

Εξωστρέφεια, ανταγωνιστικότητα και καινοτομία. Προτάσεις για την ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς

Αθανάσιος Στ. Κουλορίδας

ΛΕΚΤΟΡΑΣ ΔΙΚΑΙΟΥ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ ΤΟΥ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ
ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΗΣ ΕΤΑΙΡΟΣ ΤΗΣ ΔΙΚΗΓΟΡΙΚΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ATHENS BUSINESS LAWYERS
ΚΑΙ ΝΟΜΙΚΟΣ ΣΥΜΒΟΥΛΟΣ ΤΗΣ ΕΝΩΣΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ (ΕΝΕΙΣΕΤ)
ΚΑΙ ΤΟΥ ΣΥΝΔΕΣΜΟΥ ΜΕΛΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ (ΣΜΕΧΑ)

Περίληψη

Η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και η βελτίωση της ρευστότητας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι ένα ιστορικά διαρκές αίτημα των φορέων και των εκάστοτε ελληνικών κυβερνήσεων. Η μελέτη προτείνει σειρά από προτάσεις σε τρία επίπεδα – εξωστρέφεια, ανταγωνιστικότητα και καινοτομία.

Η ενίσχυση της εξωστρέφειας επιτυγχάνεται είτε με την κατάργηση εμποδίων στην παροχή υπηρεσιών ή στην πρόσβαση στο ΧΑ αλλοδαπών εταιρειών, είτε με τη θεσμοθέτηση προϊόντων, μηχανισμών και πληροφοριών ευκόλως αναγνωρίσιμων από αλλοδαπούς επενδυτές. Έτσι προτείνεται η υιοθέτηση διεθνώς αναγνωρίσιμων χρηματοοικονομικών σχημάτων, η εκλογίκευση-απλοποίηση-ομαδοποίηση συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού και καταχώρισης εντολών, η υιοθέτηση ενιαίου Κώδικα Εταιρικής Διακυβέρνησης και η ενίσχυση του ρόλου των proxy advisors και της επικοινωνίας με αλλοδαπούς επενδυτές.

Με δεδομένο ότι οι κανόνες ασφάλειας και ποιότητας στην παροχή των υπηρεσιών και τη λειτουργία των αγορών καθορίζονται σε επίπεδο ενωσιακού δικαίου και το βάθος και μέγεθος της ελληνικής αγοράς δεν επιτρέπει σημαντικά οφέλη από οικονομίες κλίμακας και σκοπού, η ανταγωνιστικότητα μπορεί να επιτευχθεί καταρχήν με τη μείωση του κόστους συναλλαγών και λειτουργίας εν γένει τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους φορείς. Ειδικότερα προτείνεται η μείωση των αρνητικών εξωτερικοτήτων της φορολογικής μεταχείρισης κερδών από συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, η ειδική φορολογική μεταχείριση συλλογικών χαρτοφυλακίων, η τυποποίηση εναλλακτικών επενδύσεων και η μείωση του εποπτικού κόστους.

Τέλος η ελληνική κεφαλαιαγορά, με τις μακροοικονομικές επιδόσεις της ελληνικής οικονομίας και τα προβλήματα της πραγματικής οικονομίας μπορεί να αποτελέσει πόλο έλξης ξένων επενδύσεων, μόνο εφόσον μετατρέψει τις παρούσες συγκυρίες σε επενδυτικές ευκαιρίες, προσφέροντας θεσμική ασφάλεια και διαφάνεια. Ειδικότερα στο επίπεδο της καινοτομίας προτείνεται η διεύρυνση της χρήσης των τίτλων επιλογής κατά τα πρότυπα των τραπεζικών warrants, η τιτλοποίηση τραπεζικού δανεισμού εισηγμένων εταιρειών, η διαπραγμάτευση νέων προϊόντων στο ΧΑ, η λειτουργία θερμοκοιτίδας προς εισαγωγή εταιρειών και ειδικής αγοράς venture companies στο ΧΑ.

Εισαγωγή

Η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και η βελτίωση της ρευστότητας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς είναι ένα ιστορικά διαρκές αίτημα των φορέων και των εκάστοτε ελληνικών κυβερνήσεων, ενώ σχεδόν κάθε διετία δημοσιεύεται και ένας νόμος με τίτλο ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας ή αναπτυξιακά μέτρα για την ελληνική κεφαλαιαγορά. Ωστόσο, η ανάπτυξη ή ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας όλο και διαφεύγει, παρά τις φιλότιμες προσπάθειες που γίνονται και τα διάφορα επενδυτικά σχήματα που δημιουργούνται σε νομοθετικό επίπεδο, της όποιας δραστηριότητας περιοριζόμενης σε συναλλαγές επί μετοχών σε λίγες εισηγμένες εταιρείες στο ελληνικό χρηματιστήριο. Οι εν λόγω συναλλαγές λόγω του μικρού πλέον βάθους του ελληνικού χρηματιστηρίου άλλοτε είναι ικανές να οδηγήσουν το χρηματιστήριο, τα τελευταία χρόνια, άνω του «ψυχολογικού» φράγματος των χιλίων μονάδων και άλλοτε κάτω από αυτό σε ιστορικά κάθε φορά χαμηλά. Αξίζει να σημειωθεί ότι, η ελληνική κεφαλαιαγορά έχει τη μικρότερη κεφαλαιοποίηση σε σχέση με την πραγματική της οικονομία ανάμεσα στις χώρες της Ευρωζώνης, συμπεριλαμβανομένων και των χωρών που έχουν ενταχθεί στον μηχανισμό στήριξης, τη μεγαλύτερη μείωση σε επίπεδο κεφαλαιοποίησης για το διάστημα 2010-2012 άνω του 50%, περιορισμένη ρευστότητα αντίστοιχη με αναπτυσσόμενες χώρες, και όχι ανεπτυγμένες, και ελάχιστες εταιρείες μεγάλης κεφαλαιοποίησης.¹

