή Χρηματιστηριακών Πράξεων δεν είναι ακόμη σε θέση να δημοσιεύσει σχετικό σώμα κανόνων πράγμα που σημαίνει ότι θα είναι ίσως η Ευρωπαϊκή Επιτροπή το πρώτο όργανο που θα χρειαστεί να αντιμετωπίσει συνολικά το πρόγραμμα αυτό, θεσπίζοντας ως ελπίσουμε, το πλαίσιο των κανόνων εντός των οποίων θα μπορέσει να αναπτυχθεί μια αγορά μετοχών των MME που να είναι σημαντική, διαφανής και έντιμη.

Η ΟΚΕ αναγνωρίζει και υποστηρίζει τις εποικοδομητικές προσπάθειες που κατέβαλε η Ευρωπαϊκή Επιτροπή στον τομέα του ηλεκτρονικού εμπορίου. Καλεί την ίδια την Επιτροπή και τα κράτη μέλη να αρχίσουν διαβουλεύσεις επί της βάσεως αυτής, και σε συνεργασία ει δυνατόν με την Αμερικανική Επιτροπή Χρηματιστηριακών Πράξεων, για την κατάρτιση του κατάλληλου ρυθμιστικού πλαισίου που θα ισχύει για τους τίτλους που προσφέρονται στους επενδυτές μέσω του Internet.

3.4. Ενδεχόμενοι φραγμοί στη διασυνοριακή αγοραπωλησία μετοχών σε ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ

3.4.1. Σημεία που θίγει η Επιτροπή

3.4.1.1. Προβλήματα που συνδέονται με το συνάλλαγμα

Η ΟΚΕ συμμερίζεται την άποψη της Επιτροπής σύμφωνα με την οποία τα προβλήματα που συνδέονται με το συνάλλαγμα μπορούν να επιλυθούν μόνο με την εισαγωγή του Ευρώ και χάρη στην επακόλουθη ώθηση που θα δοθεί στις διαμεθοριακές συναλλαγές σε τίτλους. Φυσικά, αυτό θα εξαρτηθεί από τον αριθμό των κρατών μελών που θα συμμετάσχουν ήδη από την αρχή και δεν μπορεί να θεωρηθεί ανεξάρτητα από τα αποτελέσματα της οικονομίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

3.4.1.2. Η κανονιστική ρύθμιση του εμπορίου κινητών αξιών σε ευρωπαϊκό επίπεδο

3.4.1.2.1. Η Ευρωπαϊκή Ένωση αριθμεί 18 περίπου αγορές τίτλων και 18 κανονιστικά όργανα. Στις Ηνωμένες Πολιτείες υπάρχουν 3 κύρια ή «εθνικά» χρηματιστήρια αξιών. Όλα χαρακτηρίζονται από υψηλή αποτελεσματικότητα και εξυπηρετούν ικανοποιητικά τα συμφέροντα των επενδυτών και των επιχειρήσεων. Από το 1996 που το Κογκρέσο υιοθέτησε νομοθετικές διατάξεις που υπερισχύουν των νομοθεσιών των πολιτειών σε ό,τι αφορά τη διαπραγμάτευση αξιών σε αυτές τις αγορές, η κανονιστική αρχή είναι ενιαία, δηλαδή η Αμερικανική Επιτροπή Χρηματιστηριακών Πράξεων (Securities and Exchange Commission). Σήμερα η κατακερματισμένη κανονιστική διάθροιση που υπάρχει στην Ευρώπη καθώς και οι επιχειρήσεις επενδύσεων που αναπτύσσουν δραστηριότητα σε αυτή, δεν μπορούν να ανταγωνιστούν αποτελεσματικά το υπόδειγμα των Ηνωμένων Πολιτειών.

3.4.1.2.2. Προς το παρόν η κοινοτική νομοθεσία για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες επιτρέπει την ελεύθερη κυκλοφορία των κεφαλαίων και αναγνωρίζει το δικαίωμα εγκαταστάσεως. Λείπει ωστόσο μια ενιαία ερμηνεία των διατάξεων εκ μέρους των εθνικών κανονιστικών οργάνων. Η κατάσταση αυτή και το γεγονός ότι οι δυνατότητες που προσφέρονται από τις νομοθεσίες για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες αποτέλεσαν αντικείμενο εκμετάλλευσης κατά τους πιο ποικίλους τρόπους σε εθνικό επίπεδο, αποτελούν ίσως τα βασικά προβλήματα που τίθενται ακόμη όσον αφορά την οργάνωση και τη λειτουργία των χρηματιστηρίων αξιών στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Η λύση δεν έγκειται μόνο στο ενιαίο νόμισμα παρά το ότι αυτό αποτελεί την αναγκαία προϋπόθεση. Πράγματι ο τομέας των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών δεν θα επωφεληθεί πλήρως από τα πλεονεκτήματα που συνδέονται με το ενιαίο νόμισμα όσο καιρό ισχύει το υφιστάμενο νομοθετικό και κανονιστικό καθεστώς.

