II

*(Актове, приети по силата на Договорите за ЕО/Евратом, чието публикуване не е задължително)*

# РЕШЕНИЯ

# КОМИСИЯ

## РЕШЕНИЕ НА КОМИСИЯТА

**от 20 декември 2006 година**

**относно помощта за „Investbx“ C 36/2005, която Обединеното кралство планира да приложи**

*(нотифицирано под номер C(2006) 5808)*

**(само текстът на английски език е автентичен)**

**(текст от значение за ЕИП)**

(2008/126/ЕО)

КОМИСИЯТА НА ЕВРОПЕЙСКИТЕ ОБЩНОСТИ,

като взе предвид Договора за създаване на Европейската общност, и по-специално член 88, параграф 2 от него,

като взе предвид Споразумението за Европейското икономическо пространство, и по-специално член 62, параграф 1, буква а) от него,

като призовава заинтересованите страни да представят своите коментари съгласно разпоредбите, цитирани по-горе ([1]), и като взе предвид техните коментари,

като има предвид, че

### 1. ПРОЦЕДУРА

(1) С писмо от 26 юли 2005 г., заведено в Комисията на 28 юли 2005 г., Обединеното кралство уведоми Комисията за мярката за помощ, посочена по-горе, съгласно член 88, параграф 3 от Договора за създаване на ЕО.

(2) Комисията поиска допълнителна информация на 19 август 2005 г., след което на 8 септември 2005 г. се състоя среща на представители на Обединеното кралство и на Комисията. По време на срещата представителите на Обединеното кралство предоставиха допълнителна информация.

(3) На 26 септември 2005 г. Комисията получи жалба от предприятие PLUS Markets Group plc (бивша Ofex Holdings plc) (наричана по-нататък „Ofex“).

(4) С писмо от 20 октомври 2005 г. Комисията информира Обединеното кралство, че е взела решение да започне процедурата, предвидена в член 88, параграф 2 от Договора за създаване на ЕО, по отношение на тази мярка.

(5) С писмо от 11 ноември 2005 г. Комисията изпрати своето решение за започване на процедурата, предвидена в член 88, параграф 2 от Договора за създаване на ЕО, на заинтересованата страна Ofex.

(6) Решението на Комисията за започване на процедурата беше публикувано в *Официален вестник на Европейския съюз* ([2]). Комисията прикани заинтересованите страни да изпратят своите коментари.

(7) С писмо от 21 ноември 2005 г., заведено в Комисията на същата дата, Обединеното кралство представи отговор на решението на Комисията за започване на процедурата.

(8) Комисията получи съображения от 20 заинтересовани страни:

a. от The Share Centre с писмо от 10 ноември 2005 г., заведено в Комисията на 23 ноември 2005 г.;

([1]) ОВ C 288, 19.11.2005 г., стр. 13.

([2]) Виж бележка под линия 1.

б. от Ofex с писмо от 25 ноември 2005 г., заведено в Комисията на същата дата, и от 15 декември 2005 г., заведено в Комисията на следващия ден;

в. от Mazars с писмо от 24 ноември 2005 г., заведено в Комисията на 5 декември 2005 г.;

г. от Sir Albert Bore с писмо от 30 ноември 2005 г., заведено в Комисията на 6 декември 2005 г.;

д. от Quoted Companies Alliance с писмо от 16 декември 2005 г., заведено в Комисията на същата дата;

е. от Hembury Associates Ltd с дата 16 декември 2005 г., заведено в Комисията на 19 декември 2005 г.;

ж. от Hamilton Pratt с дата 13 декември 2005 г., заведено в Комисията на 19 декември 2005 г.;

з. от Regione Emilia-Romagna с дата 15 декември 2005 г., заведено в Комисията на 20 декември 2005 г.;

и. от JP Jenkins с дата 13 декември 2005 г., заведено в Комисията на 20 декември 2005 г.;

k. от Aston Science Park с дата 14 декември 2005 г., заведено в Комисията на 22 декември 2005 г.;

л. от Robert Huggins Associates с дата 13 декември 2005 г., заведено в Комисията на 22 декември 2005 г.;

м. от Catapult Venture Managers с дата 12 декември 2005 г., заведено в Комисията на 22 декември 2005 г.;

н. от EEF West Midlands с дата 14 декември 2005 г., заведено в Комисията на 23 декември 2005 г.;

о. от Ofex с дата 19 декември 2005 г., заведено в Комисията на 23 декември 2005 г.;

п. от CEBRE, с дата 16 декември 2005 г., заведено в Комисията на 23 декември 2005 г.;

р. от West Midlands Business Council с дата 22 декември 2005 г., заведено в Комисията на 3 януари 2006 г.;

с. от Birmingham Forward с дата 19 декември 2005 г., заведено в Комисията на 3 януари 2006 г.;

т. от Confederation of West Midlands Chambers of Commerce с дата 20 декември 2005 г., заведено в Комисията на 3 януари 2006 г.;

у. от Advantage Growth Fund с дата 5 януари 2006 г., заведено в Комисията на 10 януари 2006 г.;

ф. от University of Warwick с дата 16 декември 2005 г., заведено в Комисията на 16 януари 2006 г.;

9) Представителите на Ofex обясниха позицията си по време на среща с Комисията, състояла се на 16 декември 2005 г.

10) С писма от 22 декември 2005 г., 13 януари 2006 г. и 19 януари 2006 г., Комисията препрати съображенията на заинтересованите страни на Обединеното кралство, за да му даде възможност да отговори на тях.

11) На срещата между органите на Обединеното кралство и Комисията, състояла се на 30 януари 2006 г., органитеорганите на Обединеното кралство дадоха обяснения. Комисията поиска допълнителна информация.

12) Тази информация, както и становището на Обединеното кралство в отговор на коментарите на третите лица, бяха получени с писма от 3 февруари 2006 г., заведено в Комисията на същата дата, и от 7 февруари, заведено в Комисията на 10 февруари 2006 г.

13) Комисията помоли за още допълнителна информация от страна на Обединеното кралство с писма от 15 февруари 2006 г. и 6 април 2006 г. Обединеното кралство предостави тази информация с писма от 2 март 2006 г., заведено в Комисията на следващия ден, и от 7 април 2006 г., заведено в Комисията на 12 април 2006 г.

14) Обединеното кралство предостави допълнителна информация с писмо от 3 май 2006 г., заведено в Комисията на 11 май 2006 г.

15) С електронна поща и писмо от 25 май 2006 г., съдържащи една и съща информация и заведени в Комисията съответно на 29 и 30 май 2006 г., Ofex заяви, че Advantage West Midlands (наричано по-нататък „AWM“) предприема подготвителни стъпки по отношение на Investbx, и помоли Комисията да отложи приемането на решението, докато Ofex бъде в състояние да предостави допълнителна информация. С електронна поща от 31 май 2006 г., заведена на същата дата, Ofex помоли да бъде информиран преди приемане на решението и да получи решението, преди то да бъде публикувано. С електронна поща от 9 юни 2006 г., заведена на същата дата, и с писмо от 9 юни 2006 г., заведено в Комисията на 13 юни 2006 г., Ofex повтори молбата си за отлагане приемането на решението.

16) С две съобщения по електронна поща от 4 юли 2006 г., заведени в Комисията на 6 юли 2006 г., Обединеното кралство предостави допълнителна информация на Комисията.

17) С електронна поща от 12 май 2006 г., заведена в Комисията на 13 май 2006 г., Ofex информира Комисията, че интернет сайт на Investbx е обществено достъпен.

18) С писмо от 26 юли 2006 г., заведено в Комисията на 1 август 2006 г., Angelbourse заяви, че представлява средство за търговия на по-малките предприятия и Investbx му се явява нелоялна конкуренция. Това писмо бе получено след повече от седем месеца от крайната дата за коментари на трети лица и твърденията в него не бяха подкрепени от доказателства, поради което Комисията не го взе под внимание.

19) С електронна поща от 3 август 2006 г., заведена в Комисията на същата дата, Ofex информира Комисията за съществуването и дейността на Angelbourse.

20) С писмо от 7 август 2006 г. Комисията поиска допълнителна информация от страна на Обединеното кралство.

21) С електронна поща от 23 октомври 2005 г., заведена в Комисията на същата дата, Обединеното кралство отговори на искането на Комисията.

## 2. ПОДРОБНО ОПИСАНИЕ НА МЯРКАТА

22) Въз основа на предоставената от Обединеното кралство информация Комисията обобщава описанието на мярката, за която е уведомена, както следва.

### 2.1. Цел на Investbx

23) Основната цел на мярката е да създаде средство за малки и средни предприятия ([3]) в етап на разрастване ([4]) (наричани по-нататък „МСП“) в регион Уест МидландсМидландс на Обединеното кралство за набиране на средства за покриване на недостига на собствен капитал ([5]). То ще обединява МСП, доставчици на услуги и инвеститори, за да улесни предприятията при набиране на капитали чрез създаването на практически форум за емитиране и размяна на акции и дялове. Investbx също така ще предоставя и ще улеснява предоставянето на услуги на МСП при пазарни условия, за да се увеличи способността им да набират средства.

24) С мярката се цели преодоляване на неефективността на пазара за капиталово финансиране в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP за МСП в Уест Мидландс. Органитев Обединеното кралство заявиха, че тавanът на набирането на средства ще бъде 2 милиона GBP годишно в рамките на първите пет години от съществуването на предприятието, за да може мярката да се насочи конкретно към преодоляване на неефективността на пазара при набиране на средства за МСП. Те обаче се опасяват, че тази неефективност на пазара се задълбочава с времето и частните капитали все повече се насочват към по-големи проекти. Докладът на CBI ([6]) оценява неефективността на пазара между 0,25 и 3 милиона GBP. Поради това според британските органи един таван от 2 милиона GBP може да създаде реални пречки за успеха на проекта Investbx в дългосрочен план, като изключва някои МСП, които е възможно да се нуждаят от по-голямо финансиране. Ако това се случи, AWM ще събере доказателствен материал и ще се уведоми Комисията за изменение с искане за вдигане на тавана.

25) Investbx има намерение да създаде мост между частните инвеститори, в това число бизнес ангели и рискови инвеститори, на които ще предложи допълнителна възможност за излизане от инвестициите, и по-зрели установени пазари. Investbx ще подготвя кандидатите за инвестиции за листване на по-зрели установени пазари, като Alternative Investment Market (Алтернативен инвестиционен пазар, наричан по-нататък „AIM“) и London Stock Exchange (Лондонската фондова борса, наричана по-нататък „LSE“).

### 2.2. Правно основание на мярката

26) Правното основание на мярката е regional Development Agencies Act от 1998 г. ([7]), Раздел 5.

### 2.3. Бюджет и продължителност

27) Правителственият орган West Midlands Regional Development Agency („AWM“), ще предостави финансиране на Investbx в размер до 3 милиона GBP за период от максимум пет години. Сумата може да бъде по-малка и/или периодът да бъде по-кратък, ако проектът стане самоиздържащ се. Investbx ще използва безвъзмездните средства за покриване на инвестицията и първоначалните си разходи, които може да не бъдат покрити от приходите от дейността му. Investbx ще изразходва средствата по финансов план, който предвижда нарастващ брой МСП да бъдат обслужвани от Investbx през първоначалния петгодишен период (общо 47 до края на петгодишния период), и прогнозира нарастващи приходи от дейността и намаляващо използване на безвъзмездните средства за компенсиране на загубите, докато, най-късно след пет години, Investbx излезе на нула.

([3]) Определението съответства на Препоръка на Комисията от 6 май 2003 г. относно определянето на микро, малки и средни предприятия (ОВ L 124, 20.5.2003 г., стр. 36).

([4]) МСП в етап на разрастване са МСП, определени в точка 2.2, буква з) от „Насоки за рисковия капитал“ (Насоки на Общността относно държавните помощи за насърчаване на инвестициите в рисков капитал в малки и средни предпиятия, ОВ C 194, 18.8.2006 г., стр. 2).

([5]) Финансирането за покриване на недостига на собствен капитал се отнася до инвестиции за покриване капитала на неодстига на собствен капитал в размер от 0,5 до 2 милиона GBP.

([6]) Конфедерация на Британската индустрия: „Подобряване на достъпа до финансиране — Подпомагане на революцията на предприятията“ (м. юли 2006 г.).

([7]) http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1998/19980045.htm

28) Предвижданията са част от средствата да бъдат използвани като резерва. След този период Investbx ще възстанови на AWM останалата неизползвана сума, а AWM или ще продаде дяловете на Investbx на пазара чрез открита и недискриминационна публична тръжна процедура, или ще го закрие.

### 2.4. **БенефициерБенефициер на мярката**

29) Прекият бенефициер на мярката е Investbx. Investbx ще получи до 3 милиона GBP под формата на безвъзмездни средства от AWM. Всички излишъци на Investbx ще се реинвестират отново в Investbx в полза на регионалната икономика, което съответства на мисията на AWM. AWM ще запази силното си влияние върху Investbx.

30) Investbx ще представлява дружество с ограничена отговорност по дялове. Правният статус на предприятието ще позволява на Investbx да сключва договори от свое име. Като отделно от AWM юридическо лице, собствеността върху предприятието ще може евентуално след време лесно да се прехвърли. Ако Investbx има успех, то ще бъде продадено и ще стане предприятие от частния сектор. Тогава остатъкът от първоначалните безвъзмездни средства ще бъде възстановен на AWM.

31) В Investbx ще работи изпълнителен екип от 6 до 8 души, които ще отговарят за изпълнение на бизнес плана. Ще има и неизпълнителен борд от експерти от Уест МидландсМидландс, които ще бъдат назначени според техните познания и опит в работата с МСП и целеви инвеститори.

### 2.5. **Пазарът в Обединеното кралство днес**

32) Според Обединеното кралство на традиционния пазар за покупка и продажба на дялове и акции в Обединеното кралство господстващо положение заема LSE, на която основно търгуват големите участници на световния пазар. Достъпът на МСП до борсата става все по-ограничен, тъй като са предпочитани най-благонадеждните и доходоносни акции и дялове на по-големите компании.

33) Според Обединеното кралство LSE се е насочила към постигане на това състояние след въвеждането на AIM през 1995 г. Той действа като вторичен пазар за нови и по-малки предприятия. Членството в него не изисква минимална история на търгуването, нито минимални активи, нива на печалба, минимална капитализация или наличие на минимално количество свободно търгувани акции.

34) Според Обединеното кралство извън LSE и AIM остава Ofex като платформа за търгуване, която се регулира от Financial Service Authority на Обединеното кралство (по-нататък „FSA“). Тя предлага една по-икономически целесъобразна и по-малко регулирана алтернатива на AIM.

35) В Обединеното кралство има няколко доставчици на услуги, които търгуват с нелиствани акции и дялове или набират капитал като The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins и Investor Champions.

36) Въпреки развитието в тази насока, Обединеното кралство твърди, че е налице една дълготрайна неефективност на пазара по отношение на капиталовите инвестиции в МСП, разположени извън Югоизточния регион, като например в Уест Мидландс. Уест Мидландс е сред регионите с най-малко листвани предприятия и с най-ниска обща пазарна капитализация. Преди да започнат създаването на Investbx, от AWM попитали Ofex дали тя би могла да се заеме с преодоляването на тази пазарна неефективност в регион Уест Мидландс, в какъвто случай AWM биха оттеглили своя проект за създаване на Investbx. От Ofex обаче не реагирали по никакъв начин.

### 2.6. **Дейности и ценообразуване на Investbx**

37) Според органитеорганите на Обединеното кралство, Investbx представлява една съвсем нова мярка, за която няма прецедент. Докато традиционният рисков капитал има за цел увеличаване на предлагането на акционерен капитал, Investbx предвижда подобряване на ефикасността на циркулиране на информацията за предприятията-кандидати за получаване на инвестиции. Investbx ще започне изграждането на ефективен местен капиталов пазар, създавайки връзки между предприятията и инвеститори, като им предлага един изпълним, прост и икономически целесъобразен начин за набиране на акционерен капитал, за търгуване на техните дялове и акции и представяне на техните дейности. Тази платформа за търговия ще се различава от традиционните фондови борси (а именно, LSE и нейният AIM), както и от Ofex, защото тя извършва дейността си на видим онлайн електронен тържен пазар, който ще свързва купувачи и продавачи при една-единствена цена с възможност за инвестиране чрез онлайн платформа, предлагаща единствено оперативно обслужване, но не и инвестиционни консултантски услуги. За разлика от основните пазари, тези онлайн търгове ще се провеждат само няколко пъти месечно. Същевременно Investbx ще насърчава дългосрочния подход към инвестирането, като акцентира повече върху основната цел — набиране на средства за МСП в непосредствената общност, отколкото върху възможността за често търгуване на акциите и дяловете, както е на другите съществуващи в Лондон борси. Съответно Investbx ще играе три различни роли: набиране на капитали или първоначално финансиране, създаване на услуги в подкрепа на МСП и предоставяне на вторична тръжна платформа за търговия на акциите и дяловете, които вече са били допуснати до търговия.