Επιπλέον ένας μεγάλος αριθμός εταιρειών βρίσκεται σε καθεστώς αναστολής ή προς διαγραφή, ενώ η πλειονότητα των εισηγμένων εταιρειών ασφυκτιά από υπέρογκο δανεισμό και αδυναμία πρόσβασης σε νέα κεφάλαια. Δεν είναι τυχαίο ότι όποια κίνηση στο ελληνικό χρηματιστήριο, με εξαίρεση την ανακεφαλαιοποίηση των τεσσάρων συστημικών τραπεζών, αφορά συναλλαγές στη δευτερογενή αγορά, που δεν αποτιμώνται άμεσα σε εισροή κεφαλαίων για τις ίδιες τις εισηγμένες εταιρείες. Στα υπόλοιπα δε προϊόντα πλην των εισηγμένων μετοχών η κατάσταση είναι ακόμη πιο αποκαρδιωτική, καθώς καμία προσπάθεια για τη δημιουργία νέων προϊόντων ή αγορών δεν απέδωσε στην πράξη τα προσδοκώμενα αποτελέσματα (ενδεικτικά δομημένα προϊόντα, ΑΚΕΣ-ΕΚΕΣ, ΑΕΕΧ, ETFs κ.λπ.).

Πλέον αυτής της πραγματικότητας, η χώρα μας οφείλει να ενσωματώνει στην ελληνική έννομη τάξη το σύνολο των οδηγιών που αφορούν τον χρηματοπιστωτικό τομέα, έχοντας ελάχιστο περιθώριο έκπτωσης σε ζητήματα που αφορούν λειτουργικό κόστος, εποπτεία, κεφαλαιακή επάρκεια και διαφάνεια, και οι οποίες στοχοποιούνται από τους φορείς ως νέες επιβαρύνσεις και ως αίτια της δυσχερούς θέσης στην οποία έχουν περιέλθει.

Πατί όμως όλες αυτές οι ενέργειες που έχουν γίνει μέχρι τώρα δεν έχουν αποδώσει; Είναι ζήτημα πολιτικών επιλογών και κατευθύνσεων ή απλά του γεγονότος ότι "size matters" και απλά η ελληνική κεφαλαιαγορά είναι πολύ μικρή για να επιβιώσει;

Κατά την άποψη του γράφοντος και τα δύο βαρύνουν εξίσου. Ωστόσο αυτό δεν σημαίνει ότι δεν υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης, αρκεί όποιες νέες πρωτοβουλίες να ανεξαρτητοποιηθούν από τις προϋποθέσεις και αγκυλώσεις του παρελθόντος που έχουν επιδειξει τόσο οι φορείς όσο και οι εποπτικές αρχές. Ποιες είναι αυτές οι προϋποθέσεις; Κάποιες από αυτές μπορούν να συνοψιστούν στις εξής απόλυτες δηλώσεις ή πρακτικές:

1. Το ελληνικό χρηματιστήριο στηρίζεται από τους Έλληνες μικροεπενδυτές που επενδύουν τις αποταμιεύσεις τους και άρα ο βαθμός προστασίας πρέπει να είναι ανάλογος.
2. Οι βραχυπρόθεσμες και κερδοσκοπικές επενδύσεις έχουν μια απαξιοτική χροιά.
3. Κάθε μέτρο πρέπει να ενισχύει τη διαπραγμάτευση στο χρηματιστήριο, δεν μας ενδιαφέρουν αγορές όπου δεν υπάρχει διαπραγμάτευση.
4. Θα πρέπει να διασφαλιστούν τα τοπικά μέλη του ΧΑ σε σχέση με αλλοδαπές εταιρείες.

¹ Russell Investments // Greece: Reemerged, Russell Indexes Product Insight By Mat Lystra, Senior Research Analyst Ryan Naranjo, Russell Indexes.

5. Οι ελληνικές εισηγμένες εταιρείες είναι διαφορετικές από τις αλλοδαπές σε επίπεδο δομών, κουλτούρας κ.λπ., γεγονός που χρήζει διακριτής μεταχείρισης.
6. Αποτελεσματική εποπτεία επιτυγχάνεται με αυστηρά διοικητικά μέτρα και αυξημένα ίδια και εποπτικά κεφάλαια, ακόμη και πλέον των ελαχίστων που καθορίζονται από το ενωσιακό δίκαιο, ανεξάρτητα από το λειτουργικό κόστος και διοικητικό βάρος που αυτά προκαλούν.
7. Αλλοδαπά σχήματα είναι ανταγωνιστικά των ελληνικών μορφωμάτων και όποιες διευκολύνσεις πρέπει να παρασχεθούν στον βαθμό που επιτρέπεται από το ενωσιακό δίκαιο, συγκεκαλυμμένα ή μη, μόνο σε ιδιότυπα ελληνικά σχήματα, άγνωστα σε ξένους επενδυτές.
8. Συγκεκριμένες δραστηριότητες είναι προνόμιο μόνο μελών συγκεκριμένων φορέων.
9. Το κέρδος από τις χρηματοοικονομικές συναλλαγές είναι εύκολο και άρα πρέπει να φορολογηθεί ανάλογα, ανεξάρτητα από την ευκολία μεταφοράς της χρηματοοικονομικής δράσης σε άλλη αγορά.
10. Η απευθείας πρόσβαση του επενδυτή στην αγορά μειώνει την ευθύνη του διαμεσολαβητή και αυξάνει τις αποδόσεις, ώστε να μην υπάρχει στην πράξη ούτε ζήτηση ούτε ουσιαστική προσφορά για μορφές συλλογικής επένδυσης ή επαγγελματικής διαχείρισης.

Πολλές από τις ως άνω προϋποθέσεις έχουν ήδη διαφευσθεί από τις εξελίξεις, ενώ άλλες συνιστούν αγκυλώσεις για την επίτευξη της εξωστρέφειας, ανταγωνιστικότητας και καινοτομίας που απαιτεί κάθε σύγχρονη κεφαλαιαγορά. Στην παρούσα μελέτη κατωτέρω θα εξετασθούν τα μέτρα εκείνα που θα μπορούσαν, κατά τη γνώμη του γράφοντος πάντοτε και ανεξάρτητα από τους φορείς στους οποίους ενδεχόμενα παρέχει υπηρεσίες, να ενισχύσουν το ως άνω τρίπτυχο.