3.4.1.2.3. Ιδιαίτερα προβλήματα παρουσιάζουν οι διατάξεις της οδηγίας του Συμβουλίου 89/298/ΕΟΚ για τον συντονισμό των όρων κατάρτισης, ελέγχου και κυκλοφορίας του ενημερωτικού δελτίου που πρέπει να δημοσιεύεται όταν απευθύνεται στο κοινό πρόσκληση για κινητές αξίες όταν οι επιχειρήσεις ενός κράτους μέλους ζητούν να εισαχθούν σε αγορά αξιών άλλου κράτους μέλους. Η οδηγία αυτή δεν προβλέπει την αμοιβαία αυτόματη αναγνώριση μιας προσκλήσεως προς εγγραφή σε νέα έκδοση τίτλων που καταρτίστηκε σύμφωνα με το άρθρο 12 προκειμένου να επιτευχθεί η εισαγωγή σε ρυθμισμένη αγορά, ακόμη και αν η έκδοση τίτλων έχει ελεγχθεί

από αρμόδια αρχή. Ορισμένες από τις αρχές αυτές είναι διατεθειμένες να εκδώσουν πιστοποιητικό που να πιστοποιεί ότι έλεγξαν την έκδοση τίτλων, αλλά άλλες όχι. Πράγματι, η ποιικιλία των κανονιστικών ρυθμίσεων που έχουν υιοθετηθεί σε εθνικό επίπεδο, η οποία οφείλεται στους διαφορετικούς τρόπους με τους οποίους ορισμένες δυνατότητες που περιέχονται στην οδηγία για τις κινητές αξίες έχουν μεταφερθεί στις εθνικές νομοθεσίες κατά τρόπο απολύτως νόμιμο, εμποδίζει να πραγματοποιηθεί με την δέουσα ευκολία η αμοιβαία αναγνώριση που προβλέπεται στο άρθρο 21, παράγραφος 1, της οδηγίας αυτής.

3.4.1.2.4. Όπως ήδη επισημάνθηκε στο σημείο 3.2.9, οι δυσκολίες προκύπτουν από το γεγονός ότι ορισμένες αρχές απαιτούν τη μετάφραση της εκδόσεως τίτλων, καθώς και επιπρόσθετες πληροφορίες που προβλέπονται από τα ισχύοντα σε αυτό το κράτος μέλος, όσον αφορά το εφαρμοζόμενο φορολογικό καθεστώς επί των εισοδημάτων, τους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς που εξασφαλίζουν τη χρηματοπιστωτική εξυπηρέτηση του εκδότη στο εν λόγω κράτος μέλος, και τους τρόπους δημοσίευσης των προσκλήσεων που απευθύνονται στους επενδυτές. Στην πράξη οι απαιτήσεις αυτές είναι σχεδόν απαγορευτικές για τους μικρότερους εκδότες τίτλων.

3.4.1.2.5. Η παραμονή των ανωμαλιών αυτών θα υπονομεύσει ορισμένα από τα πλεονεκτήματα που προέρχονται από την ύπαρξη ενός ενιαίου ευρωπαϊκού νομίσματος και θα θέσει τις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές σε μειονεκτική θέση έναντι των αντίστοιχων αγορών των Ηνωμένων Πολιτειών. Οι αγορές των ΗΠΑ δεν είναι μόνο αποτελεσματικές, αλλά προσφέρουν επιλογές στις επιχειρήσεις και διευρύνουν τις δυνατότητες για τους επενδυτές. Η κατάσταση αυτή φαίνεται ότι εξαρτάται κυρίως από το ρυθμιστικό πλαίσιο, που εξασφαλίζει την διαφάνεια και ενθαρρύνει τον ανταγωνισμό. Ως αποτέλεσμα, αυξάνεται το μέγεθος των αγορών και μειώνεται το κόστος τόσο για τους επενδυτές όσο και για τις επιχειρήσεις που αναζητούν κεφάλαια. Παρά το ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση διαθέτει τώρα ένα σφαιρικό πλαίσιο κανόνων που ρυθμίζουν τις χρηματοπιστωτικές αγορές και υπηρεσίες, οι κανόνες αυτοί είναι εξαιρετικά πολύπλοκοι, συμπληρώνονται από επιπρόσθετες εθνικές διατάξεις και η εφαρμογή τους ελέγχεται από εθνικές κανονιστικές αρχές.