38) Предприятията, които искат да наберат средства за покриване на недостига на собствен капитал, ще бъдат подпомагани от местни финансови и правни консултанти и от екипа на Investbx, също разположен в Уест Мидландс.

39) Платформата за търговия ще се намира на онлайн портала на Investbx (www.investbx.com), който също така ще съдържа набор от интегрирани услуги, достъпни онлайн 24 часа в денонощието/7 дни в седмицата, специално предназначени за посрещане на нуждите на МСП, независимо дали те се котират, или не.

40) Investbx няма да предоставя финансиране на МСП, нито ще предоставя директно средства или гаранции на инвеститорите или на кандидатите за инвестиции. Цялото финансиране с дялов капитал ще бъде предоставяно от пазарни инвеститори на частни целеви кандидати за инвестиции. Ролята на Investbx е единствено да улеснява осъществяването на сделките между частните участници на пазара.

2.6.1. *Набиране на средства*

41) Investbx ще подпомага набирането на средства за МСП. Тя ще представя подходящи за финансиране МСП от региона на консултантите, които търсят МСП, годни за инвестиране. Набирането на средства, наричано още първоначално финансиране, ще се състои в продажба на акции, емитирани наскоро от целевото МСП, директно на заинтересованите инвеститори с помощта на Investbx. ОрганитеОрганите на Обединеното кралство са обявили, че таванът на набирането на средства ще бъде 2 милиона GBP годишно на предприятие през първите пет години от съществуването му.

42) Според професионалните консултанти, които подпомагат МСП в набирането на средства и с които са провеждани консултации по време на целия процес на разработване на проекта Investbx, в Уест Мидландс потенциалът за финансиране по предвиждания от Investbx начин е за над 10 МСП годишно. Според финансовия план на проекта през първите пет години от съществуването си той ще набере поне 70 милиона GBP за поне 47 предприятия.

43) МСП ще трябва да заплатят комисионна от 6 % от набраните средства. Тази такса е определена от финансовия модел така, че да позволи на Investbx да излезе на нула до края на петгодишния срок на споразумението за предоставяне на финансиране. Освен това, тя бе изчислена чрез сравняване на таксите със съществуващи форми на набиране на средства. Анализът показа, че 6 % е повече от исканото от някои други оператори. Органите на Обединеното кралство обаче отбелязват, че подобно сравнение има ограничена валидност, като се има предвид, че не съществуват адекватни примери за сравнение с Investbx поради неговия уникален характер. Investbx ще се различава от всички останали предприятия, предлагащи услуги по набиране на средства в Уест Мидландс. Затова се счита, че Investbx ще бъде в състояние да събира 6 % комисионна, т.е. поне процента, събиран от съществуващите фирмени консултанти.

2.6.2. *Интегриране на услуги в подкрепа на МСП*

44) Според органите на Обединеното кралство Investbx ще събере на едно място различни предприятия за услуги, които ще подпомагат МСП в процеса на набиране на средства, а също така и в периода на търгуване на техните акции или дялове. Investbx ще предостави на всяко МСП, което реши да набира средства чрез Investbx, отделен координатор на операциите. Сигурно приспособление за обмен на документи на уебсайта на Investbx ще съдържа всички образци на документите, които ще бъдат необходими на едно МСП в процеса на набиране на капитали и включване в платформата за търговия. Образците на тези документи са разработени съвместно с местната професионална общност и са опростени, за да бъдат подходящи и икономически целесъобразни за МСП.

45) Всяко МСП, което желае да набира средства чрез Investbx, ще бъде оценявано от Investbx. Това ще включва оценка на неговия потенциал за привличане на инвеститори за първоначално финансиране и дали при извършения дю дилиджънс не са открити факти, които не са в подкрепа на приемането на предприятието. След благоприятната оценка екипът на Investbx ще се свърже с инвеститори и обединени партньори ([8]), сред които може да има и такива, които биха желали да участват в новата емисия.

46) В процеса на набиране на средства Investbx ще предоставя проучвателни и маркетингови услуги на пазарни цени, които ще бъдат възложени на външни специалисти. Investbx ще поддържа списък с независими финансови консултанти, правни съветници, данъчни счетоводители, консултанти по връзки с обществеността по финансови въпроси и независими изследователи, които притежават необходимия опит и официални разрешителни и измежду които МСП могат да избират всякакви услуги, които са им необходими за набирането на средства.

47) За всички МСП, които се включват в Investbx, ще бъдат публикувани независими проучвания. Investbx ще предостави достъп на своя уебсайт на всички потенциални инвеститори и финансови консултанти до презентация на всяко от МСП, съдържаща обобщение на пълния документ за приемане, самият документ за приемане и независимо проучване. Извършеното независимо проучване ще съдържа както количествена, така и качествена, подробна и задълбочена информация за предприятието. Този вид проучвания са рядко достъпни за други лица с изключение на управляващите институционалните фондове. Подобна информация обикновено се подготвя единствено за поголям обем акции и е достъпна само за институционални инвеститори. Проучването ще предоставя също така подробен коментар за всяка сфера на стопанската дейност.

48) МСП ще заплащат всички консултантски хонорари за подпомагането им за включване в Investbx. Отделните консултантски хонорари ще бъдат на пазарните цени на операторите на пазара, които не получават финансова печалба от Investbx.

2.6.3. *Вторична търговия*

49) Investbx ще предостави също така онлайн тръжна платформа за вторична търговия от вида открит насрещен аукцион . Целта на тази платформа е да предостави известна ликвидност на акциите и дяловете на предприятията, след като те вече са набрали капитал на първичния пазар и са били допуснати до търговия на Investbx.

([8]) Обединен партньор е група от инвеститори, които действат заедно при инвестиране в дадена фирма.

50) Един пазар от вида открит насрещен аукцион разчита собствениците на акции или дялове в дадено МСП да се регистрират като желаещи да продадат част от акциите или дяловете си и да обявят цената, която са готови да приемат за тях. Заинтересованите купувачи на акции или дялове в даденото МСП също така трябва да регистрират своя интерес, заедно с цената, която са готови да платят за акциите или дяловете.

51) Както купувачите, така и продавачите имат възможност да виждат всички предложения за покупка и продажба на акции или дялове в даденото МСП на уебсайта на Investbx 24 часа в денонощието/7 дни в седмицата и могат да променят поръчките си до един час преди началото на търга. Тръжните сесии се провеждат с честота, определяна от самото предприятие въз основа на проявения интерес за търгуване на нейните акции или дялове, най-вероятно веднъж седмично или месечно. Според органите на Обединеното кралство това насърчава по-дългосрочен подход към инвестирането в МСП, тъй като не е възможна незабавна покупка или продажба на акции или дялове..

52) При тръжната система акциите или дяловете се продават директно между отделните инвеститори, като купувачи и продавачи се срещат на една определена цена. По този начин се елиминира маржът на маркетмейкъра, който представлява разликата между цена купува и цена продава при обикновената, основаваща се на котировките на маркетмейкъра система (LSE, AIM и Ofex представляват установени, основаващи се на котировките на маркетмейкъра пазари, както е обяснено по-долу, наричани по-нататък „установени пазари“). Тази разлика обикновено е по-голяма за акциите или дяловете, които се търгуват по-рядко или в по-малки обеми. Според органите на Обединеното кралство на Ofex най-голямата разлика достига 75 %, а средната разлика на цената на акциите на шестте компании, разположени в Уест Мидландс, търгувани на Ofex през 12-те месеца преди м. септември 2006 г., е бил 16 %.

53) Investbx ще предостави изпълнението на скъпите и сложните дейности, свързани с регулирането и търговията, на оторизирано от FSA предприятие. Чрез недискриминационна процедура за подбор на изпълнител на тези роля, публикувана в *Официален вестник на Европейския съюз,* вече е избрано такова предприятие — The Share Centre. Ролята на The Share Centre ще включва: оторизиране от името на FSA и свързаното с това спазване на определени изисквания; предоставяне на продукта за борсово посредничество онлайн; посреднически услуги по събиране на вземанията (инкасиране на суми от инвеститорите, записали акции или дялове от нови емисии); управление на схеми за придобиване на акции или дялове от служителите на предприятията, предоставяне на платформата за търговия и провеждане на периодичните търгове.

54) Органите на Обединеното кралство потвърдиха, че таксите, събирани от Investbx от МСП-кандидати за инвестиции, както и от инвеститорите за предоставянето на услуги, свързани с вторичната търговия, ще са равни на пазарните цени на The Share Centre по отношение на отделните предприятия. Investbx ще печели от отстъпката, получена от The Share Centre.

### 2.7. **Непреки бенефициери**

55) Цялата първична и вторична търговия на Investbx ще се осъществява между частните участници на пазара, инвеститорите и кандидатите за инвестиции, които могат да имат само непряка полза от мярката.

#### 2.7.1. *Инвеститори*

56) Като се има предвид тенденцията институционалните инвеститори да инвестират в по-големи сделки, органите на Обединеното кралство предполагат, че тези инвеститори няма да проявят интерес към използване на Investbx. Investbx следователно очаква да набере средства най-вече от индивидуални частни инвеститори, включително частни лица, разполагащи със солидни средства. Investbx ще се насочи основно, макар и не изключително, към инвеститори от региона Уест Мидландс, тъй като органите на Обединеното кралство предполагат, че те най-вероятно ще инвестират в целевите МСП от същия регион.

57) Инвеститорите ще бъдат потърсени директно от Investbx или чрез посредници и обединени партньори. Във всеки случай, нито един инвеститор, независимо от това откъде е и дали е институционален, или индивидуален частен инвеститор, няма да бъде изключен или поставен в по-неизгодно положение при използване на Investbx.

58) Индивидуалните частни инвеститори ще могат да участват в първоначалното финансиране по време на набирането на средства и ще имат достъп до презентациите и независимите проучвания на кандидатите за инвестиции. Според органите на Обединеното кралство обикновено тези възможности са достъпни само за институционалните инвеститори. Всички инвеститори ще имат възможност да кандидатстват за новите емисии от акции или дялове директно онлайн или чрез финансови посредници.

#### 2.7.2. *МСП-кандидати за инвестиции*

59) Само МСП от Уест МидландсМидландс с жизнеспособни бизнес планове и поне двугодишна история на търгуване, които търсят „капитал за разрастване“ ([9]), могат да използват Investbx. Investbx може по изключение да разгледа възможността за включване на МСП, които нямат двугодишна история на търгуване, ако същите са получили инвестиция от собственици на рисков капитал, докато са разработвали своите продукти или услуги. Органите на Обединеното кралство потвърдиха, че МСП няма да набират повече от 2 милиона GBP годишно и няма да надхвърлят етапа на разрастване на капитала, както той е определен в точка 2.2, буква з) от „Насоки на Общността относно държавните помощи за насърчаване на инвестициите в рисков капитал в малките и средни предприятия“ (посочвани по-нататък като „Насоки за рисковия капитал“) ([10]).

([9]) Както е определен в „Насоки на Общността относно държавните помощи за насърчаване на инвестициите в рисков капитал в малки и средни предприятия“, ОВ C 194, 18.8.2006 г., стр. 2.

([10]) ОВ C 194, 18.8.2006 г., стр. 2.

60) За да се осигури защита на инвеститорите, предприятията, включващи се в Investbx, трябва да отговарят на редица регулаторни изисквания и такива за оповестяване в съответствие с правилника на FSA.

### 2.8. **Процедура за подбор на доставчик на услуги за изпълнение на мярката**

61) Основният доставчик на услуги за Investbx, The Share Centre, е избран след провеждането на конкурентна и недискриминационна процедура за подбор, публикувана в *Официален вестник на Европейския съюз* ([11]). Три предприятия са подали официални оферти: Ofex, Univits и The Share Centre. Група от трима независими експерт-консултанти и трима вътрешни оценители на AWM са извършили подбора въз основа на 18 критерия. По тези критерии на последно място е класирано Univits. Най-добре представилият се кандидат, The Share Centre, и следващият го Ofex са били поканени на интервю. При оценяването резултатът на The Share Centre е бил значително по-добър от този на Ofex и според органите на Обединеното кралство поради това той е бил предпочетеният кандидат.

62) Поради технически сложния характер на проекта и значението на ролята на пазарния оператор за успеха на начинанието е била възложена допълнителна независима оценка на двамата финалисти, при която The Share Centre отново се оказал предпочетеният кандидат.

63) Според органите на Обединеното кралство всички страни са били уведомени за това решение през м. февруари 2004 г. Ofex е поискало информация защо не е била избрана, която му е била надлежно предоставена. Не е последвало официално оплакване или съдебни действия.

### 2.9. **Сравнение между Investbx и Ofex**

64) Въз основа на информацията, предоставена от органите на Обединеното кралство, която не бе оспорена от данните, предоставени от заинтересованите страни, Investbx и Ofex могат да бъдат разграничени, както следва:

| INVESTBX | OFEX |
|---|---|
| **Географска територия на операциите** | |
| МСП само от Уест Мидландс | Национална и международна |
| Специален екип от 6—8 души, разположени на територията на Уест Мидландс. | 1 мениджър „Бизнес развитие“ със седалище в Лондон и покриващ всичките 9 региона на Обединеното кралство |
| **Целеви пазар** | |
| Само МСП в етап на разрастване | Фирми от всякакъв размер |
| До 2 милиона GBP годишно | Без ограничения |
| **Предоставяни услуги** | |
| Основната цел е набиране на първоначален капитал за МСП | Първичен и вторичен пазар на акции. Борсовите посредници набират средства |
| Предоставянето на независимо проучване е предварително условие за включване | Няма такова изискване |
| Платформа за търгуване от вида открит насрещен аукцион, периодични търгове, срещащи купувачи и продавачи на една цена | Пазар, основаващ се на котировки; търговия в реално време с една цена купува и друга цена продава, което поражда разлика в цената на акциите |
| **Регулаторна среда** | |
| Investbx ще бъде определен за представител на The Share Centre, който оперира като алтернативна система за търговия | Ofex в момента представлява алтернативна система за търговия, оторизирана директно от FSA |

## 3. **ОСНОВАНИЯ ЗА ЗАПОЧВАНЕ НА ПРОЦЕДУРАТА**

65) В своето решение за започване на процедурата Комисията посочва наличието на помощ за Investbx. Освен това, тя обявява по-нататъшно задълбочено разглеждане на евентуалната помощ за инвеститори и МСП.

66) Във въпросното решение Комисията заявява, че въпреки че тази мярка има за цел да се запълни недостига на собствен капитал за МСП, тя не попада в обхвата на съобщението за рисковия капитал ([12]). Тъй като Investbx не предоставя рисков капитал на МСП, то не може да бъде разглеждано като фонд за рисков капитал. Тази мярка цели създаването на инструмент от борсов тип за инвеститори и МСП. Безвъзмездните средства за Investbx не могат да бъдат определени като помощ съгласно насоките за регионална помощ. Не са приложими и никакви други регламенти, рамки или насоки за държавната помощ. Затова в решението за започване на процедурата Комисията заявява, че оценката на помощта за Investbx може да се основава пряко на член 87, параграф 3, буква в) от Договора за създаване на ЕО. Според него трябва да е налице ясно определена неефективност на пазара, помощният инструмент да е насочен към преодоляване на тази неефективност на пазара и нарушаването на конкуренцията, а общият интерес трябва да компенсира ефекта върху търговията.

([11]) ОВ S 206, 25.10.2003 г., № 186003.

([12]) ОВ C 235, 21.8.2001 г., стр. 3.

67) В решението за започване на процедурата Комисията изразява съмнението си относно съвместимостта на мярката, особено по отношение на това дали неефективността на пазара в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP, установена в решението на Комисията относно фондовете за дружествен капитал ([13]), е все още валидна в Обединеното кралство и особено в региона Уест Мидландс.

68) Накрая, Комисията желае да проучи допълнително разликите между Investbx и традиционните пазари, по-конкретно Ofex. Тя обявява разследване на конкуренцията с LSE, AIM и Ofex, както и с предприятията, предлагащи дългово финансиране. Целта е да се провери дали нарушаването на конкуренцията и ефектът върху търговията са ограничени, за да е сигурно, че мярката не противоречи на общия интерес.