Ενίσχυση της εξωστρέφειας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς

Κύριος γνώμονας όποιας επιχειρούμενης μεταρρύθμισης θα πρέπει να είναι η μείωση του κόστους πρόσβασης ξένων επενδυτών στην ελληνική κεφαλαιαγορά, είτε με την κατάργηση εμποδίων στην παροχή υπηρεσιών ή στην πρόσβαση στο ΧΑ αλλοδαπών εταιρειών, είτε με τη θεσμοθέτηση προϊόντων, μηχανισμών και πληροφοριών ευκόλως αναγνωρίσιμων από αλλοδαπούς επενδυτές. Αυτό αφορά τόσο το επίπεδο της αγοράς όσο και των φορέων. Ειδικότερα:

Υιοθέτηση διεθνώς αναγνωρίσιμων χρηματοοικονομικών σχημάτων

Με δεδομένο το μέγεθος της ελληνικής αγοράς, το κόστος επένδυσης ενός ξένου επενδυτή σε ένα ελληνικό χρηματοοικονομικό προϊόν, ή ακόμη δημιουργίας ενός ελληνικού προϊόντος, είναι δυσανάλογο σε σχέση με το μέγεθος της επένδυσης, ειδικότερα μάλιστα όταν το προϊόν αυτό διέπεται από ειδικούς κανόνες και δεν είναι ευκόλως αναγνωρίσιμο από ξένους επενδυτές. Είναι δηλαδή πολύ πιο εύκολο να πείσεις ένα διαχειριστή venture capital ή private equity του εξωτερικού να φτιάξει ένα ελληνικό κεφάλαιο το οποίο θα εισαχθεί στο ελληνικό χρηματιστήριο και το οποίο θα λειτουργεί ως μια English partnership με έδρα την Ελλάδα, παρά ως ένα Αμοιβαίο Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ)² ή μία Εταιρεία Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ),³ με τις όποιες ελληνικές ιδιαιτερείες του θεσμού και την ανασφάλεια δικαίου σε περίπτωση ερμηνείας των σχετικών κανόνων. Για τον σκοπό αυτό θα πρέπει, αφενός, σε επίπεδο εταιρικού δικαίου να επιτραπεί η μεταφορά έδρας αλλοδαπών εταιρειών στην Ελλάδα ή άλλως η σύσταση εταιρειών ή άλλων νομικών προσώπων ή ομάδας περιουσίας στην Ελλάδα με εφαρμοστέο αλλοδαπό δίκαιο, αφετέρου σε επίπεδο εποπτικού δικαίου

² Άρθρο 7 Ν. 2992/2002.

³ Ν. 2367/1995, όπως ισχύει.

δεν θα πρέπει να προβλέπονται περιοριστικά ιδιότυπες νομικές μορφές που μπορούν να λάβουν εποπτευόμενα κεφάλαια, αλλά ελάχιστες προϋποθέσεις φερεγγυότητας και διαφάνειας που πρέπει να πληρούν οι δομές που επιλέγουν οι διαχειριστές. Για παράδειγμα, στον τομέα του private equity και venture capital προβλέπονται περιοριστικά δύο σχήματα: τα Αμοιβαία Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών –ΑΚΕΣ– τα οποία δεν διαθέτουν νομική προσωπικότητα και οι Εταιρείες Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών –ΕΚΕΣ– που έχουν τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και είναι υποχρεωτικά εισηγμένες. Και τα δύο, παρά το ότι επιτελούν ως οχήματα τον ίδιο σκοπό, υπόκεινται σε διαφορετικούς επενδυτικούς και εποπτικούς κανόνες. Αντ' αυτού τα σχήματα αυτά έπρεπε να ρυθμίζονται με ενιαίους κανόνες διαφάνειας και εποπτείας και ειδική φορολογική μεταχείριση, όπως με τους ΟΣΕΚΑ, χωρίς ειδική τυπολογία ως προς τη μορφή που αυτά λαμβάνουν. Ειδικά στην περίπτωση των εναλλακτικών κεφαλαίων, όπως θα αναλυθεί και κατωτέρω, ο καθορισμός συγκεκριμένων ιδιότυπων σχημάτων και επενδυτικών περιορισμών σε κεφάλαια private equity κρίνεται άστοχος.

Εκλογίκευση - απλοποίηση - ομαδοποίηση συστημάτων εκκαθάρισης και διακανονισμού

Ενώ κάποιος θα μπορούσε να επιχειρηματολογήσει υπέρ του οφέλους που έχει η τήρηση μητρώου επενδυτών κεντρικά, ανά τελικό επενδυτή, στις κινητές αξίες, ώστε να είναι γνωστός ο πραγματικός μέτοχος, ανεξάρτητα από το κόστος που αυτό επιφέρει και την ιδιαιτερότητα που συνεπάγεται για ξένους επενδυτές, δεν είναι ευκόλως αντιληπτό γιατί η εκκαθάριση συναλλαγών επί παραγώγων να γίνεται στον τελικό επενδυτή, ειδικά μάλιστα όταν η ίδια η MiFID, όπως ενσωματώθηκε και στην ελληνική έννομη τάξη, προβλέπει ρητώς τα πρόσωπα που μπορούν να είναι μέλη ενός συστήματος εκκαθάρισης συναλλαγών. Με αυτή την έννοια απαιτείται ένα ευέλικτο, και ευκόλως προσβάσιμο και από ξένους εποπτευόμενους φορείς σύστημα εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών επί παραγώγων σε επίπεδο εκκαθαριστικού μέλους. Γενικότερα, δεν είναι ευκόλως αντιληπτό γιατί κάθε μέλος πρέπει απαραίτητα να εκκαθαρίζει και να διακανονίζει μόνο του τις συναλλαγές του και να μην μπορεί να μεταθέσει την εκκαθάριση σε άλλο μέλος. Αυτό καθίσταται ακόμη πιο κρίσιμο, καθώς με την ενσωμάτωση της CRD IV στην ελληνική έννομη τάξη μειώνονται τα αρχικά ίδια κεφάλαια εταιρειών που παρέχουν την επενδυτική υπηρεσία εκτέλεσης, αλλά δεν παρέχουν την παρεπόμενη υπηρεσία της θεματοφυλακής σε 50.000 ευρώ. Ήδη έχουν δρομολογηθεί τροποποιήσεις προς αυτή την κατεύθυνση και εναπόκειται στην αγορά να προσαρμοστεί.