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή και τα κράτη μέλη πρέπει να μελετήσουν κατά πόσο το υφιστάμενο νομοθετικό και κανονιστικό καθεστώς ενθαρρύνει την τελειοποίηση των κεφαλαιαγορών που είναι πλέον απαραίτητη και να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα για την τροποποίησή του και ιδιαίτερα την τροποποίηση της οδηγίας για την έκδοση κινητών αξιών. Για να μετασχηματισθεί η οδηγία αυτή σε ένα αποτελεσματικό μέσο, δεν θα πρέπει να επέλθουν σημαντικές τροποποιήσεις. Θα πρέπει όμως ορισμένα κράτη μέλη να απαρηθθούν μερικές από τις νομοθετικές επιλογές στις οποίες τώρα μπορούν να προβούν και οι οποίες είχαν προβλεφθεί σε μία εποχή κατά την οποία οι χρηματοπιστωτικές αγορές είχαν περισσότερο εθνικό χαρακτήρα από ό,τι σήμερα. Οπωσδήποτε είναι μάλλον απίθανο να επιτευχθεί στο εγγύς μέλλον η δημιουργία ενός ευρωπαϊκού κανονιστικού οργάνου όπως η Αμερικανική Επιτροπή Χρηματιστηριακών Πράξεων. Ωστόσο, επιβάλλεται να κατα-

βληθούν μεγαλύτερες προσπάθειες ώστε η εφαρμογή των κανόνων σε εθνική κλίμακα να είναι πολύ πιο συνεπής από ό,τι σήμερα.

3.4.1.3. Διαφορές μεταξύ εθνικών νομοθεσιών και πρακτικών

3.4.1.3.1. Φορολογία

Η Επιτροπή ορθώς υποστηρίζει ότι στις περισσότερες περιπτώσεις υπάρχουν καθεστώτα διπλής φορολογίας. Αυτό όμως δεν ισχύει για όλα τα κράτη μέλη και ιδιαίτερα για δύο που παρουσιάζουν μεγάλες ελλείψεις στον τομέα αυτό. Ωστόσο, τα προβλήματα οφείλονται προφανώς στην έλλειψη ενημέρωσης σχετικά με τις εθνικές ιδιαιτερότητες, παρά στις ίδιες τις διαφορές.

Η Επιτροπή θα μπορούσε να καλύψει το κενό αυτό προβαίνοντας απευθείας στην έκδοση ενός πλήρους οδηγού για το θέμα ή στην ενθάρρυνση της εκδόσεώς του.

3.4.1.3.2. Λογιστικά πρότυπα

Η ΟΚΕ συμμερίζει την άποψη της Επιτροπής κατά την οποία τα πρότυπα αυτά δεν θέτουν σημαντικά προβλήματα. Ωστόσο, θα ήταν χρήσιμο για τους αναλυτές, οι οποίοι αποτελούν την πηγή πολυάριθμων «δημόσιων» πληροφοριών για τις επιχειρήσεις, να καταρτίζονται συχνότερα οι λογαριασμοί και σε συμφωνία με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα. Το θέμα αυτό θα πρέπει να ρυθμίσουν τα χρηματιστήρια, με την έκδοση εσωτερικών κανόνων, και όχι η Ευρωπαϊκή Επιτροπή. Όμως για να λειτουργήσει αποτελεσματικά το σύστημα αυτό, ορισμένα κράτη μέλη θα πρέπει, όπως έχει κατ'αρχήν συμφωνηθεί, να τροποποιήσουν τις εθνικές νομοθεσίες τους προκειμένου να μπορέσουν οι επιχειρήσεις τους να εφαρμόσουν τους διεθνείς κανόνες. Φαίνεται ότι τα κράτη μέλη έχουν αναλάβει αυτή την υποχρέωση και καλούνται να την εκπληρώσουν το ταχύτερο.