69) Само след вземане под внимание на коментарите на третите страни Комисията би могла да реши дали мярката, планирана от Обединеното кралство, е насочена към точно определена пазарна неефективност и дали тя засяга конкуренцията и условията за търговия до степен, противоположна на общия интерес.

## 4. **КОМЕНТАРИ НА ЗАИНТЕРЕСОВАНИТЕ СТРАНИ**

70) Комисията получи коментари от 20 заинтересовани страни, съгласно член 20, параграф 2 от Регламент (ЕО) № 659/1999 г. на Съвета ([14]). 17 от тези 20 заинтересовани страни подкрепиха мярката относно Investbx. Подкрепа беше изразена от предприятия, специалисти, притежатели на рисков капитал, бизнес организации, университети и научни сътрудници и борсови посредници от Уест Мидландс, а също така и от един европейски регион. Освен Ofex, към мярката относно Investbx се отнесоха критично също JP Jenkins Stockbrokers и Quoted Companies Alliance.

### 4.1. **Коментари в подкрепа на мярката**

71) Мнозинството от 17 положителни коментара потвърди наличието на явна неефективност на пазара при предлагането на капиталови средства в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP, като една от страните твърди, че неефективността на пазара е до 3 милиона GBP. Твърди се, че неефективността на пазара засяга както търсенето, така и предлагането, и че не може да бъде преодоляна нито от бизнес ангелите, които предоставят по-малки суми, нито от частните фондове за рисков капитал, които се насочват към по-големи сделки, нито от установените пазари като AIM и Ofex, за които се твърди, че са насочени към Лондон и югоизточните региони и не се интересуват от разработването на местния пазар в Уест Мидландс. МСП, които използват съществуващите платформи, страдат от нисък интерес от страна на инвеститорите поради сравнително малкия обем на операциионе операциите и свързаните с това ограничени проучвания на МСП. Според някои страни Investbx е полезно и необходимо за преодоляване на неефективността на пазара начинание като мост към по-зрелите установени пазари. Като дава възможност за излизане от инвестициите, то ще стимулира интереса на инвеститорите бизнес ангели.

72) Няколко страни потвърждават необходимостта от местен пазар, който да се съсредоточи върху неефективността на пазара, породена от по-големите оператори, и който ще използва местните знания, експертни умения и лични контакти. Някои страни споменават, че държавната помощ е необходима, тъй като предоставянето на капитали единствено от частния сектор не е ефективно на местно ниво. В проучване, изпратено от Университета в Уоруик (University of Warwick), се посочва случаят на едно МСП, което е трябвало да се обърне към пазара в Австралия, за да набере капитал за разрастване поради недостатъците на финансирането в Уест Мидландс и високата цена за навлизане на съществуващите пазари. Твърди се, че след като не е икономически целесъобразно за инвеститорите да посещават редовно други региони за търсене на нови сделки и мониторинг, Investbx ще подобри положението, като набира капитали основно от местни инвеститори и особено от местни частни лица, разполагащи със солидни средства. Investbx се оценява като иновационен, икономически целесъобразен проект, който може да подпомогне конкурентоспособността на МСП и да подобри положението в Уест Мидландс след поредицата икономически шокове, сред които бе крахът на MG Rover.

73) Страни от други държави-членки изразяват подкрепата си за Investbx и се надяват това да бъде един пилотен проект, от който да могат да се изведат поуки и добри практики в полза на други региони на Европейските общности.

### 4.2. **Критични коментари**

74) The Quoted Companies Alliance (наричано по-нататък „QCA“) твърди, че една местна борса ще размие ликвидността от други пазари и те *„просто не виждат как една малка местна борса би могла да покрие тези [тащабни регулаторни изисквания] без огромни субсидии за сметка на данъкоплатците“*.

75) JP Jenkins, независим брокер, предлагащ единствено оперативно обслужване, но не и инвестиционни консултантски услуги, който се специализира в адаптирани сделки с акции, твърди, че Investbx ще стане негов директен конкурент и че държавната помощ ще наруши конкуренцията и ще постави JP Jenkins в неизгодна позиция.

76) Джейми Уайтхорн (Jamie Whitehorn), Главен юрисконсулт на Ofex, счита, че както установените от Обединеното кралство причини, така и самото наличие на предполагаема

([13]) Решение C(2005)1144 на Комисията, ОВ L 91, 29.3.2006 г., стр. 16.

([14]) Регламент (ЕО) № 659/1999 на Съвета от 22 март 1999 г. за установяване на подробни правила за прилагането на член 93 от Договора за ЕО, ОВ 27.3.1999 г., L 83, стр. 1.

неефективност на пазара в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP, са както неправилни, така и недоказани. Що се отнася до неточната информация за търсенето и предлагането, той счита, че няма доказателства за, първо, липсата на информация за МСП относно достъпа до капиталово финансиране, второ, невъзможността на предприятия от Уест Мидландс с жизнеспособни бизнес планове да набират капитал чрез Ofex или AIM, и трето, липсата у инвеститорите на *„подходяща и надеждна информация за потенциалните кандидати за инвестиции“*.

77) Според Ofex и QCA, понастоящем на търсещите финансиране с дялов капитал МСП се предлагат услуги от Ofex, AIM и JP Jenkins Limited, както и от мрежа от брокери и чрез списъци с адреси на инвеститори. Освен това, капитал може да се набере и с помощта на регистъра на *„квалифицирани инвеститори“* (qualified investors), поддържан от Financial Services Authority.

78) Ofex изказва опасенията си, че част от информацията, на която се основава предварителната оценка на Комисията, е непълна, остаряла и/или несъответстваща на начина, по който пазарите на ценни книжа в Обединеното кралство функционират на практика.

79) Ofex счита, че изследванията, представени от Обединеното кралство, в контекста на фондовете за дружествен капитал, цитирани от Комисията, не са актуализирани по отношение на предлаганите от Ofex услуги. През последните две години пазарът на Ofex се е подобрил коренно. Това е отразено в увеличения брой МСП, допуснати до търговия на Ofex през 2005 г. в сравнение с 2004 г., като всички сделки са в обхвата под 2 милиона GBP.

80) Дори и да се допусне наличието на неефективност на пазара, Ofex твърди, че Investbx не би решило основните проблеми. Investbx не в състояние да отстрани информационния дефицит, тъй като поради регулаторни ограничения то не би могло да предостави повече информация от вече наличната при Ofex или AIM. Разходите по операциите, т.е. консултантски хонорари и разходи за дю дилиджънс, са еднакви на всички пазари, като таксите на Ofex и AIM представляват само малка част от общите разходи за набиране на капитал.

81) Освен това, Ofex смята, че мярката не представлява подходящ инструмент, защото, ако бъде затворена след пет години, платформата за търговия би изчезнала и връзката между МСП и техните инвеститори би се изгубила. Следователно е възможно инвеститорите да нямат възможност за излизане от инвестицията, което би довело до несигурност към края на петгодишния период.

82) Освен това, Ofex смята, че тръжната система притежава известни ограничения и е по-неудачна в сравнение с тази, основаваща се на маркетмейкъра. На първо място, за да се реализира една продажба е необходимо двойно съвпадение между продавач и купувач в определено време. На второ място, тази система няма да генерира достатъчна дълбочина на поръчките, която надеждно да информира инвеститорите за цената на дадена акция или дял. При системата на маркетмейкъра обаче сделки могат да се сключват по всяко време.

83) Ofex твърди, че функции те на стълбичка напълно се покриват от Ofex, AIM и LSE. Според Ofex обявената цел да се преодолее неефективността на пазара по отношение на МСП или няма да бъде постигната, и/или на пазара вече съществуват няколко конкурентни алтернативи, които предлагат сравними възможности за набиране на средства.

84) Освен това Ofex посочва, че предлаганата държавна помощ не е насочена към вътрешните разходи на МСП, а към покриване на оперативните разходи на Investbx. Предлаганата помощ не е в полза нито на потенциалните инвеститори в МСП, нито на самите МСП, търсещи финансиране, а е предназначена за средството, Investbx, чрез което се прилага мярката. Ofex счита за особено важно обстоятелството, че предлаганият инструмент не действа по механизъм, предвиден в Съобщението относно рисковия капитал.

85) Ofex твърди, че предлаганата помощ няма да има предполагаемия стимулиращ ефект. Ако предприятията търсят капитал и считат, че това най-добре може да стане чрез платформа за търговия на акции или дялове за техните акции или дялове, вече съществуват достъпни пазари. Предприятия от Мидландс вече са се възползвали от тези средства за набиране на капитал.

86) Освен това, позовавайки се на доклада на Министерството на финансите на НВ под заглавие „Преодоляване на недостига във финансирането“ (HM Treasury Report *„Bridging the Finance Gap“*, м. декември 2003 г.), Ofex твърди, че инвеститорите не се влияят от географското разположение, а от характера на самото бизнес предложение.

87) Ofex твърди, че инвеститорите на дребно наистина имат достъп до неговата платформа и записват нови емисии от акции на МСП. Като се има предвид пропорционалния дял на предприятията, които набират капитал под 2 милиона GBP на Ofex, Investbx ще се конкурира директно с него, а няма да го допълва. Ofex също така се опасява, че Investbx рискува да „измести“ други доставчици в резултат на получената държавна помощ, като тази мярка обезсърчи други потенциални инвеститори от предоставяне на допълнителен капитал на вече съществуващите или потенциални пазари за търговия на акции и дялове. Ofex твърди, че това се дължи на предоставянето на държавна помощ, което ще освободи Investbx от необходимостта да реализира печалба и ще му позволи да възприеме модел на приходите, който цели само покриване на допълнителните разходи, непокрити от държавната помощ. Обратно на това, неговите конкуренти (като Ofex) се финансират от частни инвеститори, които очакват финансова възвръщаемост, поради което тези конкуренти са принудени да постигнат достатъчен марж на приходите, за да се генерира печалба. Твърди се, че в този контекст Investbx всъщност може да ограничи иновацията на финансовите пазари. Предполага се, че една платформа, подкрепяна с държавна помощ и ненасочена към реализиране на печалба, няма да има същите търговски задължения да подобрява своите услуги или да въвежда нови такива в полза на своите клиенти.

88) Като обобщение, Ofex твърди, че предлаганата мярка за помощ не може да се приеме за действаща в общ интерес.

## 5. КОМЕНТАР НА ОБЕДИНЕНОТО КРАЛСТВО

### 5.1. Коментар на решението за започване на процедурата

89) В коментарите си на решението за започване на процедурата органите на Обединеното кралство заявяват, че идеята за Investbx изцяло се основава на съществуването на всепризната неефективност на пазара при предлагането на финансиране с дялов капитал между 0,5 и 2 милиона GBP в Уест Мидландс. Въпреки учредяването на няколко публично подкрепяни фондове за рисков капитал се твърди, че продължава да съществува недостиг на финансиране за МСП. Органите на Обединеното кралство отбелязват, че всички налични доказателства водят до заключението, че тази пазарна неефективност няма да бъде преодоляна от частния сектор, затова единственият начин за решаване на проблема е чрез стимулиране на пазара с публична интервенция.

90) За да се заеме с преодоляване на неефективността на пазара, целта е Investbx да стане регионален катализатор на срещането на МСП и инвеститорите на една фондова борса онлайн, придружена от пакет допълнителни услуги, насочени към набирането на средства за МСП. Доколкото е известно на органите на Обединеното кралство, в момента никъде в Общността не съществува нищо подобно на Investbx . Това е един уникален и иновационен пилотен проект, който предлага потенциални ползи за всички региони в Общността, позволявайки им да наблюдават как той постепенно преодолява пазарната неефективност и да видят дали регионалните фондови борси онлайн от този вид са устойчиви и подпомагащи развитието на регионалните икономики.

91) Органите на Обединеното кралство заявяват, че с процедура за подбор чрез „*Официален вестник на Европейския съюз*“ AWM е избрал публично The Share Centre да извършва пазарните операции на Investbx. Те също така заявяват, че Ofex е подържала проекта както преди, така и непосредствено след неуспеха си да спечели договора за обслужване на Investbx. Заявяват още, че процедурата за подбор е проведена обективно, като нейната безпристрастност не е била оспорена на нито един етап от провеждането ѝ.

92) Органите на Обединеното кралство считат, че Investbx ще привлече нов вид инвеститори и затова няма да бъде конкурент на Ofex за набиране на средства. Investbx ще бъде трамплин към по-зрелите пазари, а не конкурент.

93) Органите на Обединеното кралство заявяват, че по-добрите услуги за инвеститорите, посочени в решението за започване на процедурата, в момента не са достъпни. Затова не е възможно нарушаване на конкуренцията. Органите на Обединеното кралство твърдят, че Investbx ще направи новите емисии акции достъпни за широката публика, което не е практика на по-зрелите пазари, където новите емисии акции традиционно са достъпни за ограничен брой институции.

94) Органите на Обединеното кралство потвърждават, че Investbx ще изпълнява двойна роля (като форум за вземане на информирани решения и като търговска платформа), като нито една от тях не се изпълнява в момента от Ofex или някоя друга организация. Структурата на Investbx е била избрана, защото осигурява ефективен контрол върху Investbx от страна на AWM и гарантира невъзможността някакви ползи от финансирането да изтекат към трети страни, а евентуалната печалба от продажбата на Investbx в крайна сметка ще се върне в AWM, ако начинанието се окаже успешно.

95) Бизнес планът на Investbx предвижда набиране на първоначален капитал за минимум 47 МСП от Уест Мидландс за период от пет години, възлизащо на минимум 70 милиона GBP. В писмото си от 21 ноември 2005 г. органите на Обединеното кралство заключават следното в сравнение с Ofex:

*На ниво на Обединеното кралство*

— За пет години от 2000 г. насам на Ofex са набрани само 43,3 милиона GBP първоначален капитал в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP за 39 предприятия от цялото Обединено кралство.

— Ако се извади вторичното финансиране от общо набраните средства, се оказва, че предприятията на Ofex са набрали съвсем скромни средства чрез първи емисии.

*Уест Мидландс*

— Десетте предприятия от Уест Мидландс, листвани на Ofex, представляват само 7 % от общия брой предприятия на Ofex (м. ноември 2005 г.).

— Ако се разгледат само предприятията от Уест Мидландс, се оказва, че те са набрали на Ofex общо 12 милиона GBP (първоначален и вторичен капитал) през петгодишния период между 2001 г. и 2005 г., което представлява едва 4,1 % от общо набраните от Ofex средства в Обединеното кралство. Над 50 % от финансирането, набрано чрез Ofex за предприятия от Уест Мидландс, е било в полза на само едно предприятие.

— Само 3,5 милиона GBP първоначално финансиране за 5 предприятия от Уест Мидландс са били набрани на

Ofex през петгодишния период от 2000 г. насам. От 20-те новодопуснати предприятия на Ofex през 2004 г. само едно е със седалище в Уест Мидландс.

96) В писмото си от 21 ноември 2005 г. органите на Обединеното кралство заявяват, че дейността по набиране на средства на Ofex се извършва на територията на цялото Обединеното кралство, за разлика от Investbx, чиято дейност е ясно насочена към един-единствен регион — Уест Мидландс. Твърди се, че от над 300 000 МСП в Уест Мидландс на AIM се търгуват само 57, на Ofex — 10, а между 5 и 10 годишно се подпомагат от всеки по-голям притежател на рисков капитал. Органите на Обединеното кралство не са убедени, че Ofex или някой друг доставчик разполага с ресурсите или има планове да се заеме с коригирането на неефективността на пазара в Уест Мидландс, че има желание или интерес да го направи. Всъщност по време на две отделни срещи ръководителите на Ofex са били поканени да представят плановете си за справяне с неефективността на пазара в Уест Мидландс, но Ofex не са го направили. Органите на Обединеното кралство заключават от наличните доказателства, че в миналото Ofex изобщо не е изпълнявало ролята, предвидена за Investbx, и нито би могло, нито би го направило и в бъдеще. Органите на Обединеното кралство заключават, че учредяването на Investbx няма да постави по никакъв начин Ofex в неблагоприятно положение. Основна цел на Investbx е да действа като вид захранваща борса, на която предприятията ще „свикнат“ с изискванията към тях като търгуващи на борсата и ще се подготвят за евентуално прехвърляне на установените пазари.

97) Според органите на Обединеното кралство няма да се прехвърля помощ към МСП или инвеститорите. МСП ще ангажират консултантите си директно и ще плащат по пазарни цени за техните услуги.