Τρόποι καταχώρισης εντολών - συστήματα διαμόρφωσης τιμών

Ένας άλλος τομέας ο οποίος χρήζει βελτίωσης είναι το σημερινό μονοσήμαντο μοντέλο της αγοράς του ΧΑ. Το ως άνω μοντέλο, ως "order driven" στηρίζεται στην άμεση καταχώριση έκαστης εντολής επενδυτή και στη διαμόρφωση της τιμής κλεισίματος με βάση τις εντολές πώλησης και αγοράς σε μία δεδομένη συνεδρία (με εξαίρεση ειδικούς κανόνες για προσυενδριακές συναλλαγές ή συναλλαγές στο κλείσιμο). Ο Κανονισμός του ΧΑ δεν διευκολύνει την καταχώριση ομαδοποιημένης εντολής μέλους υπέρ ομάδας πελατών τα χαρακτηριστικά των οποίων δεν γνωστοποιούνται στο ΧΑ, ούτε τον εκ των υστέρων επιμερισμό της εντολής αυτής στους πελάτες του με κριτήρια που θα καθορίσει το μέλος στην πολιτική βέλτιστης εκτέλεσης, παρά το γεγονός ότι τόσο η MiFID όσο και ο Ν. 3606/2007 προβλέπει αυτή τη δυνατότητα. Επιπλέον, το ως άνω σύστημα αδυνατεί να εφαρμοστεί με την ίδια επιτυχία σε αγορές με χαμηλή εμπορευσιμότητα και παρά τις μέχρι σήμερα προσπάθειες για την υιοθέτηση ενός συστήματος που βασίζεται σε ένα ηλεκτρονικό βιβλίο προσφορών, κάτι τέτοιο δεν έχει υιοθετηθεί στην πράξη με επιτυχία. Ωστόσο, η υιοθέτηση ενός συστήματος διαπραγμάτευσης σε αγορές, όπως οι αγορές ομολόγων ή μετοχές μειωμένης εμπορευσιμότητας ή εναλλακτικών επενδύσεων που να στηρίζεται σε ένα ηλεκτρονικό βιβλίο προσφορών θα συνιστούσε μια σημαντική καινοτομία.

Ενιαίος Κώδικας Εταιρικής Διακυβέρνησης - ενίσχυση του ρόλου των proxy advisors και της επικοινωνίας με αλλοδαπούς επενδυτές

Επιπλέον, έχει κυθεί πολύ μελάνι για τα ζητήματα εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιρειών. Είμαστε από τις λίγες έννομες τάξεις στην ΕΕ που έχουμε διά νόμου επιβάλει ελάχιστες αρχές εταιρικής διακυβέρνησης, ενώ αδυνατούμε από την άλλη να συμφωνήσουμε σε ένα ενιαίο κείμενο αρχών εταιρικής διακυβέρνησης που αυτοβούλως θα εφαρμόζουν οι εισηγμένες εταιρείες σε επίπεδο ενός κώδικα εταιρικής διακυβέρνησης, απόκλιση από τους κανόνες του οποίου θα επεξηγείται ειδικώς στην επεξηγηματική έκθεση του Διοικητικού Συμβουλίου (comply or explain). Ωστόσο, διάφοροι proxy advisors έχουν ήδη δημοσιεύσει guidelines που αφορούν ειδικά την Ελλάδα, βάσει των οποίων συστήνουν σε αλλοδαπούς μετόχους τον τρόπο που θα ψηφίσουν σε γενικές συνελεύσεις. Με δεδομένο ότι οι περισσότερες ελληνικές εισηγμένες υστερούν σε σχέση με τα πρότυπα αυτά, πολλές λαμβάνουν αρνητικές εισηγήσεις, ενώ η ελληνική κεφαλαιαγορά, για τους ίδιους λόγους, υστερεί βαθμολογικά σε αντίστοιχους δείκτες σε διεθνές επίπεδο. Αντίστοιχα θα πρέπει να ενισχυθεί και η επικοινωνία των ίδιων των εταιρειών μέσω των τμημάτων τους ενημέρωσης μετόχων με corporate agents και proxy advisors. Επίσης χρήσιμη θα είναι και η ενσωμάτωση σε πρώτη φάση διαδικασίας υποβολής ηλεκτρονικού πληρεξουσίου. Σε αυτή την κατεύθυνση θα μπορούσε να συνδράμει η ΕΧΑΕ η οποία θα μπορούσε να παρέχει μία ηλεκτρονική πλατφόρμα επικοινωνίας και συμμετοχής από απόσταση μετόχων σε γενικές συνελεύσεις με λειτουργίες όπως, παρακολούθηση όλων των εταιρικών ανακοινώσεων που αφορούν γενικές συνελεύσεις σε εταιρείες που ο χρήστης είναι μέτοχος με push notifications για την ανάρτηση αυτών (π.χ. πρόσκληση ΓΣ, ανάρτηση σχεδίων αποφάσεων κ.λπ.), ημερολόγιο γενικών συνελεύσεων και άσκηση συναφών εταιρικών δικαιωμάτων με push notifications για τις καταληκτικές ημερομηνίες (π.χ. για την προσθήκη θέματος ημερήσιας διάταξης, ή για την αποστολή πληρεξουσίου), υποβολή ηλεκτρονικών αιτημάτων προς την εταιρεία (π.χ. προσθήκη θέματος ημερήσιας διάταξης, ή δημοσιοποίηση εναλλακτικού σχεδίου απόφασης επί θέματος της ημερήσιας διάταξης), δήλωση στοιχείων εκπροσώπων επί μετόχων νομικών προσώπων, ψηφοφορία από απόσταση - αποστολή ηλεκτρονικών πληρεξουσίων και electronic proxy voting solicitation κ.λπ.

Ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς

Ένας δεύτερος, εξίσου σημαντικός στόχος οποιας παρέμβασης, θα πρέπει να είναι η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς. Με δεδομένο ότι οι κανόνες ασφάλειας και ποιότητας στην παροχή των υπηρεσιών και τη λειτουργία των αγορών καθορίζονται σε επίπεδο ενωσιακού δικαίου και το βάθος και μέγεθος της ελληνικής αγοράς δεν επιτρέπει σημαντικά οφέλη από οικονομίες κλίμακας και σκοπού, η ανταγωνιστικότητα μπορεί να επιτευχθεί καταρχήν με τη μείωση του κόστους συναλλαγών και λειτουργίας εν γένει τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους φορείς. Ειδικότερα:

Μείωση των αρνητικών εξωτερικοτήτων της φορολογικής μεταχείρισης κερδών από συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα

Το υφιστάμενο καθεστώς του φόρου υπεραξίας επί συναλλαγών σε τίτλους (συνδυασμός διατάξεων άρθρων 42 και 21 ΚΦΕ, όπως ισχύει), προβλέπει φορολόγηση της υπεραξίας από την πώληση χρηματοπιστωτικών μέσων με αυτοτελή φορολογία 15% για τα φυσικά πρόσωπα. Ειδικότερα καθιερώνει συμψηφισμό κερδών ζημιών από συναλλαγές ανά κατηγορία τίτλου (ομόλογα - μετοχές - παράγωγα), τη μεταφορά ζημίας απεριόριστα για επόμενες χρήσεις και τη μη έκπτωση δαπανών. Επιπλέον καθιερώνει την ένταξη συστηματικών συναλλαγών (πλέον των τριών το εξάμηνο) στην έννοια της επιχειρηματικής δραστηριότητας, ώστε με αυτό τον τρόπο να επιτρέπει τον συμψηφισμό κερδοζημιών στο σύνολο των τίτλων και την αφαίρεση σχετικών δαπανών (π.χ. προμηθειών και λοιπών εξόδων συναλλαγών). Στην τελευταία αυτή περίπτωση, τυχόν κέρδος φορολογείται ως εισόδημα. Ωστόσο, η λύση αυτή συνεπάγεται σημαντικά προβλήματα. Αφενός καθιερώνει ένα είδος νέας

δραστηριότητας επί χρηματοπιστωτικών μέσων, αυτής του κατ' επάγγελμα επενδυτή, η οποία δεν συνάδει με την έννοια του επαγγελματία επενδυτή στην οδηγία MiFID και στον Νόμο 3606/2007, προκαλώντας σύγχυση, αφετέρου προκαλούνται σειρά πρακτικών προβλημάτων στην υλοποίησή της, όπως η έκδοση και θεώρηση βιβλίων, η υποχρέωση καταβολής ασφαλιστικών εισφορών, με επιπλέον επιπτώσεις για πρόσωπα που λαμβάνουν ήδη σύνταξη. Αξίζει να σημειωθεί ότι, όλο το ως άνω σύστημα συνιστά μια πρωτοφανή ελληνική ιδιοκατασκευή. Αντ' αυτού απαιτείται η υιοθέτηση ενός απλού συστήματος φορολόγησης της υπεραξίας που να στηρίζεται στις εξής αρχές:

- Α) Δεν θα πρέπει να γίνεται διάκριση μεταξύ χρηματοπιστωτικών μέσων και αριθμού συναλλαγών, ώστε κάθε επενδυτική στρατηγική να είναι φορολογικά ουδέτερη. Αυτό συνεπάγεται ότι δεν πρέπει να διαφοροποιείται ο φόρος ανάλογα με τον αριθμό συναλλαγών ούτε ανάλογα με το χρηματοπιστωτικό μέσο. Είναι προφανές ότι, η διαμόρφωση επενδυτικών αποφάσεων για τον κάθε επενδυτή αποτελεί ένα ενιαίο σύνολο από επιμέρους προϊόντα και επενδυτικές στρατηγικές. Στην περίπτωση π.χ. ενός «συντηρητικού» επενδυτή, η διαμόρφωση μιας επενδυτικής θέσης σε μια μετοχή συνεπάγεται ταυτόχρονα την αγορά ενός παράγωγου με υποκείμενο τη συγκεκριμένη μετοχή, έτσι ώστε να αντισταθμίσει τον κίνδυνο από την πορεία της μετοχής. Ο επενδυτής θα αξιολογήσει την απόδοση της επένδυσής του και θα λάβει τις τελικές του αποφάσεις, λαμβάνοντας υπόψη την πορεία των τιμών και των δύο προϊόντων (μετοχή και παράγωγο).
- Β) Το φορολογητέο κέρδος ή η πραγματική ζημία για φορολογικούς λόγους από τις συναλλαγές σε χρηματοπιστωτικά μέσα, πρέπει να διαμορφώνεται ενιαία ως το αλγεβρικό άθροισμα των πραγματικά αναγνωρισμένων κερδών-ζημιών για φορολογικούς λόγους (realized profits) σε ετήσια βάση από το σύνολο των χρηματοπιστωτικών μέσων ενός εκάστου επενδυτή, αφού αφαιρεθούν-προστεθούν έξοδα ή δαπάνες που αφορούν έκαστη συναλλαγή.
- Γ) Τυχόν διατήρηση του φόρου συναλλαγών μετά την επιβολή του φόρου υπεραξίας αυξάνει επιπλέον το κόστος συναλλαγών.
- Δ) Υιοθέτηση αφορολόγητου ορίου.