3.4.1.3.3. Εταιρική κυβέρνηση

3.4.1.3.3.1. Θα ήταν σκόπιμο να πραγματοποιηθεί συζήτηση σε ευρωπαϊκή κλίμακα με θέμα το απαραίτητο επίπεδο των προτύπων της εταιρικής κυβέρνησης. Είναι ωστόσο θεμιτό να αμφισβητηθούν οι λύσεις που βασίζονται σε θεσμικές διατάξεις, ιδιαίτερα αν ληφθούν υπόψη οι δυσκολίες για την κατάρτιση μιας οδηγίας ικανής να επιτύχει τη συμφωνία του Συμβουλίου, ή εναλλακτικώς, εθνικών κανόνων που να χαρακτηρίζονται από συνοχή.

3.4.1.3.3.2. Η πρώτη δυσκολία βρίσκεται στην εξεύρεση κατάλληλου ορισμού για την εταιρική κυβέρνηση. Ο ορισμός που υιοθέτησε η Ernst & Young σε μία έκθεση που κατήχησε για την Επιτροπή (όλοι οι κανόνες λειτουργίας και ελέγχου που ρυθμίζουν τη ζωή των επιχειρήσεων σε ένα δεδομένο ιστορικό και γεωγραφικό πλαίσιο) είναι εξαιρετικά ευρύς. Το να επιχειρηθεί η μεταφορά του σε νομοθεσία μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα περίπλοκο, κυρίως σε ευρωπαϊκό επίπεδο, δεδομένου ότι σε ορισμένα κράτη μέλη δεν έχουν αναπτυχθεί καλώς ούτε οι πιο προκαταρκτικές έννοιες της εταιρικής κυβέρνησης. Ένας από τους κινδύνους που ελλοχεύουν είναι η θέση άσκοπων περιορισμών σε σχέση με τις ανάγκες για ευέλικτη διαχείριση σε ένα οικονομικό περιβάλλον που μετα-

βάλλεται ταχέως, και αυτό θα μπορούσε να έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία περαιτέρω μειονεκτημάτων για την Ευρώπη στην προσπάθειά της να ανταγωνισθεί με τον υπόλοιπο κόσμο.

3.4.1.3.3.3. Ακόμη και οι κώδικες συμπεριφοράς πρέπει να περιέχουν ένα στοιχείο ευελιξίας, για να μην αποβούν υπερβολικά επαχθείς για τις μικρότερες επιχειρήσεις. Ένα ευρωπαϊκό χρηματιστήριο ήδη καθορίζει ορισμένες βασικές αρχές εταιρικής κυβέρνησης, τις οποίες πρέπει να ικανοποιούν και να συνεχίζουν να ικανοποιούν οι επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στις διαπραγματεύσεις:

— το διοικητικό συμβούλιο πρέπει να περιλαμβάνει τουλάχιστον δύο ανεξάρτητα μέλη (γεγονός που αποκλείει όλους τους ιθύνοντες και τους υπαλλήλους της επιχειρήσεως ή των συνδεδεμένων επιχειρήσεων, τους μετόχους που απολαύουν συμμετοχών άνω του 20% και οποιονδήποτε έχει οιαδήποτε σχέση που μπορεί να επηρεάσει την ανεξάρτητη κρίση του)

— πρέπει να υπάρχει μία επιτροπή αμοιβών, που να αποτελείται εξ ολοκλήρου από ανεξάρτητους διοικητικούς υπαλλήλους, η οποία θα λειτουργεί σύμφωνα με τις καλύτερες διεθνείς πρακτικές για τον καθορισμό των αμοιβών και των κινήτρων για τα διοικητικά στελέχη και τους ιθύνοντες

— πρέπει να συσταθεί μία ελεγκτική επιτροπή, που θα αποτελείται κατά το μεγαλύτερο μέρος της από ανεξάρτητους ιθύνοντες

— όλες οι συναλλαγές μεταξύ ατόμων που συνδέονται μεταξύ τους πρέπει να εξετάζονται σε τακτική βάση, με τη βοήθεια ενός οργάνου με ανεξάρτητα ως επί το πλείστον μέλη, όπως η Ελεγκτική Επιτροπή, το οποίο θα πρέπει επίσης να εξετάζει τις καταστάσεις κατά τις οποίες είναι πιθανή η εμφάνιση συγκρούσεων συμφερόντων.