98) Органите на Обединеното кралство са съгласни, че Investbx се явява бенефициер на помощта. За да се приеме тази помощ за съвместима, трябва да съществува добре изразена неефективност на пазара. За най-сериозен недостиг в капиталовото финансиране на малките предприятия се счита недостигът в обхвата от 0,5 до 2 милион GBP. Органите на Обединеното кралство заявяват, че това се потвърждава от огромно количество независими изследвания, от Комисията в предишни казуси, а също така и от самите Насоки за рисковия капитал. Те не намират никакви доказателства за това, че оценката на пазарната неефективност, която беше потвърдена в решението относно фондовете за дружествен капитал ([15]), междувременно се е променила. Органите на Обединеното кралство цитират редица становища на опитни представители на широката професионална общност в Уест Мидландс, които подкрепят необходимостта от създаване на Investbx. Един местен представител на рисковия капитал споменава, че измежду 500 до 750 предложения, получавани от тях годишно, се финансират по-малко от 1 %. Повечето от отхвърлените компании притежават жизнеспособни бизнес планове и ако не са подходящи за влагане на рисков капитал, то биха могли да получат право на участие на Investbx. За да подчертаят това, че на пазара остава един ясен недостиг, органите на Обединеното кралство се позовават и на други документи (като документа за консултиране на бюджета на Министерството на финансите на НВ „Преодоляване на недостига във финансирането“ — HM Treasury budget consultation document „Bridging the Finance Gap“, документа за обсъждане на Председателството на Обединеното кралство, публикуван преди срещата на високо равнище за рисковия капитал, и проучването на тенденциите сред МСП на Конфедерацията на британската индустрия).

99) Макар че първоначално органите на Обединеното кралство не изключваха извършването на операции до 5 милиона GBP в съответствие с признатата от тях пазарна неефективност до това ниво, на по-късен етап от процедурните действия те потвърдиха, че операциите на Investbx през първите пет години ще се ограничават до 2 милиона GBP годишно, а за всяка операция над 2 милиона GBP Комисията ще бъде изрично уведомявана.

100) По мнението на органите на Обединеното кралство, помощният инструмент, за който е уведомено, наистина е насочен към преодоляване на пазарната неефективност и той представлява стъпка напред в сравнение с традиционните средства от гледна точка на начина, по който се отнася към тази трудност. Investbx е разработено така, че да се явява като допълнение на другите доставчици на финансиране и да привлича и да си служи в полза на МСП с допълнителни източници на финансиране. Органите на Обединеното кралство намират стимулиращия ефект на проекта за съвсем ясен, в смисъл че без публична интервенция Investbx не би било създадено.

101) Органите на Обединеното кралство считат, че създаването и първоначалното финансиране на Investbx няма да наруши конкуренцията, а по-скоро ще способства за коригиране на една пазарна неефективност, с която до момента никой не се занимава. Дори ако се твърди, че мярката е потенциално нарушаваща конкуренцията, ограниченото финансиране в рамките на максимум пет години, в комбинация с факта, че ефектът на Investbx ще се ограничи само до един регион на Обединеното кралство, означава, че всяко подобно нарушаване ще бъде компенсирано от потенциалните ползи за всички региони от Общността. В края на петгодишния период Investbx трябва да стане самоиздържащо се предприятие и когато евентуално бъде продадено, всички приходи ще бъдат прехвърлени обратно на AWM.

102) Органите на Обединеното кралство считат, че Investbx ще има ограничен потенциален ефект върху конкуренцията и никакъв забележим ефект върху търговията, тъй като то ще оперира само в един от деветте региона на Англия. То ще действа като регионален участник, затова по дефиниция няма да може да разстрои никаква икономическа дейност извън Уест Мидлндс. Освен това, ако Investbx бъде успешна, подобни проекти в други части на Общността ще привлекат интереса на частния сектор и няма да има нужда от публична интервенция.

103) Ако проектът бъде успешен и пазарната неефективност бъде смекчена, то това ще бъде постигнато по един отличен начин, с минимални обществени разходи и нарушаване на конкуренцията. Ако проектът се провали, то конкуренцията също няма да бъде нарушена, но ще стане ясно, че или моделът на Investbx не е бил удачно средство за

([15]) Дело № 2006/250/ЕО — Обединеното кралство — „Фондове за дружествен капитал“, ОВ L 91, 29.3.2006 г., стр. 16.

преодоляване на този пазарен недостатък, или начинът, по който AWM се е опитала да приложи модела, не е подходящ и трябва да се търси алтернативен подход.

### 5.2. **Забележки на Обединеното кралство по критичните коментари на трети страни**

104) Във връзка с коментарите на JP Jenkins органите на Обединеното кралство правят огромна разлика между Investbx и това предприятие. Те заявяват, че JP Jenkins Stockbrokers работи по коренно различен бизнес модел в сравнение с Investbx. JP Jenkins Stockbrokers е брокер, предлагащ единствено оперативно обслужване, но не и инвестиционни консултантски услуги, и маркетмейкър, който среща търговци на нелиствани и некотирани ценни книжа на извънборсовия пазар. За този пазар няма регулаторни задължения. Основната цел на Investbx е да набира средства за МСП; JP Jenkins Stockbrokers не изпълнява тази роля.

105) Органите на Обединеното кралство отговарят на коментарите на QCA и Ofex по следния начин.

106) В уведомлението за държавна помощ на органите на Обединеното кралство от 26 юли 2005 г. е изложено изчерпателно и доказано с факти наличие на пазарна неефективност. В допълнение те цитират изследвания, които демонстрират наличието на тази неефективност, като: Министерство на финансите на НВ, *Предварителен бюджетен доклад от 5 декември 2005 г.* (HM Treasury, *Pre-Budget Report on 5 December 2005)*, Министерство на търговията и индустрията, Служба за малките предприятия, *Териториално изследване на предлагането на рисков капитал (*DTI Small Business Service, *A Mapping study of Venture Capital Provision) и*Конфедерация на британската индустрия, *Подпомагане на еволюцията на предприятията (*CBI, *Enabling the Enterprise evolution*). В Уест Мидландс има над 300 000 МСП, а средно само по едно предприятие от Уест Мидландс годишно се е включвало в Ofex през последните пет години. По същия начин, въпреки че вече съществува мрежа от частни инвеститори, коментарите от трети страни сочат, че МСП се нуждаят от инструмент за нарастващо финансиране, който да им осигури липсващото стъпало към финансовата стълбичка, тъй като стъпката на включване към установените пазари е доказано прекалено трудна на техния етап на развитие.

107) Органите на Обединеното кралство приемат, че най-често общата сума на всички разходи по операциите не позволява на МСП да набират средства на установените пазари. Коментарите на трети страни изтъкват значението на факта, че цената на емитиране на акции е прекалено висока в сравнение с набраните средства. Интервенцията на органите на Обединеното кралство спомогна за това местните консултантски фирми да заработят заедно по един подходящ процес на търгуване на акции на една алтернативна система за търговия, както и за изработване на стандартни образци, които да намалят цената на набиране на средства. Общият размер на разходите не би трябвало да е пречка за включване в Investbx.

108) Според органите на Обединеното кралство на зрелите пазари съществува информация от проучвания за определени ценни книжа, която привлича институционални инвестиции. Тя се изготвя за ценни книжа, които биха заинтересували институционалните инвеститори, и ще се използва също от екипите по продажбите на борсовите брокери за привличане на институционалния интерес към тези ценни книжа и за генериране на търговия. Тази информация с проучвателен характер обаче не е достъпна за индивидуалните инвеститори. Освен товаОсвен това финансовите институции не се интересуват от ценните книжа на по-малките предприятия, тъй като те не разполагат с достатъчно количество акции, за да могат да заемат солидна позиция. Обратно на това, Investbx ще предоставя данни за ценните книжа на МСП, като самите МСП допълнително ще възлагат извършването на независими проучвания по пазарни цени, за да предоставят на инвеститорите подробна информация за предприятията в подкрепа на инвестиционните им решения.

109) В отговор на твърдението, че Investbx ще размие ликвидността, органите на Обединеното кралство заявяват, че докато „*преди 25 години пазарната технология не можеше да поддържа различни географски пазари, защото тогава се приемаше, че котирането на едни и същи акции на различни пазари води до фрагментиране на пазарната ликвидност, то навлизането на Интернет създава възможност за обръщане на положението и насочване на парите на местните инвеститори към местни предприятия в полза на съответния регион*“. Борсата на Уест Мидландс няма да фрагментира ликвидността, вместо това тя ще стимулира процеса на обединяване на ликвидността чрез движението на голям обем акции на една и съща цена ежеседмично или ежемесечно.

110) В отговор на коментара за защита на инвеститорите, органите на Обединеното кралство излагат мерките за защита на инвеститорите, действащи в Обединеното кралство и приложими към инвеститорите, използващи Investbx. Предприятията, които се включват в Investbx трябва да отговарят на редица регулаторни изисквания и такива за оповестяване, които са целесъобразни за една алтернативна система за търговия. Както беше посочено по-горе, Investbx ще отговаря на задълженията за защита на инвеститорите на FSA чрез използване на едно отработено средство, прилагано по договор с The Share Centre като външен изпълнител, което ще наблюдава всички аспекти на дейността на Investbx в този смисъл. Регулираното от FSA предприятие, The Share Centre, ще контролира операциите на Investbx и ще гарантира, че Investbx прилага съответните най-добри практики, изложени в Кодекса на бизнес практиките на FSA. В допълнение на изискванията от разпоредбите информация, Investbx ще предоставя на инвеститорите много повече информация за МСП, отколкото това обикновено е възможно. Това е извън регулаторния режим и показва до каква степен подходът на Investbx е иновационен.

111) Тръжните системи са призната алтернатива на системите, основаващи се на котировки, и са по-подходящи за търгуване на малки пакети от акции, както е видно от доклада „Регионални фондови борси в Обединеното кралство“ на д-р Робърт Хъгинс. Целевият инвеститор за листваните на Investbx МСП се интересува от възможности за инвестиране в средносрочен и дългосрочен план и затова

е важно да се предостави по-голямо количество информация за перспективите на предприятията. Инвеститорите с такъв профил не е нужно да притежават способността да търгуват постоянно, както е при институционалните търговци. Данните, свързани със следващия търг обаче, могат да бъдат разгледани и поръчките променяни по всяко време 24 часа в денонощието/7 дни в седмицата до обявяване на търга.

112) Структурата на акционерите на Ofex е изградена основно от борсови посредници и финансови институции, които еднакво използват и се облагодетелстват значително от основаната на котировки система на маркетмейкъра. Както е видно от представените на Ofex данни, за да може да поддържа възможността да се търгува по всяко време, на един основаващ се на котировки пазар се очертават големи маржове от до 75 %. Обратно, моделът на Investbx среща купувачите и продавачите на една-единствена цена, което е от полза както за МСП, които могат да продават малки обеми от акции, така и за инвеститорите, които няма да бъдат ощетени от разликата между цена купува и цена продава.

113) Органите на Обединеното кралство твърдят, че Ofex става все по-зрял пазар. В последните си изявления за пресата Ofex отбелязва, че е събрала средства за финансиране на промени в платформата си за търговия на ценни книжа, които ще го улеснят в непосредствената конкуренция с AIM и LSE. Новата платформа създава капацитет за търгуване на Ofex на значително по-големи обеми от някои листвани и нелиствани ценни книжа с котировки и на други места в Лондон.

114) Органите на Обединеното кралство твърдят, че инвеститорите няма да останат без възможност за излизане от инвестициите, ако Investbx бъде закрито. Още в договора за финансиране е предвидена възможност за излизане от проекта Investbx. Ако се наложи Investbx да бъде закрито, акциите на МСП ще могат да продължат да се търгуват на платформата на The Share Centre при същите условия.

115) Органите считат, че помощта за Investbx е минимално необходимата за коригиране на пазарната неефективност за достъп на МСП от Уест Мидландс до капиталово финансиране. Investbx няма да предоставя средства директно. То няма да разграничава подбраните МСП въз основа на техните последващи резултати и оценката им на платформата за търговия на Investbx. Investbx не получава никакво възнаграждение на основата на бъдещата оценка на МСП, както това става с инвеститорите на рисков капитал. Без държавната помощ проектът не би могъл да се реализира. Начинанието е прекалено рисково, за да бъде предприето само с частна подкрепа, тъй като този бизнес модел няма прецеденти.

116) Органите на Обединеното кралство не са съгласни, че бизнес моделът с идеална цел е податлив към ограничаване на иновациите на финансовите пазари. Органите на Обединеното кралство биха желали да видят как Investbx създава и изгражда един печеливш бизнес, но признават, че в началните му етапи той няма да бъде печеливш и затова е необходима помощта. Предприятието обаче трябва да реализира печалба, за да стане самофинансиращо се и жизнеспособно в дългосрочен план, когато ограниченото финансиране от страна на AWM ще спре. Разликата е в това, че печалбата ще бъде реинвестирана, вместо да бъде изтеглена от акционерите. Investbx ще бъде оценявана от органите на Обединеното кралство по способността си за успех, както и за предоставяне на нови услуги срещу заплащане на МСП от Уест Мидландс.

## 6. **ОЦЕНКА НА МЯРКАТА**

117) Комисията разгледа мярката в светлината на член 87 от Договора за създаване на ЕО и особено въз основа на Насоките за рисковия капитал. Резултатите от тази оценка са представени по-долу.

### 6.1. **Законност**

118) Органите на Обединеното кралство уведомиха за мярката. Те заявиха, че Investbx не е учредена, не е започнала дейност и не е получила никакви безвъзмездни средства или финансиране.

119) Органите на Обединеното кралство заявяват още, че от AWM са наели лице за бъдещия пост главен изпълнителен директор на Investbx, но понастоящем това лице работи като служител на AWM по различни проекти, един от които е подготвителната работа за Investbx. Започнала е подготвителната работата по разработване на бъдещия интернет портал на Investbx. По чисто технически причини този сайт, който е ясно обозначен като „в етап на разработка“, е станал достъпен. Проблемът е решен и в момента сайтът не е обществено достъпен.

120) Investbx все още не е създадено като предприятие и не е получило никакво финансиране. Следователно все още не е предоставена никаква помощ.

121) Органите на Обединеното кралство се ангажираха да не предоставят помощта преди одобрението на Комисията. Следователно с това те са изпълнили задълженията си по член 88, параграф 3 от Договора за създаване на ЕО.

### 6.2. **Наличие на държавна помощ**

122) Следвайки решението за започване на процедурата, наличието на държавна помощ бе проверено на три нива: на ниво

— Investbx като пазар,

— инвеститори и

— МСП — кандидати за инвестиции.

Оценката ще бъде извършена според Насоките за рисковия капитал.

6.2.1. *Помощ на ниво Investbx*

123) Инвестицията и текущите разходи ще бъдат финансирани с държавни средства чрез държавната агенция за развитие AWM. Според органите на Обединеното кралство не е имало частен инвеститор, който да се заинтересува от инвестиране в Investbx. При нормални пазарни условия полученият под формата на безвъзмездни средства начален капитал не би могъл да бъде набран при толкова благоприятни условия. Затова предоставянето на финансиране не отговаря на поведението на един частен инвеститор на пазара. Investbx по този начин получава финансиране, което не би могла да търси по друг начин от частния сектор на пазарни цени. Съответно предприятие Investbx получава предимства с държавни средства. Тъй като мярка може да окаже влияние върху други доставчици на финансови услуги, особено на Ofex, както се резглежда по-долу, мярката има потенциала да наруши конкуренцията. В най-общ смисъл капитал и свързаните с него услуги могат да се предоставят и през граница. Това се доказва от примера, предложен от Университета в Уоруик (University of Warwick), който цитира едно МСП от Уест Мидландс, което е получило финансиране на австралийския пазар, както и от усилията на Ofex да предлага услугите си в чужбина. Макар че съществува малка вероятност МСП от Уест Мидландс, които търсят капиталово финансиране от до 2 милиона GBP, да потърсят и получат услуги в чужбина, това не може да се изключи. С това мярката придобива потенциал да засегне и търговията вътре в Общността. Мярката следователно обхваща помощ за Investbx по смисъла на член 87, параграф 1 от Договора за създаване на ЕС.