Ειδική φορολογική μεταχείριση συλλογικών χαρτοφυλακίων

Μία σημαντική φορολογική παρέμβαση συνίσταται στην επέκταση της αποσπασματικής, σήμερα, ευνοϊκής μεταχείρισης διαφόρων μορφών συλλογικών επενδύσεων, όπως αμοιβαία κεφάλαια, ανώνυμες εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου κ.λπ. στο σύνολο των αδειοδοτημένων μορφών συλλογικών χαρτοφυλακίων. Το ζήτημα κρίνεται ακόμη πιο κρίσιμο λόγω της ενσωμάτωσης της οδηγίας για τους διαχειριστές εναλλακτικών κεφαλαίων⁴ με τον Νόμο 4209/2013. Η ειδική αυτή φορολογική μεταχείριση μπορεί να συνίσταται είτε στην αντιμετώπιση των διαφόρων εναλλακτικών κεφαλαίων ως φορολογικά διαφανών σχημάτων, επιτρέποντας τη φορολόγηση των αποδόσεων απευθείας στο πρόσωπο του επενδυτή,⁵ είτε στην εξάντληση της φορολογικής υποχρέωσης με την επιβολή φόρου επί του ενεργητικού, όπως στην περίπτωση των αμοιβαίων κεφαλαίων και των ΑΕΕΧ. Ειδική φορολογική ρύθμιση θα πρέπει να προβλεφθεί για κέρδη από υπεραξίες ή μερίσματα τα οποία διανέμουν κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών που επενδύουν σε ελληνικές εταιρείες ή αλλοδαπές εταιρείες με επενδύσεις και δραστηριότητα στην Ελλάδα. Έτσι λοιπόν επενδυτής σε ελληνικά κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, π.χ. μεριδιούχος σε ένα ΑΚΕΣ μπορεί να λαμβάνει έκπτωση φόρου ίση με ποσοστό της ετήσιας επένδυσής του σε τέτοιου είδους κεφάλαια ή έκπτωση ή εξαίρεση από τον φόρο μερίσματος ή/και υπεραξίας.⁶

⁴ Οδηγία 2011/61/ΕΚ.

⁵ Η λύση αυτή προβλέπεται στην περίπτωση των Αμοιβαίων Κεφαλαίων Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΑΚΕΣ) βλ. και άρθρο 7 Ν. 2992/2002, όπως ισχύει.

⁶ Εφόσον ο τελευταίος επιβάλλεται ανάλογα με το είδος του κεφαλαίου. Αντίστοιχη ρύθμιση υπάρχει στη Μεγάλη Βρετανία.

Προϊοντοποίηση εναλλακτικών επενδύσεων

Η ενσωμάτωση της οδηγίας 2011/61/ΕΚ για τους διαχειριστές εναλλακτικών κεφαλαίων με τον Νόμο 4209/2013, ρυθμίζει το καθεστώς αδειοδότησης και λειτουργίας διαχειριστών τέτοιων σχημάτων, οι οποίοι δύνανται να διαθέτουν τέτοια σχήματα εντός της Ευρωπαϊκής Ένωσης, απολαμβάνοντας καθεστώς ελεύθερης παροχής υπηρεσιών και ελεύθερης εγκατάστασης (διαβατήριο) αντίστοιχο με αυτό που προβλέπεται στις περιπτώσεις ενημερωτικών δελτίων και παροχής επενδυτικών υπηρεσιών. Ωστόσο, η οδηγία δεν ρυθμίζει τη μορφή των οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων αλλά μόνο των διαχειριστών αυτών, αφήνοντας στα κράτη μέλη να ρυθμίσουν τη μορφή που λαμβάνουν τέτοιοι οργανισμοί. Σε αντίθεση με την περίπτωση των Οργανισμών Συλλογικών Επενδύσεων σε Κινητές Αξίες του Ν. 4099/2012 «Οργανισμοί συλλογικών επενδύσεων σε κινητές αξίες και ανώνυμες εταιρείες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων», με την οποία ενσωματώθηκε στην ελληνική έννομη τάξη η οδηγία 2009/65/ΕΚ, ο Νόμος 4209/2013 δεν προβλέπει ρυθμίσεις σχετικά με τη μορφή και τη λειτουργία των Οργανισμών Εναλλακτικών Επενδύσεων. Ο ορισμός δε των τελευταίων είναι ευρύτατος και καλύπτει το σύνολο των οργανισμών συλλογικών επενδύσεων που δεν εμπίπτουν στον Νόμο 4099/12. Ο νόμος καταλαμβάνει τη λειτουργία διαχειριστών υφιστάμενων ΑΚΕΣ, ΕΚΕΣ, ΑΕΕΧ και ΑΕΕΑΠ, ωστόσο τα σχήματα αυτά διαθέτουν τους δικούς τους επενδυτικούς περιορισμούς, με βάση τον ειδικό σκοπό για τον οποίο νομοθετήθηκαν. Ωστόσο, όπως αναφέρθηκε ανωτέρω, η διαχείριση εναλλακτικών επενδύσεων που απευθύνονται σε επαγγελματίες επενδυτές δεν μπορεί καταρχήν να υπάγεται σε επενδυτικούς περιορισμούς. Για τον σκοπό αυτό, επιβάλλεται η θεσμοθέτηση ευρύτερων σχημάτων εναλλακτικών επενδύσεων είτε σε συμβατική μορφή μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων εναλλακτικών επενδύσεων ή σε καταστατική μορφή μέσω εταιρειών εναλλακτικών επενδύσεων, ώστε να είναι εφικτή η διαχείριση εναλλακτικών επενδύσεων με τη μέγιστη δυνατή ευελιξία. Παραδείγματος χάρη, ο συνδυασμός των επενδυτικών περιορισμών των υφιστάμενων σχημάτων δεν επιτρέπει τη δημιουργία οργανισμού εναλλακτικών επενδύσεων στην Ελλάδα με αποκλειστικό σκοπό τη διαχείριση συναλλαγών επί νομισμάτων ή την επένδυση στη ναυτιλία.⁷