3.4.1.3.3.4. Αν και άλλα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια υιοθέτησαν ανάλογους δεσμευτικούς κανόνες, τότε τα προβλήματα της εταιρικής κυβέρνησης που συνδέονται με τις ανώνυμες εταιρείες, τουλάχιστον σε ό,τι αφορά τη γενική συμπεριφορά των μελών του διοικητικού συμβουλίου που είναι υπεύθυνα για τη διοίκηση της επιχειρήσεως, θα είχαν σε μεγάλο βαθμό ξεπεραστεί. Στο μέλλον μπορεί να προκύψουν άλλα προβλήματα. Δεδομένου του σχετικά νεοτετικού χαρακτήρα αυτού του θέματος, καλό θα ήταν να υιοθετηθεί μία βαθμιαία προσέγγιση, και να επιχειρείται η αντιμετώπιση των ενδεχόμενων καταστρατηγήσεων όταν προκύπτουν, κατά προτίμηση με την προσφύγη σε διαφορετικά της νομοθεσίας μέσα.

3.4.1.3.4. Θεσμικές επενδύσεις

Δύο βασικοί λόγοι για τον χαμηλότερο όγκο των διαθέσιμων χρηματοδοτήσεων για επενδύσεις σε επικίνδυνα κεφάλαια στην Ευρώπη είναι ότι υπάρχει μικρότερος αριθμός συνταξιοδοτικών ταμείων που να βασίζονται στο σύστημα της κεφαλαιοποίησης, και ότι, ακόμη και εκεί όπου υπάρχουν, σε ορισμένα κράτη μέλη οι επενδυτικές πολιτικές τους αντιμετωπίζουν σημαντικά εμπόδια. Δεδομένων των δημογραφικών προβλημάτων που πρόκειται να αντιμετωπίσει η Ευρώπη κατά τον

προσεχή αιώνα, είναι θεμιτό να υποστηριχθεί ότι θα είναι απολύτως αναγκαία η δημιουργία περισσότερων τέτοιων ταμείων. Εξάλλου, για να επιτευχθούν τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα, τα ταμεία αυτά θα πρέπει να είναι ικανά να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις μέσω σημαντικών επενδύσεων σε επικίνδυνα κεφάλαια. Η ΟΚΕ συμφωνεί με την Επιτροπή όσον αφορά τη μεγάλη σημασία των θεσμικών επενδύσεων για την επιτυχία των αγορών αυτών και για την ανάγκη να αρθθούν οι πεπαλαιωμένοι και άχρηστοι περιορισμοί επί των επενδύσεων εκ μέρους των συνταξιοδοτικών ταμείων.

Δεδομένης της ανάγκης για κατάλληλες εγγυήσεις που να υποβάλλονται σε αυστηρούς ελέγχους, τα συνταξιοδοτικά ταμεία θα πρέπει να έχουν τη δυνατότητα να χαράσσουν επενδυτικές στρατηγικές που να εξυπηρετούν όσο το δυνατόν καλύτερα τα συμφέροντα των μελών τους.

4. Άλλες σημαντικές πτυχές που πρέπει να ληφθούν υπόψη

4.1. Η περιοριστική έννοια της «ρυθμισμένης αγοράς»

4.1.1. Η νομική έννοια της «ρυθμισμένης αγοράς» ισχύει μόνο για την οδηγία για τις επενδυτικές υπηρεσίες και την οδηγία για την επάρκεια των ιδίων κεφαλαίων, και για καμία άλλη από τις οδηγίες της ΕΕ για τις χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες. Το γεγονός αυτό μπορεί να έχει διάφορες επιπτώσεις:

- i) φαίνεται ότι στην πραγματικότητα οι μετοχές που εισάγονται προς διαπραγμάτευση θα μπορούσαν, σε ορισμένες περιπτώσεις, να ταξινομηθούν ως μη εισηγμένες κινητές αξίες ακόμη και εάν πρέπει να ικανοποιούν τα αυστηρά κριτήρια ελέγχου και διαφάνειας που επιβάλλει ένα επίσημο χρηματιστήριο, εάν όχι ακόμη αυστηρότερα
- ii) στην περίπτωση που εφαρμόζεται η ταξινόμηση των μη εισηγμένων κινητών αξιών, οι χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις θα έπρεπε να τους εφαρμόζουν μηδενική στάθμιση κατά τον υπολογισμό των συντελεστών φερεγγυότητας περιορίζοντας με τον τρόπο αυτό τις θεσμικές επενδύσεις:
- iii) οι επιχειρήσεις επενδύσεων που αναπτύσσουν δραστηριότητα με ΟΣΕΚΑ (Οργανισμούς Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες) μπορούν, σύμφωνα με την εθνική νομοθεσία που προκύπτει από την οδηγία 85/611/ΕΟΚ, να υπόκεινται στην υποχρέωση να προβαίνουν σε μια «συνετή επαλήθευση» της εν λόγω ρυθμισμένης αγοράς προτού πραγματοποιήσουν οιαδήποτε επένδυση σε διαπραγματεύσιμες μετοχές επ' αυτής
- iv) δεν εφαρμόζεται η οδηγία 88/627/ΕΟΚ που αφορά τις προς δημοσίευση πληροφορίες κατά τη στιγμή της αποκτήσεως ή της παραχωρήσεως σημαντικής συμμετοχής σε μια εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία. Αυτό θα μπορούσε να οδηγήσει σε μια κατάσταση κατά την οποία θα είναι δυνατό να αποκτηθεί σημαντική συμμετοχή σε μια εισηγμένη επιχείρηση, χωρίς ο αγοραστής να είναι υποχρεωμένος να ενημερώνει την επιχείρηση ή την ενδιαφερόμενη αγορά.