6.2.2. *Помощ на ниво инвеститори*

124) Investbx предлага онлайн тръжна система, която дава възможност на всички инвеститори, както институционални, така и на частни физически лица, да инвестират в МСП. Инвеститорите биха могли да се облагодетелстват от предоставянето на информация и услуги от страна на Investbx, които не биха могли да получат по друг начин. Всеки заинтересован инвеститор, освен ако не е изключен по силата на законодателството за защита на инвеститорите, ще може да използва Investbx при равни условия. Няма минимален праг на инвестициите от един отделен инвеститор. Следователно, независимо от това дали мярката дава предимство на инвеститорите, тя не е селективна на това ниво и затова за инвеститорите тя не представлява помощ по смисъла на член 87, параграф 1 на Договора за създаване на ЕО.

6.2.3. *Помощ на ниво МСП*

125) МСП са облагодетелствани от мярката дотолкова, доколкото те ще имат възможност да набират частен дялов капитал при условия, които иначе не съществуват на пазара. Пакетът услуги, предоставяни от Investbx, понастоящем не се предлага заедно от никой друг доставчик на пазара. Фактът, че частни инвеститори не са склонни да развият начинание като Investbx, показва, че проектът е рискован. Дейностите предполагат сериозни режийни разходи, които могат да бъдат покрити само ако Investbx постигне определен обем на дейностите, но не е сигурно, че този обем ще бъде постигнат. Обикновено цената, която следва да заплатят кандидатите за инвестиции, трябва да отразява този риск. Въпреки че болшинството от услугите, които Investbx предлага, се изпълняват по договор от външни пазарни доставчици и Investbx получава някаква печалба от тях, цената, на която Investbx продава пакета услуги на кандидатите за инвестиции, е прекалено ниска, за да гарантира, че ще бъдат покрити режийните разходи в първоначалния период от пет години или докато определен брой предприятия започне да използва нейните услуги. Това предложение не е било прието от нито един пазарен инвеститор. Следователно мярката може да създаде предимство за МСП, които използват Investbx за финансиране, тъй като, поради ценовата структура на Investbx, може да се твърди, че МСП получават услугите при по-изгодни условия, отколкото ако те са предлагани поотделно от съществуващите участници на пазара. Обединеното кралство посочи, че услугите, свързани с използването на платформата за търговия, схемата за продаване на акции и дялове на служители, сметките с акции, независимите пазарни проучвания и услугите по маркетинга ще се изпълняват по договор от частни доставчици при пазарни условия. Предимството идва от събирането на услугите в пакет, както и от набирането на средства от инвеститори, заинтересовани от инвестиции в МСП от Уест Мидландс. Предимството произтича от държавните средства, тъй като единствено финансирането на основаването и издръжката на Investbx от държавата прави възможно съществуването на Investbx, което от своя страна предлага услуги, които не могат да бъдат предложени от пазара по друг начин при същите условия. Тъй като има вероятност кандидатите за инвестиции да действат на пазари, отворени за конкуренцията на ниво Общност, тази мярка има потенциал да наруши конкуренцията и да окаже влияние върху търговията в рамките на Общността. В заключение, МСП — кандидати за инвестиции, ще получат помощ по смисъла на член 87, параграф 1 от Договора за създаване на ЕО.

### 6.3. **Съвместимост на мярката**

126) Доколкото мярката представлява държавна помощ по смисъла на член 87, параграф 1 на Договора, нейната съвместимост следва да бъде оценена в светлината на изключенията, предвидени в член 87, параграф 2 и 3 от Договора. Изключенията, предвидени в член 87, параграф 2 от Договора, които засягат помощите със социален характер, предоставени на отделни потребители, помощи за отстраняване на щети, причинени от природни бедствия или други извънредни събития, и помощи, предоставени на отделни региони на Федерална република Германия, не са приложими в този случай. Мярката също така не влиза в изключенията, предвидени в член 87, параграф 3, буква а) от Договора за помощите за насърчаване на икономическото развитие на региони, където жизненото равнище е необичайно ниско или където има високо равнище на непълна заетост. По същия начин, мярката не може да бъде приета като важен проект от общоевропейски интерес или или за преодоляването на сериозни затруднения в икономиката на Обединеното кралство, както е предвидено в член 87, параграф 3, буква б) от Договора, нито пък има за цел насърчаване на културата и опазване на наследството, както е предвидено в член 87, параграф 3, буква г) от Договора.

127) Член 87, параграф 3, буква в) от Договора предвижда разрешаване на помощ за улесняване на развитието на някои икономически дейности или на някои икономически региони, доколкото тези помощи не засягат по неблагоприятен начин условията на търговия до степен, която противоречи на общия интерес. Комисията отбелязва, че разглежданата мярка цели създаването на пазар и отпускането на помощ за пет години на онлайн фондова борса за инвеститори и МСП. По този начин мярката цели създаване на инвестиционен канал, който може да улесни срещането на инвеститорите и целевите МСП, за които може да подобри достъпа да рисков капитал.

128) Член 87, параграф 3, буква в) от Договора се прилага в сферата на рисковия капитал съгласно Насоките за рисковия капитал. Тези насоки се прилагат към всички мерки, за които е получено уведомление, по отношение на които Комисията трябва да вземе решение след публикуването на насоките в *Официален вестник на Европейския съюз*, дори когато за мерките, подобно на настоящата, е било уведомено преди публикуването на насоките ([16]). Investbx улеснява срещата на инвеститори и целеви МСП, за които то следователно подобрява достъпа до рисков капитал. Следователно то представлява един инвестиционен канал по смисъла на точка 5.1, буква е) от Насоките за рисковия капитал. Според тази точка дадена мярка, която представлява помощ за инвестиционен канал, подлежи на по-подробна оценка съгласно раздел 5 от насоките. Когато оценява съвместимостта на мярката по раздел 5 от Насоките за рисковия капитал, Комисията използва подхода, обявен в Плана за действие по отношение на държавната помощ ([17]), който е доразвит и конкретизиран в подраздели 5.2, 5.3 и 5.4 от Насоките за рисковия капитал. Тя ще прецени дали мярката за помощ е насочена към една точно определена цел от общ интерес, в случая — преодоляване на неефективността на пазара, дали помощта е подходяща за постигане на набелязаната цел от общ интерес, дали тя е необходима и притежава стимулиращ ефект, дали е пропорционална и дали нарушаването на конкуренцията и влиянието върху търговията са ограничени и се гарантира, че мярката за помощ не е насочена против общия интерес. По такъв начин Комисията ще разгледа няколко положителни и отрицателни елемента. Съгласно точка 5, параграф 2 от Насоките за рисковия капитал, никой от отделните елементи не е определящ, нито пък някакъв набор от елементи може да се счита за достатъчен сам по себе си, за да осигури съвместимост. В някои случаи тяхната приложимост и приписваната им тежест могат да зависят от формата на мярката.

129) В случая не са приложими никакви други съществуващи регламенти, рамки или насоки за държавната помощ. Вярно е, че част от Уест Мидландс отговаря на изключението по член 87, параграф 3, буква в) от Договора за създаване на ЕО ([18]), а Комисията също така отбелязва, че този район е пострадал от кризата на Rover. Безвъзмездните средства за Investbx обаче не представляват заявление за помощ за регионално развитие.

6.3.1. *Дали мярката за помощ има ясно определена цел от общ интерес?*

130) Съгласно т. 5.2.1 от Насоките за рисковия капитал Комисията преценява дали мярката за помощ има за цел преодоляването на ясно определена неефективност на пазара. За мерките, изрично включващи инвестиционни канали, Комисията изисква допълнителни доказателства за съществуващата неефективност на пазара. Тези доказателства трябва да се основават на изследвания, показващи степента на пазарната неефективност, и трябва да засягат предлагането на рисков капитал и значението на сектора на рисковия капитал.

131) Както е посочено в т. 1.3.2 от Насоките за рисковия капитал, Комисията счита, че основният източник на неефективност на пазарите на рисков капитал е свързан с информационната асиметрия. Що се отнася до достъпа до капитал на малките и начинаещи предприятия, основните недостатъци на капиталовото финансиране са високите разходи за операциите и за посреднически услуги, както и нежеланието на инвеститорите да рискуват чрез инвестиране в рисков капитал. Най-общо, пазарна неефективност се получава, когато поради неефективното срещане на търсенето и предлагането на рисков капитал неговото ниво става прекалено ограничено и предприятията не получават финансиране, въпреки че притежават ценен бизнес модел и перспективи за развитие.

132) Целта на настоящата мярка за помощ е да преодолее пазарна неефективност в капиталовото финансиране на МСП в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP в региона на Уест Мидландс.

133) За да се демонстрира ограниченото ниво на рисковия капитал в този обхват, въпреки търсенето на капиталово финансиране от жизнеспособни предприятия, в точка 5.2.1 от Насоките за рисковия капитал е посочен показателен набор от елементи. В следващата оценка на пазарната неефективност, Комисията взема под внимание особено рентабилността на частните капиталови инвестиции, развитието на частните капиталови инвестиции в Обединеното кралство през последните пет години и разпределението на инвестициите в категории по обем, свързано със заявената степен на пазарна неефективност. Комисията също така разглежда данните, свързани с региона Уест Мидландс, особено регионалното разпределение на частните капита-

([16]) „Насоки за рисковия капитал“, точка 7.2, параграф 3.

([17]) Съобщение на Комисията COM(2005) 107 окончателен, 7 юни 2005 г.

([18]) Решение на Комисията от 26 юли 2000 г. относно държавна помощ N° 265/2000 – Обединеното кралство относно картата на регионалните помощи на Обединеното кралство за 2000—2006г. (ОВ C 272, 23.9.2000 г., стр. 43).

лови инвестиции, търсенето на капиталово финансиране и степента на задоволяване на това търсене на установените капиталови пазари. За тази цел Комисията анализира проучванията, предоставени от органите на Обединеното кралство.

134) В допълнение се отбелязва, че мярката за помощ също така ще подпомогне развитието на региона, в който се извършват структурни промени, чрез създаването на регионален капиталов пазар онлайн за МСП.

### 6.3.1.1. *Доказателства за наличието на пазарна неефективност, която следва да бъде преодоляна от мярката*

135) Investbx се е насочило към капиталовото финансиране в регион Уест Мидландс в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP. Това е обхватът, за който участниците на пазара считат, според Обединеното кралство и коментарите на трети страни, че пазарната неефективност е най-сериозна. Те считат, че този размер на инвестициите е прекалено голям за повечето неофициални инвеститори като бизнес ангелите, които имат достъп до ограничени финансови ресурси ([19]), и прекалено малък за повечето официални инвеститори в рисков капитал, които виждат разходите за оценка на потенциалните инвестиции като пречка, когато дадено предприятие търси само скромен обем капиталово финансиране ([20]). Според финансовите прогнози на Investbx, както те са представени от органите на Обединеното кралство, средният размер на финансирането се очаква да бъде 1,66 милиона GBP към петата година на неговото функциониране.

136) В решението си относно Схемата за фондовете за дружествен капитал ([21]) Комисията стигна до заключението за наличието на неефективност на пазара на Обединеното кралство в обхвата между 250 000 GBP (357 000 EUR) и 2 милиона GBP (2,9 милиона EUR), въз основа на данните от *Изследването на показателите за дейността от 2003 г. (Performance Measurement Survey 2003)* ([22]) и *Доклада за инвестиционната дейност за 2003 г. (Report on Investment Activity 2003)* ([23]), информацията, предоставена от Обединеното кралство, и коментарите на трети страни, които потвърдиха наличието на пазарна неефективност.

137) Според органите на Обединеното кралство пазарната неефективност съществува в Обединеното кралство и особено в Уест Мидландс, и тази оценка е подкрепена от следните фактори, както това е посочено в доклада, изготвен от ECOTEC ([24]):

— частните предприятия за капиталово финансиране не могат да постигнат степента на възвръщаемост, която желаят, при инвестиции под 2 милиона GBP;

— пазарната неефективност в обхвата от 250 000 GBP до 2 милиона GBP е реална и е възникнала след 1999/2000 г. с преминаването на рисковите капитали към по-големи сделки;

— в региона се извършват много малко инвестиции на частен капитал в обхвата от 250 000 GBP до 2 милиона GBP;

— в обхвата на тази пазарна неефективност има значително търсене на финансиране от страна на МСП.

#### 6.3.1.1.1. *Възвръщаемост на частните капиталови инвестиции и инвестициите в рисков капитал в Обединеното кралство*

138) Рентабилността на частните капиталови инвестиции и инвестициите в рисков капитал в различните инвестиционни категории е показател при анализа на пазарната неефективност, тъй като ниската рентабилност на инвестициите в обхвата на пазарната неефективност кара инвеститорите да се прехвърлят към по-печеливши големи инвестиции. Според последните данни ня Британската асоциация на рисковия капитал (British Venture Capital Association, наричана по-нататък „BVCA“) ([25]), възвръщаемостта на частните капиталови инвестиции и инвестициите в рисков капитал в Обединеното кралство се развива от 2004 г. насам, както следва: също както през 2003 г., изкупуването на средни по големина предприятия от тяхното ръководство (management buy-outs, наричани по-нататък „MBO“) (с инвестиран дялов капитал от 10 милиона GBP до 100 милиона GBP) и големите MBO (с инвестиран дялов капитал над 100 милиона GBP) са постигнали много по-висока възвръщаемост на инвестициите в краткосрочен и средносрочен план, отколкото инвестициите в началния етап и етапа на разрастване на предприятията. (пр. през 2004 г. възвръщаемостта в рамките на три години е била - 13,2 % при инвестициите в начален етап, - 5,3 % при инвестициите в етап на разрастване, докато тя достига 13,7 % при MBO в средните по големина предприятия и 16,1 % при големите MBO. В резултат на това за частните капиталови инвеститори е много по-привлекателно да инвестират в MBO с над 10 милиона инвестиран дялов капитал, отколкото в предприятията в ранен етап и в етап на развитие.

([19]) Бизнес ангелите обикновено инвестират между 10 000 и 250 000 GBP в начинаещи предприятия или в предприятия в ранен етап на развитие с потенциал за растеж. КБИ: Подобряване на достъпа до финансиране: Подпомагане на революцията на предприятията (м. юли 2006 г.) (CBI: *Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution* (July 2006)).

([20]) Министерство на финансите на НВ: Преодоляване на недостига във финансирането: следващи стъпки за подобряване достъпа на малките предприятия до капитали за растеж (м. декември 2003 г.) (HM Treasury: *Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses* (December 2003)).

([21]) Дело за държавна помощ C 17/2004, ОВ L 91, 29.3.2006 г., стр. 16.

([22]) PricewaterhouseCoopers: „BVCA: Изследване на показателите за дейността от 2003 г.“ (2004 г.) (PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Private Equity and Venture Capital — Performance Measurement Survey 2003*“ (2004).

([23]) PricewaterhouseCoopers: „BVCA: Доклад за инвестиционната дейност за 2003 г.“ (2004 г.) PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Report on Investment Activity 2003*“ (2004).

([24]) ECOTEC Research and Consulting Limited: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand*“ (2004).

([25]) PricewaterhouseCoopers: „BVCA: Изследване на представянето на частния акционерен и рисков капитал 2004 г.“ (2005 г.) и „BVCA: Изследване на представянето на частния акционерен и рисков капитал 2005 г.“ (2006 г.). („*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2004*“ (2005) and „*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*“ (2006)).

139) Въпреки че методологията в доклада на BVCA за възвръщаемостта на инвестициите в дялов и рисков капитал през 2005 г. бе променена ([26]), възвръщаемостта на инвестициите в начален и в етап на растеж остана отрицателна. Средносрочната възвръщаемост на инвестициите в етап на разрастване и в малките MBO е била доста под средносрочната възвръщаемост от средните и големите MBO.

6.3.1.1.2. *Инвестиционна дейност с частен капитал в Обединеното кралство*

140) Според изследването на BVCA на инвестиционната дейност с частен капитал в Обединеното кралство ([27]), средният обем на инвестициите в Обединеното кралство е нараснал през 2005 г., достигайки нивото от 5,2 милиона GBP, (сравнено с 4,1 милиона GBP през 2004 г., 3,2 милиона GBP през 2003 г., 3,7 милиона GBP през 2002 г. и 3,6 милиона GBP през 2001 г.).