Μείωση εποπτικού κόστους

Ένας σημαντικός παράγοντας για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας της κεφαλαιαγοράς είναι η μείωση του εποπτικού κόστους. Ως εποπτικό κόστος λογίζονται τόσο τα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια για την αδειοδότηση και λειτουργία των εποπτευόμενων εταιρειών, όσο και το εν γένει λειτουργικό κόστος αυτών. Παραδοσιακά ο Έλληνας νομοθέτης επιβάλλει ως προς το ύψος των αρχικών ιδίων κεφαλαίων με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου αυξημένες απαιτήσεις, σε σχέση με τα ελάχιστα προβλεπόμενα όρια των αντίστοιχων οδηγιών ή άλλων κρατών μελών. Η προσέγγιση αυτή έχει ακολουθηθεί τόσο στον Ν. 3606/2007 (ΕΠΕΥ) όσο και στον Ν. 4099/2012 (ΑΕΔΑΚ και Αμοιβαία Κεφάλαια). Η ενσωμάτωση της οδηγίας CRD IV είναι μια σημαντική ευκαιρία για την προσαρμογή τουλάχιστον του ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου των ΕΠΕΥ στα ευρωπαϊκά ελάχιστα, ενώ αντίστοιχες προσαρμογές πρέπει να γίνουν και στην περίπτωση των ΑΕΔΑΚ και των αμοιβαίων κεφαλαίων. Αξίζει να σημειωθεί ότι, κατά την ενσωμάτωση της MiFID το 2007 το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο για μια ΕΠΕΥ που δεν παρέχει την υπηρεσία της θεματοφυλακής ήταν 500.000 ευρώ (σήμερα 300.000) έναντι 50.000 ευρώ που προβλέπει η CRD IV σήμερα, ενώ για μια ΕΠΕΥ μέλος του ΧΑ 1.500.000 ευρώ (σήμερα 700.000) έναντι 125.000 ευρώ που προβλέπει η CRD IV. Ωστόσο, το αυξημένο εποπτικό κόστος δεν περιορίζεται μόνο στο ζήτημα του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου. Ένας άλλος παράγοντας είναι το κόστος του συνεγγυητικού κεφαλαίου το οποίο διαμορφώνεται από τρεις παράγοντες: το ύψος του, τον τρόπο υπολογισμού των εισφορών και τα έξοδα λειτουργίας του. Κατά συνέπεια, η αναμόρφωση του νομικού πλαισίου λειτουργίας του συνεγγυητικού είναι ουσιώδους σημασίας για τη μείωση του λειτουργικού κόστους των εποπτευόμενων εταιρειών. Τα σημερινά μεγέθη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς ίσως δεν δικαιολογούν παρά ένα μικρό, ευέλικτο, συνεγγυητικό κεφάλαιο. Επίσης θα πρέπει να εξετασθεί η δυνατότητα ιδιωτικής

⁷ Λόγω των περιορισμών επένδυσης μόνο σε αλλοδαπές εταιρείες που έχουν δραστηριότητα στην Ελλάδα.

ασφάλισης ως στοιχείο υπολογισμού της εισφοράς έκαστης εταιρείας. Τέλος, ένα γενικότερο ζήτημα που αφορά το εποπτικό κόστος εν στενή έννοια, είναι κατά πόσο το μέγεθος της ελληνικής κεφαλαιαγοράς επιβάλλει για λόγους οικονομικών κλίμακας και σκοπού τη λειτουργία μιας ενιαίας εποπτείας όλου του χρηματοοικονομικού τομέα.

Ενίσχυση της καινοτομίας της ελληνικής κεφαλαιαγοράς

Τέλος, ακόμη και αν διευκολυνθεί η πρόσβαση των αλλοδαπών επενδυτών ή μειωθεί το συνολικό κόστος επένδυσης και παροχής υπηρεσιών σε μία ανταγωνιστική διεθνή αγορά χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και προϊόντων, η ελληνική κεφαλαιαγορά, με τις μακροοικονομικές αποδόσεις της ελληνικής οικονομίας και τα προβλήματα της πραγματικής οικονομίας, μπορεί να αποτελέσει πόλο έλξης ξένων επενδύσεων μόνο εφόσον μετατρέψει τις παρούσες συγκυρίες σε επενδυτικές ευκαιρίες, προσφέροντας θεσμική ασφάλεια και διαφάνεια. Ειδικότερα:

Διεύρυνση της χρήσης των τίτλων επιλογής κατά τα πρότυπα των τραπεζικών warrants

Με δεδομένη την έλλειψη ρευστότητας και την αδυναμία πρόσβασης των ελληνικών εταιρειών σε όποια μορφή αναχρηματοδότησης, η προσέλκυση επενδυτών θα μπορούσε να επιτευχθεί με την έκδοση δωρεάν τίτλων επιλογής (warrants) ως κίνητρο συμμετοχής (sweetener) επενδυτών σε δημόσιες προσφορές μετοχών ή εταιρικών ομολόγων μετατρέψιμων ή μη. Με τον τρόπο αυτό είναι δυνατή η λειτουργία αυτοτελούς αγοράς τίτλων επιλογής στο ελληνικό χρηματιστήριο ή και η δημιουργία σύνθετων προϊόντων. Για τον σκοπό αυτό απαιτείται ο εκσυγχρονισμός του κ.ν. 2190/1920, ώστε να επιτρέπεται η έκδοση τίτλων επιλογής από τις ίδιες τις ανώνυμες εταιρείες.

Τιτλοποίηση τραπεζικού δανεισμού εισηγμένων εταιρειών

Ίσως το κρισιμότερο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν σήμερα οι εισηγμένες εταιρείες στην Ελλάδα είναι ο υπέρογκος τραπεζικός δανεισμός, ο οποίος συνοδεύεται από ένα δυσβάστακτο κόστος υποστήριξης των δανείων, αδυναμία αναχρηματοδότησης και, κατά συνέπεια, έλλειψη ρευστότητας. Στο πλαίσιο αυτό απαραίτητη είναι η μείωση του επιπέδου μόχλευσης των ελληνικών εισηγμένων εταιρειών με την κεφαλαιοποίηση μέρους των τραπεζικών δανείων. Η κεφαλαιοποίηση αυτή πρέπει να συνοδεύεται από τη δυνατότητα των τραπεζών να διαθέσουν τις μετοχές αυτές περαιτέρω, αλλά και την εισροή νέων κεφαλαίων στις εισηγμένες εταιρείες. Π.χ. η τράπεζα συμμετέχει σε δημόσια προσφορά εισηγμένης εταιρείας για την αύξηση μετοχικού της κεφαλαίου κεφαλαιοποιώντας μέρος του δανείου της προς την εταιρεία, με την προϋπόθεση ότι συμμετέχουν και επιπλέον επενδυτές, οι οποίοι λαμβάνουν από την τράπεζα ανταλλάξιμες ομολογίες σε μετοχές της εταιρείας που θα έχει στην κατοχή της η τράπεζα συνεπεία της κεφαλαιοποίησης μέρους της απαίτησής της. Οι ομολογίες που θα διατίθενται σε συμβολική τιμή (π.χ. 1 λεπτό) θα επιτρέπουν στον κάτοχό τους την ανταλλαγή τους με μετοχές της εταιρείας που κατέχει η τράπεζα σε προκαθορισμένη τιμή και θα διαπραγματεύονται χωριστά.⁸ Εναλλακτικά, οι τράπεζες θα μπορούσαν να τιτλοποιήσουν δάνεια προς εισηγμένες εταιρείες, μέσω ειδικών εταιρικών οχημάτων τιτλοποίησης που θα εκδώσουν σύνθετα χρηματοοικονομικά προϊόντα ΣΧΠ ως αντιστάθμιση των μετοχών των εταιρειών που κατέχουν.