4.1.2. Τεκμαίρεται ότι η Επιτροπή θεωρεί πως ο ορισμός της «ρυθμισμένης αγοράς» περιλαμβάνει την εγγύηση της αξιό-

πιστίας της αγοράς αυτής. Αν σε αυτό προστεθούν οι αυστηροί κανόνες που επιβάλλονται στις επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές είναι διαπραγματεύσιμες στην αγορά αυτή, τότε είναι προφανώς άσκοπο να εφαρμοσθούν, ή να θεωρηθεί ότι εφαρμόζονται, πιο αυστηροί κανόνες από αυτούς που ισχύουν στα επίσημα χρηματιστήρια. Η Επιτροπή καλείται να εξετάσει με ποιο τρόπο θα αντιμετωπισθεί αυτή η ανωμαλία.

4.2. Διδάγματα από την εμπειρία των Ηνωμένων Πολιτειών

4.2.1. Παρά τις μεγάλες οικονομικές και κοινωνικές διαφορές που υπάρχουν μεταξύ των Ηνωμένων Πολιτειών και της Ευρωπαϊκής Ένωσης, φαίνεται ότι από τις ΗΠΑ είναι δυνατόν να εξαχθούν διδάγματα προκειμένου να βελτιωθεί η κατάσταση των ΜΜΕ, ιδιαίτερα από χρηματοπιστωτικής απόψεως, και στο επίπεδο της παροχής συμβουλών στις επιχειρήσεις, συμβάλλοντας στη δημιουργία μεγαλύτερου αριθμού νέων επιχειρήσεων και συνεπώς θέσεων εργασίας.

4.2.2. Η υιοθέτηση νέων πρωτοβουλιών ή η προσαρμογή των υφιστάμενων διαρθρώσεων υπό το φως των εμπειριών τους δεν σημαίνει ότι ολόκληρη η Ευρώπη θα επωφελείτο επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Πράγματι, αυτό δεν συμβαίνει σε ολόκληρη την επικράτεια των Ηνωμένων Πολιτειών. Η επέκταση των νεοτεριστικών τομέων και των υπηρεσιών (η οροθέτηση μεταξύ των δύο γίνεται συνεχώς δυσχερέστερη) φαίνεται να συγκεντρώνεται σε εξέχοντα κέντρα, γύρω από ιδρύματα πανεπιστημιακού επιπέδου ή σε ζώνες όπως το δυτικό τμήμα της Ουάσινγκτον.

4.2.3. Ο αναλογικά υψηλός αριθμός νέων επιχειρήσεων που δημιουργούνται στις Ηνωμένες Πολιτείες οφείλεται εν μέρει σε πολιτιστικούς λόγους, δεδομένου ότι η επιχειρηματικότητα, η ανεξαρτησία και η ευκαμψία είναι πιο διαδεδομένες στον πληθυσμό. Το να επιχειρήσει κανείς, όπως φαίνεται ότι έχει την πρόθεση να κάνει η Επιτροπή, να προσθήσει μια μεγαλύτερη επιχειρηματικότητα μέσω του εκπαιδευτικού συστήματος θα απαιτήσει χρόνο: τουλάχιστον μια γενεά.