141) Според посоченото по-горе изследване на BVCA, обемът на частните инвестиции, получени от предприятията в Обединеното кралство, се е увеличавал значително през предишните години (6 813 милиона GBP през 2005 г., 5 336 милиона GBP през 2004 г., 4 074 милиона GBP през 2003 г.). Обемът на инвестициите в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP обаче не показва нарастване, а намаление през 2005 г. (313 милиона GBP през 2005 г., 330 милиона GBP през 2004 г., 286 милиона GBP през 2003 г.). През 2005 г. 2 % от общия обем частни капитали, получени от предприятията в Обединеното кралство, са били получени под формата на инвестиции в размер под 0,5 милиона GBP, 5 % са били инвестирани в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP, а останалите 94 % са били инвестирани в обхвата над 2 милиона GBP. В пропорционално отношение, инвестициите в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP, сравнени с общия обем на всички инвестиции, са намалели през 2005 г. в сравнение с предходните години (5 % през 2005 г., 6 % през 2004 г., 7 % през 2003 г., 10 % през 2002 г. и 2001 г.).

142) Що се отнася до броя предприятия, в които е инвестирано, делът на предприятията в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP спрямо общия брой на всички предприятия, получили инвестиции, също показва тенденция на намаление в Обединеното кралство (23 % през 2005 г., 25 % през 2004 г., 25 % през 2003 г., 30 % през 2002 г. и 31 % през 2001 г.), според изследването на BVCA. В абсолютни стойности, през 2005 г. броят на предприятията, получили инвестиции в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP, е най-нисък в сравнение с последните пет години (302 през 2005 г., 321 през 2004 г., 317 през 2003 г., 361 през 2002 г. и 399 през 2001 г.).

143) Органите на Обединеното кралство се позовават на няколко документа и изследвания, които сочат наличието на пазарна неефективност в Обединеното кралство, а именно:

— Консултативният документ за бюджета на Министерството на финансите на НВ със заглавие „*Преодоляване на недостига във финансирането*“ ([28]) потвърди наличието на неефективност в обхвата между 0,25 милиона GBP и 2 милиона GBP. Докладът се основава на проучвания на пазара, на данни от BVCA и на научни изследвания ([29]). Що се отнася до проучванията на пазара, 97 % от отговорилите на допитването „*Преодоляване на недостига във финансирането*“ са съгласни, че МСП продължават да бъдат изправени пред значителен неефективност на пазара, а много от тях са на мнение, че сериозността на този недостатък варива в зависимост от размера, отрасъла и етапа на развитие на предприятието. „*Отговорите на допитването „Преодоляване на недостига във финансирането“ ясно показват, че продължава да съществува една ключова група от малки и средни предприятия (МСП), които не са подходящи за дългово финансиране и които в момента нямат достъп до капиталовия пазар, което им е нужно, за да процъфтяват. ...Предприятия, които търсят скромни инвестиции за модернизиране и разнообразяване на дейностите си, също са засегнати.*“ Докладът твърди, че някои МСП „*не са подходящи за дългово финансиране*“, и когато едно предприятие все още не генерира достатъчно приходи, за да изплаща лихви по дълговe, и/или предприятието разработва нови технологии и продукти със значителен потенциал за развитие, но това е съпроводено и със значителен риск, набирането на дялов капитал могат да се окажат по-добрата алтернатива за финансиране. Както се твърди в доклада, капиталовите инвеститори може да направят значителни разходи, докато открият подходящи възможности за инвестиране в малки и начинаещи предприятия, особено що се отнася до търсенето, извършването на дю дилиджънс и мониторинга. „*В сравнение с големите предприятия*“, които са котирани на обществените фондови пазари, притокът на информация за малките, некотирани предприятия, търсещи

([26]) В Доклада за 2005 г. статистическите данни бяха разделени по фондове, чието първо приключване е било преди и след 1996 г. Фондовете, чиито първо приключване е било след 1996 г. бяха класифицирани по категории в рискови (включващи първоначални, стартиращи и в начален етап на развитие), малки MBO (MBO/MBI под 10 милиона GBP и инвестиции в етап на разрастване), средни MBO (MBO/MBI за 10—100 милиона GBP) и големи (MBO/MBI над 100 милиона GBP).

([27]) PricewaterhouseCoopers: „BVCA:Доклад за инвестиционната дейност през 2004 г.“ (2005 г.) и „BVCA Доклад за инвестиционната дейност през 2005 г.“ (2006 г.) PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Report on Investment Activity 2004*“ (2005) and „*BVCA Report on Investment Activity 2005*“ (2006).

([28]) Министерство на финансите на НВ: Преодоляване на недостига във финансирането: следващи стъпки за подобряване достъпа на малките предприятия до капитали за растеж (м. декември 2003 г.) (HM Treasury: *Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses* (December 2003)).

([29]) Хардинг, Р. Каулинг, М. и Мъри, Г.: „Оценка на размера на капиталовия недостиг: Доклад до Служба Финанси и услуги за дребния бизнес“ (м. ноември 2003 г.) (Harding, R. Cowling, M. and Murray, G.: „*Assessing the Scale of the Equity Gap: Report to H.M. Treasury and Small Business Service*“ (November 2003)) и ECOTEC Research and Consulting Limited: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand*“ (2004).

финансиране, е ограничен. В доклада се изказва мнение, че поради информационната асиметричност потенциалните инвеститори може да не преценят правилно рисковия профил на предприятието и да изпитат нежелание за инвестиране в рисков капитал. Докладът заключава, че високите разходи за операциите и пропорционално по-високите разходи за придобиване на информация за малките предприятия кара инвеститорите да пренасочат интереса си към по-големите предприятия. Структурното ограничение за предоставяне на средства и опит в областта на рисковия капитал от страна на малките и по-рискови предприятия предполага, че инвеститорите в рисков капитал ще пренасочат интереса си към сделки с по-големи предприятия в по-напреднал етап от своето развитие.

— Проучванията, извършени от ECOTEC ([30]), потвърдиха наличието на пазарна неефективност в обхвата между 0,5 милиона GBP и 5 милиона GBP, като най-сериозни ограничения изпитват предприятията, търсещи финансиране за разрастване в размер на до 2 милиона GBP.

— Последните доклади на Конфедерацията на британската индустрия („CBI“) заключават, че продължава да съществува явна неефективност в достъпа до финансиране. *„Все още съществуват неефективности на пазара и аномалии в системата, които трябва да се коригират„...“Фактите сочат, че през последните няколко години съществува един увеличаващ се пазарна неефективност в обхвата от 500 000 GBP до 3 милиона GBP. Последните данни на BVCA не дават индикации, че неефективността намалява с продължаващото нарастване на средния обем на инвестициите.“* ([31])

В някои изследвания се изказва мнение, че съществува пазарна неефективност дори под 0,5 милиона GBP и над 2 милиона GBP. Но нито едно изследване не оспорва съществуването на пазарна неефективност в обхвата между 0,5 милиона и 2 милиона GBP, който представлява целевата ниша за капиталово финансиране от Investbx. Този обхват се приема за понасящ най-големи ограничения.

144) Органите на Обединеното кралство цитират също така и няколко изследвания и проучвания на пазара, които се отнасят до различни аспекти на недостатъците, с които малките предприятия се сблъскват, когато се опитват да бъдат листвани на фондовата борса:

— В научна статия на Brian Zivicky ([32]) се посочва фактът, че в Обединеното кралство са много малко на брой малките предприятия, които се следят от анализаторите, тъй като на пазара се търгуват недостатъчни количества техни акции, които да могат да оправдаят разходите по изготвянето на проучване за тях.

— В доклад на Jaffe Associates за Quoted Company Alliance ([33]) се твърди, че по-малките котирани предприятия се конкурират за малък и все по-съкращаващ се дял от капитала на институционалните инвеститори в Обединеното кралство. Възможността да се търгува в големи количества е основна движеща сила при инвестиционните решения, което автоматично наказва по-малките предприятия.

— Едно проучване, извършено от SWR Worldwide ([34]), установи, че емитентите и инвеститорите напълно осъзнават, че сега действащият механизъм за предоставяне на финансови услуги на МСП може да се промени, особен по отношение на срещане на интересите на емитентите и инвеститорите. В резултат на проучването се оказа, че най-важният фактор при вземане на решение за инвестиране е качеството и количеството налична информация. Болшинството от анкетираните управители на фондове, частни лица, разполагащи със солидни средства,и инвеститори на рискови капитали са изразили мнение, че днешните фондови борси не работят добре за предоставяне на достъп на МСП до тях, нито за осигуряване на ликвидност на книжата, предлагани от МСП.

— В публикация на Tim Mocroft ([35]) се казва, че *„...изискванията за листване и останалите регулации на традиционните борси са скъпи, но като се имат предвид размера на предприятията и обема на набраните средства, тези разходи обикновено могат да бъдат посрещнати. И двата фактора обаче налагат праг в размера на предприятията, които могат да имат ефективен достъп до главните пазари, обслужващи Обединеното кралство, а — именно — до официалния списък на Лондонската*

([30]) ECOTEC: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand*“ (2004).

([31]) CBI: „Подобряване на достъпа до финансиране: Подпомагане на революцията на предприятията“ (м. юли 2006 г.).

([32]) Newex Research, Brian Zivicky (2000 г.).

([33]) Jaffe Associates за Quoted Companies Alliance: „*Институционални инвестиции и търгуване на по-малките котирани британски фирми*“ (2002 г.).

([34]) SWR Worldwide: „*Views of Issuers and Investors across Great Britain on Investment Issues*“ (2001 г.).

([35]) Tim Mocroft: „Покриване на недостига на капиталово финансиране: едно ново предложение за виртуални местни капиталови пазари“ (2001 г.) (Tim Mocroft: „*Bridging the equity gap: a new proposal for virtual local equity markets*“ (2001)).

*фондова борса и AIM […] Обикновено едно първоначално публично предлагане на всеки от тези пазари струва около 500 000 GBP; при тези разходи, не е икономично да се набират сравнително малки суми капитал.“*

— Докладът на Deloitte „Подобряване на достъпа до финансиране на малките и средни предприятия“ („Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises“) ([36]), установи чрез интервюиране на пазарни участници, че общите знания и осведоменост за възможностите за финансиране на МСП са незадоволителни. Интервютата разкриха, че слабата готовност за инвестиране е основна бариера пред достъпа до финансиране в региона на Уест Мидландс. Готовността за инвестиране включва бизнес отношението към финансирането, качеството на бизнес документите и общата пригодност за инвестиране на даден проект. Това дава своето отражение както върху търсенето, така и върху предлагането: то може да възпре предприятията да кандидатстват за финансиране поради очакването да им бъде отказано, и може да ограничи предлагането, тъй като потенциалните инвеститори се сблъскват с по-високо ниво на рискаако се вземе предвид недостатъчната готовност за инвестиране.

### 6.3.1.2. ***Пазарната неефективност в Уест Мидландс***

145) Докато представената по-горе информация се отнася до анализа на ниво Обединено кралство, предмет на оценката на Комисията е дали съществува пазарна неефективност в целевия регион на Investbx — Уест Мидландс. В този контекст, в допълнение на горните елементи бяха взети предвид и други аспекти на търсенето и предлагането на инвестиции на регионално ниво.

146) Повечето от коментарите на трети страни поддържат съществуването на пазарна неефективност в региона на Уест Мидландс. Освен товаОсвен това, в отговор на коментарите на трети страни органите на Обединеното кралство представиха доказателства за оценката, направена от регионални инвеститори в рисков капитал, които потвърждават наличието на пазарна неефективност в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP и твърдят, че измежду 500 до 750 предложения, които те получават годишно, помалко от 1 % получават финансиране, въпреки че повечето от отхвърлените предприятия имат жизнеспособни бизнес планове и биха могли да получат финансиране, ако съществува механизъм като този, предлаган от Investbx.

#### 6.3.1.2.1. *Регионално разпределение на инвестициите*

147) Според данните, публикуване в доклада на BVCA за инвестиционната дейност през 2005 г., общото количество частни капиталови инвестиции в региона на Уест Мидландс е представлявало 4 % от общото за Обединеното кралство ниво, докато регионите Саут Ийст и Лондон заедно са получили 44 % от общите инвестиции. Що се отнася до инвестициите в начален етап, делът на Уест Мидландс е бил 1 % от общия обем на инвестициите в Обединеното кралство в начален етап, докато за регионите Саут ИйстСаут Ийст и Лондон той представлява 49 %. На етап разрастване, инвестициите в Уест Мидландс представляват 2 %, а тези в регионите Саут Ийст и Лондон 42 % от общите за Обединеното кралство инвестиции на етап разрастване. Тези данни трябва да бъдат разгледани в контекста на приноса на различните региони към БВП на ниво общо за Обединеното кралство, за който най-последните налични данни на Eurostat са от 2003 г. Те показват, че Уест Мидландс са допринесли за 8 %, докато Саут Ийст и Лондон заедно са допринесли за 34 % от БВП на Обединеното кралство през 2003 г. Това показва, че предоставянето на копиталови инвестиции в начален етап или в етап на разрастване, сравнено с общата икономическа активност, е много по-слабо в Уест Мидландс, отколкото в района на Саут Ийст и Лондон .

148) Според анализа ([37]) на общата пазарна капитализация на предприятията, листвани на LSE и AIM по региони, едно от най-ниските нива на обща пазарна капитализация съществува в Мидландс. През 2003 г. регионалната пазарна капитализация като дял от БВП е достигнала в района на Лондон до 621 %, в регион Саут Ийст — 139 %, общо за Обединеното кралство — 153 %, а за региона Мидландс — само 25 %. В сравнение с икономическата си активност, регион Мидландс има ниско ниво на пазарна капитализация сред другите региони на Обединеното кралство.

#### 6.3.1.2.2. *Търсене на капиталово финансиране от МСП в Уест Мидландс*

149) Трудно е да се докаже със статистически данни, дали съществува незадоволено търсене на финансиране от предприятията с жизнеспособни бизнес планове. За преодоляване на този проблем Пазарните проучванията се оказаха най-доброто средство за изследване на търсенето на капиталово финансиране от предприятията с жизнеспособни бизнес планове.

150) Органите на Обединеното кралство са направили редица консултации, семинари и проучвания относно търсенето на дялов капитал от МСП в Уест Мидландс. През м. април 2003 г. е извършено проучване, в което от общо 41 анкетирани от средите на регионалната бизнес общност 73 % са на мнение, че достъпът до капиталовите пазари представлява сериозен проблем за МСП, а за 88 % установените капиталови пазари не покриват нуждите за финансиране на МСП. Освен това, 68 % от отговорилите считат, че Ofex е рядко използван източник за финансиране на МСП, а 73 % от тях проявяват интерес да участват в проекта Investbx.

151) През м. ноември 2003 г. в Бирмингам се е състояла среща на 81 представители на бизнес средите по повод Investbx. Следваща среща се е състояла в Лондон, в Центъра за изследване на финансовите иновации (CSFI), на която били

([36]) Deloitte & Touche: „Подобряване на достъпа до финансиране на малките и средни предприятия“ (2002 г.) („*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*“).

([37]) Робърт Хъгинс, Robert Huggins Associates: „*Регионалните фондови борси — надежден вариант за Уелс и други региони в Обединеното кралство?*“ (2003).

поканени да присъстват 27 представители на бизнес средите. Отзивът от срещата в CSFI бил почти единодушна подкрепа за проекта. През м. май 2004 г. 21 професионални консултантски фирми били помолени да дадат своя принос за разработване на предложението за Investbx и да преценят колко от техните клиенти са подходящи за включване в Investbx. 13 от фирмите са посочили, че биха могли да предлагат между 1 и 6 клиента от своя портфейл за включване в Investbx всяка година. Като се има предвид, че само малка част от съществуващите консултантски фирми са участвали в тези семинари, органите на Обединеното кралство считат, че капиталовото финансиране за 10 МСП годишно, включено във финансовите разчети на Investbx, представлява една консервативна оценка на търсенето. Тъй като консултантските фирми получават хонорарите си само ако предприятията успешно наберат капитал, в техен интерес е да предлагат само предприятия с жизнеспособни бизнес планове и само тези, които те считат, че ще привлекат инвеститори, да се включат в Investbx.

152) Що се отнася до набирането на капиталово финансиране за МСП в Уест Мидландс в обхвата между 0,5 и 2 милиона GBP, което се явява основна цел на Investbx, според органите на Обединеното кралство съществуващите пазари, които предлагат капиталово финансиране на МСП, не покриват достатъчно търсенето и по този начин не решават проблема с пазарната неефективност. Въпреки че те са посредничили за осигуряване на капиталови инвестиции за редица МСП в Уест Мидландс, те не покриват достатъчно търсенето в региона на Уест Мидландс, и нито един от тях не е регионално ориентиран към МСП. Органите на Обединеното кралство считат, че всички налични данни водят към заключението, че пазарната неефективност не може да бъде преодоляна от частния сектор. На две отделни срещи, организирани по инициатива на AWM, ръководителите на Ofex са били поканени да споделят плановете си за преодоляване на пазарната неефективност в Уест Мидландс, но според органите на Обединеното кралство Ofex или не може, или не е заинтересовано да го направи.