⁸ Στην πραγματικότητα θα λειτουργούν όπως οι τίτλοι επιλογής στο πλαίσιο της ανακεφαλαιοποίησης των τραπεζών.

Διαπραγμάτευση νέων προϊόντων στο ΧΑ

Η έκδοση νέων προϊόντων στα πλαίσια της κεφαλαιοποίησης του τραπεζικού δανεισμού από τις τράπεζες ή τις ίδιες τις εισηγμένες εταιρείες στο πλαίσιο αναζήτησης εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης, πρέπει να συνοδεύεται από τη δημιουργία ειδικών αγορών στο ΧΑ. Ανεξάρτητα από τη ρευστότητα ή μη των αγορών αυτών, η διαπραγμάτευση των χρηματοπιστωτικών αυτών μέσων, εταιρικών ομολόγων, τίτλων επιλογής, σύνθετων προϊόντων, οργανισμών εναλλακτικών επενδύσεων σε οργανωμένη αγορά, δίδει τη δυνατότητα επένδυσης σε σημαντικό αριθμό θεσμικών επενδυτών του εξωτερικού που έχουν ως επενδυτικό περιορισμό την επένδυση σε χρηματοπιστωτικά μέσα που διαπραγματεύονται σε οργανωμένη αγορά (π.χ. ΟΣΕΚΑ sovereign funds, pension funds κ.λπ.).

Λειτουργία θερμοκοιτίδας προς εισαγωγή εταιρειών – ειδική αγορά venture companies στο ΧΑ

Το ΧΑ σε συνεργασία με κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, το Ταμείο Νέας Οικονομίας (ΤΑΝΕΟ) ή φορέων επιχειρησιακών προγραμμάτων χρηματοδότησης εταιρειών στο πλαίσιο του ΕΣΠΑ και διάφορους αναδόχους, θα μπορούσε να παρέχει υπηρεσίες εκκόλαψης, υποστήριξης εισαγωγής και προώθησης εταιρειών που εδρεύουν ή δραστηριοποιούνται στην Ελλάδα, οι οποίες πληρούν τις προϋποθέσεις χρηματοδότησης από επενδυτικά κεφάλαια ελληνικά ή του εξωτερικού και θα μπορούσαν να εισαχθούν, αν υπήρχε επενδυτικό ενδιαφέρον, σε μία ειδική αγορά. Η εισαγωγή των μετοχών σε μία κατηγορία venture companies θα επέτρεπε την προσέλκυση και ιδιωτών επενδυτών που επιθυμούν να συμμετέχουν σε μικρές και μεσαίες εταιρείες "early stage" – όπως αποκαλούνται στην ορολογία των επιχειρηματικών κεφαλαίων,⁹ προσδίδοντας αυξημένη προστασία στους επενδυτές αυτούς. Επιπλέον, με δεδομένη τη δραστηριοποίηση τέτοιων σχημάτων ήδη στην ελληνική αγορά και μάλιστα με συγχρηματοδότηση από ευρωπαϊκά κεφάλαια¹⁰ και την περιορισμένη πρόσβαση των εταιρειών αυτών στον τραπεζικό δανεισμό, αλλά και τις εξελίξεις σε ευρωπαϊκό επίπεδο, όπως η απομόλυνση των τραπεζών από επιχειρηματικά δάνεια, η υιοθέτηση πρωτοβουλιών κανονισμών για επενδυτικά κεφάλαια μακροχρόνιων επενδύσεων διαμορφώνουν ένα περιβάλλον στο οποίο μια «προϊοντοποίηση» τέτοιους είδους εταιρειών και τυποποίηση στις διαδικασίες εισαγωγής και επένδυσης για υποψήφιους επενδυτές είναι χρήσιμη. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση του TSX Venture Exchange στον Καναδά, που αποτελεί αγορά διαπραγμάτευσης αποκλειστικά πολλών τέτοιων εταιρειών.

Αντί επιλόγου

Παρά τις ιδιαιτερότητες των αγορών κεφαλαίων, η βασική αρχή διαμόρφωσης ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας σε μια μικρή αγορά παραμένει η ίδια. Ο επενδυτής πρέπει να μπορεί να έχει πρόσβαση στο προϊόν ή στην υπηρεσία άμεσα, να είναι σε θέση να το συγκρίνει εύκολα με άλλα προϊόντα ή υπηρεσίες με τα οποία έχει εξοικείωση, το δε πιθανό όφελος από την επένδυση επί της πιθανότητας επίτευξης να είναι υψηλότερο του συνολικού κόστους που σχετίζεται με τη συναλλαγή. Η τελευταία παράμετρος επιτυγχάνεται είτε με τη μείωση του κόστους συναλλαγών και τη συναλλακτική τυποποίηση, είτε με τη δημιουργία καινοτόμων προϊόντων για την προσέλκυση επαγγελματιών ή ειδικευμένων ιδιωτών επενδυτών.

⁹ Angel Investors. Επίσης με τον τρόπο αυτό επιτυγχάνεται με επαρκή διαφάνεια και ασφάλεια και η διεθνής πρακτική του crowdfunding.

¹⁰ Βλ. π.χ. το πρόγραμμα JEREMIE στο οποίο συμμετέχει το European Investment Fund.