4.2.4. Η δημόσια πολιτική στην Ευρώπη πρέπει να διευκολύνει τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων, να αποφεύγει ρυθμούς θνησιμότητας των επιχειρήσεων κατά τη διάρκεια των πρώτων πέντε χρόνων ζωής υψηλότερους από εκείνους που σημειώνονται στις Ηνωμένες Πολιτείες και να προσφέρει σε μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων τη δυνατότητα να επιτυγχάνουν το μεσαίο μέγεθος.

4.2.5. Στόχος πρέπει να είναι να δίδεται στις ΜΜΕ, και ιδιαίτερος στις νέες, πρόσβαση στην παροχή συμβουλών. Τα κράτη μέλη θα πρέπει να επιλέξουν με ποιο τρόπο θα γίνεται αυτή η παροχή, από κυβερνητικούς οργανισμούς, μέσω τρίτων ή άλλως, κατά προτίμηση μετά από διαβούλευση των κοινωνικών εταίρων. Οποσδήποτε θα πρέπει να διασφαλίσουν την ελαχιστοποίηση του αποτελέσματος της μεταφοράς, ώστε να μην παρέχεται βοήθεια κατά τρόπο που να δημιουργεί αθέμιτο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα βραχυπρόθεσμα.

5. Ανάλυση των συμπερασμάτων της Επιτροπής

5.1. Τα συμπεράσματα της Επιτροπής όπως τα εκθέτει στην ανακοίνωση, δεν είναι δυνατόν να τεθούν υπό αμφισβήτηση. Μπορεί όμως να λεχθεί ότι η πορεία προς την επίτευξη μιας πραγματικής χρηματοπιστηριακής παιδείας για τις ΜΜΕ στην Ευρώπη θα είναι μακροχρόνια. Οι προοπτικές δεν είναι τόσο σκοτεινές, δεδομένης της νέας και θετικής δέσμευσης εκ μέρους των νομοθετών και των τεχνικών ρυθμιστικών οργάνων να μειώσουν τα περιττά εμπόδια. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό να μην καθυστερήσει, ή μάλιστα να κατασταλεί η πορεία προς την καινοτομία των αγορών κινητών αξιών από ρυθμιστικά προβλήματα. Πρέπει πάντα να λαμβάνεται υπόψη ότι οι κύριοι στόχοι των νόμων για τις κινητές αξίες και των νομοθετών είναι οι ακόλουθοι:

- η ρύθμιση των σχέσεων μεταξύ του χρηματιστή και του πελάτη, κατά τρόπο ώστε ο πελάτης να μην υφίσταται άδικη μεταχείριση και να μην εκτίθεται στον κίνδυνο απάτης·
- η προστασία των επενδυτών, σε γενικότερο επίπεδο, από την απάτη και τους χειρισμούς της αγοράς.

5.2. Αυτό δεν σημαίνει ότι επιζητείται η προστασία των επενδυτών από τους κινδύνους της αγοράς ή η προστασία των ιδιαίτερων εθνικών συμφερόντων της αγοράς: κάτι τέτοιο θα γίνεται ολοένα και δυσκολότερο στις σημερινές σφαιρικές χρηματοπιστωτικές αγορές.

5.3. Ο βασικός οικονομικός ρόλος των χρηματοπιστηρίων είναι να διοχετεύουν την παθητική αποταμίευση σε παραγωγικές επενδύσεις. Αυτό που οι επιχειρήσεις επενδύσεων δεν μπορούν να κάνουν σήμερα είναι να εξασφαλίσουν το άριστο επίπεδο ρευστότητας στην αγορά, λόγω του περιοριστικού πνεύματος των ρυθμιστικών οργάνων και των εθνικών νομοθετών όσον αφορά την έγκριση των προσκλήσεων για κινητές αξίες, τον ορισμό της δημόσιας προσφοράς και το ποιες κινητές αξίες μπορούν να ορισθούν ως «κινητές ευρωπαϊκές» [βλ. άρθρο 3 (στ) της οδηγίας για την πρόσκληση για κινητές αξίες (89/298/ΕΟΚ)]. Η Επιτροπή θα πρέπει να εξασφαλίσει την ορθή εφαρμογή αυτού του άρθρου της οδηγίας σε εθνικό επίπεδο.