153) На Ofex в момента са листвани 7 предприятия от Уест Мидландс, а само 5 се търгуват ([38]). Обединеното кралство не счита, че Ofex е отстранило пазарната неефективност, нито че Ofex покрива съществуващото според настоящите оценки търсене в региона на поне 10 предприятия годишно. Само по едно МСП от Уест Мидландс е било листвано за пръв път на Ofex през 2005 г. и през 2004 г., докато Investbx предвижда листване на 5—12 нови предприятия от Уест Мидландс на година.

*Заключение относно пазарната неефективност*

154) Комисията счита, че в съответствие с точка 5.2.1 от Насоките за рисковия капитал, са били представени достатъчни доказателства, основаващи се на изследвания, за да може да се заключи, че съществува пазарна неефективност в регион Уест Мидландс в обхвата от 0,5 милиона GBP до 2 милиона GBP.

6.3.2. *Подходящ ли е помощният инструмент за постигане на целта от общ интерес?*

155) Съгласно т. 5.2.2 от Насоките за рисковия капитал, Комисията преценява дали мярката за помощ е в състояние да преодолее установената неефективност на пазара. Освен това Комисията взема предвид и оценките на въздействието и разглежда възможностите за постигане на същите цели с други средства.

6.3.2.1. ***Насочване на помощта към пазарната неефективност***

156) Като се има предвид помощта на ниво Investbx, предлаганата помощ е насочена за преодоляване на пазарната неефективност, описана по-горе, чрез изграждане на онлайн регионална електронна платформа за търговия, която ще позволи на МСП да се представят, да набират капитал и да продават своите акции и дялове. В същото време тя ще дава възможност на инвеститорите да разглеждат непосредствено подробна и независимо потвърдена информация за тези МСП. С това Investbx ще повиши информационната ефективност и ще създаде възможност за по-добра преценка на отношението риск-печалба при МСП от страна на инвеститорите и ще намали разходите за операциите по набиране на информация за МСП от страна на инвеститорите, като направи документите от проучванията на МСП обществено достъпни.

157) Investbx има за цел набиране на капитали специално за МСП от региона Уест Мидландс. Бизнес планът на Investbx предвижда начално набиране на капитал за минимум 47 МСП от Уест Мидландс за период от пет години, с общ размер от минимум 70 милиона GBP. В сравнение с Ofex, която също твърди, че оперира в Уест Мидландс и че обемът на операциите му е сходен, следното бе заключено от органите на Обединеното кралство в техните коментари на решението за започване на процедурата:

— За петте години от 2000 г. до момента на Ofex са набрани само 43,3 милиона GBP начален капитал в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP за 39 предприятия от цялото Обединено кралство.

— Ако се извади вторичното финансиране от общо набраните капитали, ще се окаже, че предприятията на Ofex са набрали съвсем скромни средства чрез първични емисии (напр. 0,8 милиона GBP за цялото Обединеното кралство през 2004 г.).

— Ако се разглеждат само предприятията от Уест Мидландс, на Ofex са набрани общо 12 милиона GBP (първично и вторично финансиране) за петгодишния период от 2001 г. до 2005 г.

([38]) http://www.plusmarketsgroup.com/region.shtml? region=West Mids, на 6 ноември 2006 г.

— Само 3,5 милиона GBP първоначално финансиране за 5 предприятия от Уест Мидландс са били набрани на Ofex от 2000 година насам.

158) Investbx предлага регионална насоченост и местна мрежа от доставчици на услуги и инвеститори, което е от особено значение за капиталовото финансиране на МСП на етап разрастване. Този вид финансиране често изисква бързи последващи действия и директна връзка между инвеститора и МСП, в което е инвестирано. Според теоретичните и емпиричните изследвания трябва да се има предвид, че близостта на инвеститора до финансираната предприятие представлява съществена променлива в избора на инвеститора. ([39]) Дори може да се твърди, че даден местен инвеститор може да бъде подтикнат да инвестира в местно предприятие не само от благовидно информационно предимство, но и защото ще може да осигури на кандидата за инвестиране особеното предимство да го включи в своята местна делова мрежа, както и да се възползва от въздействието върху други предприятия и дори от местен патриотизъм. Регионалната насоченост се демонстрира от факта, че Investbx обслужва само МСП от Уест Мидландс, има местен екип от 6—8 души, както и неизпълнителен борд, състоящ се от специалисти от Уест Мидландс с опит в работата с МСП.

159) Investbx ще предложи на МСП интегрирани услуги, включващи набиране на средства, маркетинг и независими проучвания, както и връзка с мрежата от местни специалисти, които ще помогнат на МСП да стъпят успешно на платформата за търгуване на дялови капитали. За да се включат в Investbx, за разлика от установените пазари, МСП трябва да представят доклад от независимо и стандартизирано проучване, което ще улесни събирането на информация за МСП, необходима на инвеститорите. Този пакет от услуги, заедно с независимия доклад, които винаги ще са на разположение на инвеститорите, ще подобрят шансовете на МСП за ефективно набиране на капитал на Investbx.

160) При това Investbx внася една иновационна идея за вторичното търгуване, която се различава значително от ситуацията на установените пазари. Докато LSE, AIM и Ofex използват класическия механизъм на маркетмейкъра в една основаваща се на котировки система с цени купува и продава, Investbx няма маркетмейкъри, които да генерират приходи от маржа между цена купува и цена продава или като продават големи обеми, или като продават при голяма разлика в цените. Срещането на инвеститори и МСП се осъществява чрез онлайн тържен пазар на една цена, което позволява изключване на разходите за операции, които в противен случай ще се генерират от маржа между цена купува и цена продава. Освен това, в сравнение с *Recognised Investment Exchanges* (RIE), като AIM и LSE, Investbx, като официален представител на Alternative Trading System (The Share Centre), подлежи на по-леко регулиране от страна на FSA. Този статут изисква съобразяване с по-леки разпоредби и позволява по-лесен и, като дял от набраните средства до 2 милиона GBP, по-евтин достъп на МСП до платформата за търговия.

161) Общите разходи за набиране на малки количества капитал ще бъдат по-ниски от евентуалното участие на по-зрелите установени пазари. Обединеното кралство илюстрира този факт с пример за набиране на 2,5 милиона GBP, където общите разходи за получаване на финансирането на Investbx са около 10 %, докато на AIM те ще са 24 %. Органите на Обединеното кралство освен това заявяват, че видовете услуги, които се получават на тази цена, са различни, така например, поръчването на независимо проучване, което впоследствие се предоставя на частните инвеститори, не съществува като услуга на нито един от установените пазари. Важно е разходите да се задържат на едно приемливо ниво, но те на са единствената, нито дори главната причина МСП да предпочетат включване в Investbx. Алтернативата пред много от МСП в Уест Мидландс е или Investbx, или нищо. Наличието на пазарни проучвания на разположение на инвеститорите е едно качествено подобрение на Investbx, което се очаква да повиши шансовете на МСП да получат финансиране. Независимо от това, използването на Investbx ще бъде по-изгодно от използването на Ofex в няколко аспекта. Това се дължи особено на по-ниските разходи за проучване и маркетинг, свързани със стандартизираните образци и приспособяването на услугите към нуждите на МСП при първичното набиране на капитал и на елиминирането на разликата между цени купува и продава при вторичната търговия.

162) Investbx ще предостави документите за допускане до търговия и подробни независими проучвания за всички МСП на всички потенциални инвеститори и финансови консултанти. Тази информация ще се намира на уебсайта на Investbx. Подобна информация обикновено се подготвя за по-голям обем акции и е достъпна само за институционалните инвеститори. Този недискриминационен достъп до подробна информация и особено до независимите пазарни проучвания на всички инвеститори е, според органите на Обединеното кралство, един от ключовите фактори за очаквания успех на мярката.

163) Подобрявайки ефективността на информацията и операциите, Investbx се насочва към причината за наличие на пазарната неефективност, а не към последствията от нея.

([39]) Този фактор се анализира както от Харълд Хоу (Harald Hau), който показва как търговци на ценни книжа, инвестиращи в териториално близки фирми, получават по-големи печалби в търговията, в сравнение с останалите търговци, които са разположени по-надалеч, така и от Дегройс и Онгена (Degryse and Ongena), които анализират договорите за банкови заеми и откриват, че банките предлагат по-добри кредитни условия на клиенти, които са разположени близо до тях. Harald Hau: *Location Matters: An Examination of Trading Profits*, The Journal of Finance, (2001) Vol. 56, No. 5, pp. 1959-1983; Hans Degryse, Steve Ongena: „*Distance, Lending Relationship, and Competition*", EFA 2003 Annual Conference Paper No. 260 (2002).

164) Освен това Investbx има за цел да свърже източниците на първоначално финансиране с по-зрелите установени пазари, с което тя изпълнява така наречената „функция на стълбичка“. Тази функция е от полза не само за кандидатите за инвестиции, но също така и за инвеститорите в близки пазари, като предлага начини за излизане за техните инвестиции. Наличните данни не показват, че Ofex действа като стълбичка към по-зрелите пазари в региона на Уест Мидландс. На уебсайта на Ofex се твърди, че 54 предприятия са се преместили от Ofex на AIM между 2001 г. и 2004 г. Между 2003 г. и 2005 г. обаче само една предприятие от региона на Уест Мидландс се е преместила от Ofex на AIM.

165) Способността му да повишава информационната прозрачност за инвеститорите и да намалява определени разходи при набирането на капитали и при търгуването на акции и дялове в сравнение с по-зрелите пазари, показва доколко Investbx е подходящо за преодоляване на пазарната неефективност.

166) Разглеждайки помощта на ниво МСП, мярката ще улесни снабдяването на МСП с дялов капитал, което — поради неефективността на пазара — за тях е трудно постижимо, независимо от наличието на жизнеспособни бизнес планове.

6.3.2.2. ***Оценка на въздействието и използване на алтернативни средства***

167) Според финансовия план на Investbx през първите пет години от съществуването си то ще набере поне 70 милиона GBP за поне 47 предприятия. МСП, които са набрали дялов капитал, ще бъдат допуснати до платформата за търговия на акции и дялове на Investbx.

168) Според Обединеното кралство, след като при изследванията е установено наличието на незадоволено търсене, преди да пристъпят към мярката, органите на Обединеното кралство се опитали да преодолеят пазарната неефективност с помощта на вече съществуващата пазарна структура. AWM поканили представители на Ofex на среща на 12 юли 2005 г., на която те били помолени да покажат, че са в състояние да преодолеят пазарната неефективност в Уест Мидландс. В такъв случай AWM щели да останат настрана. Ofex решили да не представят исканата от AWM информация, и от AWM заключили, че или Ofex няма конкретни планове за преодоляване на пазарната неефективност, или че не притежава необходимите ресурси за това, или и двете. При липсата на частен интерес за разрешаване на проблема се оказала необходима държавна интервенция.

169) Комисията разглежда в положително това, че в съответствие с точка 5.2.2 от Насоките за рисковия капитал мярката е в състояние да преодолее установената пазарна неефективност. Освен това Комисията взема под внимание факта, че са разгледани и други средства, но те не са довели до желания резултат, и отбелязва, че мярката се очаква да има положителен ефект върху преодоляването на пазарната неефективност.

6.3.3. *Стимулиращ ефект и наложителност на помощта*

170) Съгласно точка 5.2.3 от Насоките за рисковия капитал, Комисията оценява стимулиращия ефект и наложителността на помощта. Мярката има стимулиращ ефект, ако предизвиква промяна на поведението в полза на общото нарастване на рисковия капитал. В Насоките за рисковия капитал Комисията обявява, че ще взема предвид и характера на инвестиционното решение, което е насочено към получаване на печалба, и по-специално търговския мениджмънт (точка 5.2.3.1 от Насоките за рисковия капитал), наличието на инвестиционен комитет (точка 5.2.3.2 от Насоките за рисковия капитал), размера на мярката (точка 5.2.3.3 от Насоките за рисковия капитал) и участието на бизнес ангели в първоначалния етап (точка 5.2.3.4 от Насоките за рисковия капитал).

171) В настоящия случай става въпрос за инвестиционен канал, който улеснява срещането на частните инвеститори с целевите МСП. Инвестиционното решение се взема изцяло от частните инвеститори и МСП получават само частни капитали. Инвестиционното решение по отношение на набираните от МСП средства изцяло се определя от печалбата.

172) Като пазар на капитали, Investbx функционира по различен начин от този на фондовете за рисков капитал. При фондовете за рисков капитал мениджмънтът играе съществена роля при вземане на инвестиционни решения. Investbx сам по себе си не предоставя финансиране на МСП, нито пък взема инвестиционни решения. Поради това тези критерии са от по-малко значение.

173) Що се отнася до търговския мениджмънт (точка 5.2.3.1 от Насоките за рисковия капитал), от една страна, тъй като мениджмънтът на Investbx няма да взема инвестиционни решение по отношение на финансирането на МСП, този аспект също е по-маловажен. От друга страна, Обединеното кралство е дало уверение, че мениджмънтът на Investbx ще се състои от професионалисти с доказани знания и опит с инвестициите на капиталовия пазар, което се отчита позитивно.

174) Що се отнася до съществуването на инвестиционен комитет (точка 5.2.3.2 от Насоките за рисковия капитал), от характера на Investbx следва, че не може да има инвестиционен комитет, който да участва при вземане на решенията за инвестиране в МСП. В същото време Комисията отчита положително факта, че проектът Investbx е бил разработен с участието на експерти от консултантските среди на Уест Мидландс.

175) Що се отнася до размера на мярката (точка 5.2.3.3 от Насоките за рисковия капитал), Комисията отбелязва, че Investbx няма да предоставя средства на МСП от собствения си бюджет. Средствата ще се набират на пазара. Според финансовия план размерът на помощта се очаква да бъде достатъчен и да даде възможност на Investbx да достигне в рамките на пет години един критичен размер, да използва икономии от мащаба и да стане печеливше. Това се приема позитивно.

176) Що се отнася до участието на бизнес ангели в първоначалния етап на финансиране (точка 5.2.3.4 от Насоките за рисковия капитал), от една страна, настоящата мярка не предвижда финансиране на толкова ранен етап, поради което този критерий е неприложим. От друга страна, потенциалните бизнес ангели, както всички други инвеститори, могат да използват Investbx, за да инвестират в МСП.

177) Що се отнася до наложителността на мярката, Комисията на първо място отбелязва, че нито един частен борсов оператор не е пожелал да се заеме с инициативата Investbx без предоставяне на държавна помощ. Това може да се дължи на факта, че създаването на регионален онлайн пазар за МСП включва в себе си значителен риск в началния период, докато не се постигнат икономии от мащаба. Следователно, за да се преодолее пазарната неефективност чрез създаването на Investbx и поддържането му до излизане на нула в рамките на първите пет години, се налага отпускането на държавна помощ.

178) По нататък Комисията допълнително оценява стимулиращия ефект.

179) Според предварителните оценки, основаващи се на проучванията, направени от органите на Обединеното кралство, всяка година поне 10 МСП от Уест Мидландс с жизнеспособни бизнес планове търсят капитали и не ги намират. Investbx планира да осигури капитал за поне 47 такива предприятия през първите пет години от съществуването си. Освен това, осигуряването на капитал в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP се очаква да окаже положително влияние на финансовите пазари. Бизнес ангелите и другите неофициални инвеститори, които обикновено предоставят финансиране под 0,5 милиона GBP, ще могат да използват Investbx като нова възможност за излизане от инвестициите си, с което по-зрелите установени пазари и инвеститорите, участващи в по-големи сделки, като AIM и фондовете за рисков капитал, ще могат да се възползват от предприятията, които ще се развият с помощта на Investbx и ще търсят инвестиционни траншове, по-големи от 2 милиона GBP, чрез листване на фондовата борса. Мярката касае един пилотен проект, който, ако се окаже успешен, може да доведе до подобни проекти в други региони.

180) Стимулиращият ефект на помощта върху Investbx е очевиден, тъй като тя не би съществувала без държавната помощ, както се твърди от Обединеното кралство и Ofex. Освен това, ясно ограниченият срок на съществуване е стимул за Investbx да стане печеливша и търговски жизнеспособна. Мярката има за цел да промени поведението както на инвеститорите, така и на МСП, като подобри обмена на информация между тях във връзка с потенциалните им сделки.