5.4. Προκειμένου να μεγιστοποιήσει τη δημιουργία επιχειρήσεων και θέσεων εργασίας, με την υποστήριξη χρηματοπιστωτικών αγορών που να είναι εξίσου αποτελεσματικές με εκείνες των Ηνωμένων Πολιτειών, και με τη διατήρηση της ιδιαίτερης κοινωνικής της ταυτότητας, η Ευρώπη θα πρέπει:

- να επιτύχει όπως μεγαλύτερος αριθμός υγιών εταιρειών ζητεί την εισαγωγή σε χρηματοπιστηριακές αγορές. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να αυξηθεί ο συνολικός αριθμός των επιχειρήσεων, οι επιχειρήσεις να μην πλήττονται από την σπάνι χρηματοδότησεων, να έχουν πρόσβαση σε παροχή

συμβουλών εκ μέρους ικανών ατόμων, να μην καθυστερεί η πρόοδος τους από περιττούς ρυθμιστικούς φραγμούς και να μπορούν να εξασφαλίζουν τη νομική προστασία των καινοτομιών τους πιο εύκολα·

- να ενθαρρύνεται η πραγματοποίηση μεγαλύτερων επενδύσεων σε μετοχικά κεφάλαια σε κάθε στάδιο της ανάπτυξης της επιχειρήσεως·
- να εξασφαλίζεται η διαθεσιμότητα χρηματοπιστηριακών αγορών για τις επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο εκκίνησης, πιθανώς σε περιφερειακό επίπεδο, το οποίο κατόπιν οι επιχειρήσεις θα μπορούν να εγκαταλείπουν για να προχωρήσουν σε μεγαλύτερες αγορές, εθνικές και πανευρωπαϊκές, μόλις επιτύχουν κατάλληλο στάδιο αναπτύξεως· να εξασφαλίζεται επίσης η εκμετάλλευση των δυνατοτήτων που προσφέρει το Διαδίκτυο·
- και τέλος να γίνει αναθεώρηση της ευρωπαϊκής νομοθεσίας που αφορά τους τίτλους προκειμένου να υπάρξει μεγαλύτερη διαφάνεια και ανταγωνισμός και να επιτραπεί η αποτελεσματική λειτουργία ενός πραγματικά ευρωπαϊκού χρηματοπιστωτικού τομέα.

5.5. Η ΟΚΕ αναγνωρίζει ότι στις διάφορες περιπτώσεις ορισμένα κράτη μέλη μπορεί ήδη να διαθέτουν τέλειους μηχανισμούς για την αντιμετώπιση του προβλήματος και ότι πιθανώς θα εισαχθούν και άλλοι μηχανισμοί ως επακόλουθο του Έκτακτου Ευρωπαϊκού Συμβουλίου για την Απασχόληση που έλαβε χώρα τον Νοέμβριο 1997. Στόχος αυτών των συστάσεων είναι να ενθαρρύνουν την ανάπτυξη ενός σφαιρικού πλαισίου κατάλληλου να διευκολύνει την ανάπτυξη των ΜΜΕ και τη δημιουργία νέων θέσεων εργασίας σε ολόκληρη την επικράτεια της Ευρωπαϊκής Ένωσης, καλύπτοντας τα κενά που μέχρι τώρα παραμένουν στο σημερινό πλαίσιο στήριξης. Αυτό θα έχει θετικές επιπτώσεις στα συνολικά επίπεδα οικονομικής ευημερίας της Ευρωπαϊκής Ένωσης, δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος των επιχειρήσεων αποτελείται από ΜΜΕ. Η μορφή με την οποία θα εισαχθούν τα μέτρα αυτά θα εξαρτηθεί από τις παραδόσεις και τις ιδιαίτερες διαρθρώσεις κάθε κράτους μέλους.

6. Επιπρόσθετες παρατηρήσεις

6.1. Η ΟΚΕ επικροτεί τις θετικές εξελίξεις της πολιτικής που σκιαγραφούνται στην Ανακοίνωση της Επιτροπής «Επικίνδυνα κεφάλαια: πρωταρχικός συντελεστής για τη δημιουργία απασχόλησης στην Ευρωπαϊκή Ένωση»⁽¹⁾. Σημειώνει, επίσης, ότι η μεγάλη πλειοψηφία των προτεινόμενων πρωτοβουλιών ακολουθεί την ίδια προσέγγιση με την παρούσα γνωμοδότηση. Η ΟΚΕ συμφωνεί με τις απόψεις που εκφράζονται στην Ανακοίνωση και ζητεί να γνωμοδοτήσει για την συνεχιζόμενη ανάπτυξη της πολιτικής στον τομέα αυτό.

⁽¹⁾ COM(98) 522 τελ.

Βρυξέλλες, 27 Μαΐου 1998.

Ο Πρόεδρος

της Οικονομικής και Κοινωνικής Επιτροπής

Tom JENKINS