181) Мярката Investbx не предоставя помощ на ниво инвеститори; следователно тя не нарушава техния стимулиращ механизъм за избор на най-доходната инвестиция. За разлика от други мерки за държавна помощ, като директната помощ за инвестиране в МСП, стимулите за инвеститорите в настоящия случай остават незасегнати.

182) Според преценките на органите на Обединеното кралство, поне 47 предприятия се очаква да получат капиталово финансиране при предлаганите от Investbx условия през първите пет години. Болшинството от тях в противен случай биха били обезкуражени от сега съществуващите условия на пазара, особено от липсата на информация, усложнените процедури и преобладаващите цени. Благодарение на установяването на нов канал на набиране на дялов капитал, обединяването на свързаните с това услуги и възможността да търгуват акциите и дяловете си впоследствие, очакването е МСП да наберат повече капиталови инвестиции за своето разрастване. Това е стимулиращият ефект на мярката.

183) Комисията счита, че в съответствие с точка 5.2.3 от Насоките за рисковия капитал мярката е наложителна и има стимулиращ ефект.

6.3.4. *Пропорционалност на помощта*

184) Съгласно точка 5.2.4 от Насоките за рисковия капитал, Комисията оценява пропорционалността на помощта. Комисията проучва дали помощта не е в повече от необходимото за предизвикване на по-голямо предлагане на рисков капитал и особено дали инвеститорите не са компенсирани в прекалено голяма степен и дали рискът от загуби не се носи изцяло от публичния сектор, а ползите да остават за другите инвеститори. Освен това Комисията може да прецени, че един открит търг или обществена покана към инвеститорите ще се отрази позитивно на оценката.

185) Ще има обществена покана към инвеститорите да използват Investbx и информацията за Investbx ще бъде публично достъпна за всички инвеститори на уебсайта на Investbx. Мярката не е закрита, а открита за всички инвеститори.

186) В сравнение със схемите за рисков капитал, които се използват широко от държавите-членки за намаляване на неефективностите на пазара, обемът на използваните публични средства е много ограничен. Регионалните схеми за рисков капитал, които покриват региони с размерите на Уест Мидландс, обикновено включват по-големи суми на помощта от предвидените в настоящата мярка ([40]). Освен това, Investbx сам по себе си не предоставя капитал на МСП. Мярката само въвежда един нов вид пазар за инвестиции в МСП, който улеснява операциите между частни страни при пазарни условия. В този смисъл Investbx изглежда особено подходяща за преодоляване на пазарната неефективност.

([40]) Да вземем например Дело за държавна помощ C 17/2004 — Обединеното кралство *(„Enterprise Capital Funds“)*, ОВ L 91, 29.3.2006 г., стр. 16, и Дело за държавна помощ № C 72/2003 — Обединеното кралство *(„Invest Northern Ireland Venture 2003“)*, ОВ L 236, 13.9.2005 г., стр. 14.

187) Размерът на помощта е изчислен по такъв начин, че да даде възможност на Investbx да постигне икономии от мащаба и се разрасне така, че да излезе на нула след пет години. Съществува максимален лимит на помощта от 3 милиона GBP. Те ще покриват само разликата между очакваните приходи от дейността на Investbx и направените от нея разходи през първите пет години. В действителност помощта ще се ограничи само до необходимото за покриване на потенциалната загуба. Ако Investbx заработи така добре, че да може да покрива административните си разходи, преди да е изразходвана цялата помощ, остатъкът от безвъзмездните средства ще бъде възстановен на AWM.

188) Комисията приема положително факта, че мярката е ограничена до пет години. След този период регионалните власти, AWM, или ще закрият Investbx, или ще продадат акциите му при една открита и недискриминационна тръжна процедура, достъпна за всеки участник на пазара, включително и Ofex. AWM тогава ще си получи обратно поне част от всички безвъзмездни средства, а вероятно и повече под формата на продажната цена на Investbx.

189) Комисията счита, че помощта се ограничава до минимално необходимото и следователно тя е пропорционална.

6.3.5. *Нарушаването на конкуренцията и ефектът върху търговията би трябвало да са ограничени, за да се гарантира, че мярката за помощ не противоречи на общия интерес.*

190) Съгласно точка 5.3 от Насоките за рисковия капитал, Комисията оценява негативното влияние на мярката, като го съпоставя с положителния ефект. По-нататък се разглежда възможният ефект на изместване на потенциалните конкуренти и други отрицателни ефекти.

6.3.5.1. ***Потенциални конкуренти и степента, до която те биха били повлияни от ефекта на изместване***

191) Основаната услуга, предоставяна от Investbx, е придобиване от МСП на дялов капитал в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP. Свързаните с това допълнителни услуги, които Investbx предлага, са странични тяхната основна цел е предоставяне на нов канал за капиталово финансиране на МСП. Макар че съществуват някои предимства да се инвестира в местни МСП, географският пазар за тези капиталови траншове е поне цялата територия на Обединеното кралство, и онези МСП, които вече са получили такова финансиране, са го получили от източници от други части на Обединеното кралство, като Лондон например. Макар че беше докладван един случай на финансиране от чужбина ([41]), пазарът на дялов капитал за траншове от 0,5 до 2 милиона GBP обикновено е национален.

([41]) В представените от Университета в Уоруик (Warwick University) материали се споменава за случай, при който МСП от Уест Мидландс е получило капиталово финансиране от Австралия.

192) По-нататък се разглежда влиянието на помощта върху конкурентите. Конкурентите, които предоставят или улесняват предоставянето на капиталово финансиране в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP, включват бизнес ангели, собственици на рисков капитал, брокери, алтернативни системи за търговия на акции и дялове, както и основните фондови борси — AIM и LSE.

193) В сравнение с финансирането от бизнес ангелите, Investbx, от една страна, улеснява достъпа до по-големи суми за финансиране, а от друга страна, изисква по-голяма степен на оповестяване и независими проучвания, отколкото бизнес ангелите. Макар че някои мрежи от бизнес ангели или обединени инвеститори могат да предложат същите суми за финансиране, конкуренцията им с Investbx в такъв случай ще е доста ограничена, защото те ще предложат капиталите на по-ниска цена от Investbx, тъй като не изискват същото ниво на проучвания и оповестяване. Освен това бизнес ангелите дори могат да спечелят от мярката, като инвестират чрез Investbx. Комисията получи само положителни коментари от средите на бизнес ангелите.

194) Частните фондове за рисков капитал, както е посочено по-горе, се насочват основно към по-големи сделки. Investbx ще подпомогне растежа на МСП, което впоследствие може да се поеме от фондовете за рисков капитал или други инвеститори на по-зрелите установени пазари. Известна конкуренция с тези фондове, които предлагат по-малки суми за инвестиране, не може да бъде изключена. Комисията получи само положителни коментари от представители на сектора на рисковия капитал като Catapult Venture Managers Ltd. и Advantage Growth Fund. Тъй като основата характеристика на Investbx е набирането на капитали за МСП от инвеститори и то функционира като платформа за търговия на акции и дялове, самото то не предоставя финансиране на търгуваните на него предприятия. Следователно то се конкурира в много малка степен с фондовете за рисков капитал.

195) От страна на брокерите Комисията получи критични коментари от JP Jenkins, което твърди, че Investbx ще се превърне в негов пряк конкурент, който се ползва от конкурентното предимство на предоставената държавната помощ, а това води до нарушаване на конкуренцията и по-слаба позиция за JP Jenkins. По този въпрос Комисията отбелязва заявлението на органите на Обединеното кралство, че JP Jenkins използва различен бизнес модел от този на Investbx. JP Jenkins Stockbrokers е брокер, предлагащ единствено оперативно обслужване, но не и инвестиционни консултантски услуги, и маркетмейкър, който среща търговци на нелиствани и некотирани ценни книжа на извънборсовия пазар. Освен това, за този пазар няма регулаторни задължения. Следователно, заявява Обединеното кралство, JP Jenkins не изпълнява функцията на набиране на средства за МСП, която е основна цел на Investbx. Същият аргумент е в сила и по отношение на

дейността на други брокери, предлагащ единствено оперативно обслужване. Що се отнася до обвиненията на JP Jenkins, при всички случаи през м. юни 2006 г., преди да премахне възможността за търсене по региони на своя уебсайт, JP Jenkins е търгувало 157 предприятия, от които само четири са били от Уест Мидландс. Следователно Комисията счита, че евентуалният ефект на Investbx върху JP Jenkins да бъде най-малкото силно ограничен.

196) Investbx има намерение да навлезе на пазара на платформите за търговия на акции и дялове и капиталово финансиране на предприятия, които не могат да се котират на основните фондови борси в Обединеното кралство. LSE не се счита за потенциален конкурент на Investbx, тъй като търгуваните на двата пазара предприятия ще се различават по размер и по други характеристики, изисквани от LSE. По-специално, за да бъдат листвани на LSE, предприятията трябва да отговарят на определени критерии, като 25 % от акциите им да са публично притежание, да се търгуват от поне 3 години и да имат работен капитал поне за следващите 12 месеца или определена минимална пазарна капитализация. Освен това, AIM е по-неподходящ за набиране на капитал под 2 милиона GBP, тъй като директните разходи за набирането му представляват средно 20—26 % от набраната сума. Той не предлага същите услуги на МСП, както Investbx. Следователно МСП, търсещи инвестиции от 2 милиона GBP, не се стимулират да използват AIM.

197) Съществуващите алтернативни системи за търговия на акции и дялове, като Ofex и The Share Centre, могат също да предоставят първично и вторично търгуване на акциите на МСП. Що се отнася до конкурентната ситуация на пазара като цяло, влиянието на Investbx ще бъде ограничено само до един регион на Обединеното кралство. Освен това, в този регион предлагането и посредничеството за набиране на капитал са по-слабо развити, отколкото в Обединеното кралство като цяло. Що се отнася до евентуалната конкуренция, по-специално с Ofex, Комисията припомня, че понастоящем само 5 % от търгуваните на Ofex филми са разположени в Уест Мидландс. От този регион само 10 предприятия са били допуснати на Ofex между 2000 г. и 2005 г. От листваните понастоящем предприятия само 2 са допуснати след 2003 г. Ofex действа на територията на цялата страна, а се стреми и към навлизане в международната търговия. Не е изключено да използва усъвършенстваната си платформа за търгуване на по-големи количества акции на по-големи предприятия, които са котирани и на други места. Освен това, както се твърди от органите на Обединеното кралство, през шестте години от 2000 г. до 2005 г. на Ofex са набрани 3,5 милиона GBP първично финансиране за 5 предприятия от Уест Мидландс. За същото време на Ofex са набрани над 43,3 милиона GBP първично финансиране в обхвата от 0,5 до 2 милиона GBP за 39 предприятия от Обединеното кралство. Следователно нарушаването на конкуренцията в смисъл на обем на първичното финансиране и брой МСП от Уест Мидландс, които евентуално ще се прехвърлят от Ofex на Investbx, е много ограничено.

198) Комисията счита, че няма да има никакво нарушаване на конкуренцията, ако Investbx не успее и не набере никакъв капитал и/или не търгува никакви МСП. В такъв случай мярката ще се окаже неефективна, но не и нарушаваща конкуренцията.

199) На ниво МСП, в които се инвестира чрез Investbx, нарушаването на конкуренцията е също така ограничено. Предимството за тях се ограничава до региона на Уест Мидландс и до подобрения достъп до финансови услуги чрез обединяването им, които иначе се предлагат при пазарни условия, както и до набирането на капитали от местни инвеститори, за които те все пак трябва да платят 6 % върху набраната сума. Освен това достъпът до Investbx е отворен за МСП от Уест Мидландс, които изпълняват определените условия за оповестяване и представяне на независими проучвания. Накрая частният инвеститор ще реши кое МСП има най-добър бизнес план и ще инвестира в него.

#### 6.3.5.2. *Други нарушения на конкуренцията*

200) Що се отнася до другите нарушения на конкуренцията, изложени в точка 5.3.2 от Насоките за рисковия капитал, Комисията разглежда дали мярката не води до създаване на съществена пазарна мощ на целевите МСП, дали няма да поддържа изкуствено платежоспособността на неефективни предприятия или сектори, дали няма да създаде ситуация на свръхпредлагане на рисков капитал и дали помощта няма да създаде неефективно разпределение на производството между регионите.

201) Както бе заявено в оценката за наличност на помощта на ниво МСП, целевите МСП ще получават рисков капитал от частни инвеститори, без какъвто и да било елемент на помощ. Единственото им предимство се състои в получаването на услуги, които иначе са им недостъпни на пазара. От самия характер на предимството е ясно, че то не може да доведе до създаване на пазарна мощ. По същия начин частният характер на инвестиционните решения ще гарантира, че мярката няма да доведе до изкуствено поддържане на платежоспособността на неефективни предприятия или сектори или до промяна на разпределението на производството между регионите.

#### 6.3.5.3. *Други фактори, ограничаващи нарушаващия ефект върху конкуренцията*

202) Комисията счита, че помощта от 3 милиона GBP за Investbx може да наруши конкуренцията, но съществуват няколко аспекта, които ограничават щетите, които могат да бъдат причинени на конкурентите. Мярката е ограничена до размера на отпусканата помощ и от географски и времеви параметри.

203) На първо място, помощта за Investbx е стриктно ограничена до 3 милиона GBP. Размерът на тази помощ няма да бъде увеличаван и се ограничава до необходимото за покриване на евентуалните загуби в първоначалната фаза на развитие на Investbx.

204) На второ място, то предлага услугите си на МСП само от региона на Уест Мидландс, докато другите пазари, като Ofex, предлагат услугите си на цялото Обединеното кралство и в чужбина. Затова всеки евентуален нарушаващ ефект ще бъде ограничен до малка част от пазарите на установените оператори.

205) На трето място, помощта е времево ограничена в рамките на пет години. След този период AWM или ще продаде акциите на Investbx на частни инвеститори чрез недискриминационна и открита тръжна процедура, или ще закрие Investbx, а с това и евентуалното нарушаване ще бъде премахнато. В случай на продажба остатъкът от първоначалните безвъзмездни средства ще бъде върнат на AWM. Въпреки че Investbx не покрива само началната инвестиция, а и разходите през първите пет години, Комисията счита, че тази сума е необходима. Тъй като очакваният брой нови МСП, навлизащи на пазара на Investbx, е ограничен, разумно е да се предположи, че икономии от мащаба може да се получат и Investbx ще излезе на нула едва когато броят на търгуваните МСП стигне до определено ниво след няколко години.

206) В допълнителните си коментари, Ofex изказва опасенията си, че след петгодишния период съществува риск да не може да се намери купувач за Investbx, така че допуснатите до неговата платформа предприятия ще изгубят канала си за търговия и техните акционери няма да имат възможност да търгуват акциите си и ще бъдат „блокирани“. Органите на Обединеното кралство потвърдиха, че в случай на евентуално закриване на Investbx The Share Centre се задължава да продължи поддържането на платформата, която се използва от Investbx, и МСП ще могат да продължат да я ползват при същите условия, както и на Investbx. Акционерите, обратно на твърденията на Ofex, ще имат възможност да продължат да търгуват акциите си и няма да бъдат „блокирани“.

207) На четвърто място, мярката засяга само МСП в етап на разрастване. Целта на мярката е да бъдат привлечени повече МСП на капиталовия пазар, които преди това не са участвали в него, и с това да се създадат нови инвестиционни възможности. Освен това органите на Обединеното кралство се задължават да ограничат размера на операциите до максимум 2 милиона GBP годишно, докато на установените платформи за търговия тази официална горна граница не съществува.

208) И най-накрая, нарушаването на конкуренцията се ограничава от подбора на основния доставчик на услуги в една недискриминационна процедура. Подадени са били само три оферти, сред които една от Ofex. Изборът на доставчик на услуги за Investbx е бил извършен въз основа на общи за всички участници в търга критерии. Офертата на The Share Centre е била по-добра според качествените критерии и по отношение на цената.

209) „Функцията на стълбичка“ на Investbx по отношение на кандидатите за инвестиции, които ще станат подходящи за участие на по-зрелите установени пазари на един по-късен етап от развитието си, ще е от полза за МСП. Ограничаването на размера на операциите до 2 милиона GBP ще подсили тази функция на стълбичка.

210) Проектът вече привлича широк интерес, тъй като би могъл да бъде използван занапред за решаване на евентуални местни пазарни неефективности в други региони на Европейските общности, както това е посочено в коментарите на CEBRE и Regione Emilia-Romagna. Той може да се окаже една интересна и икономически целесъобразна възможност за стимулиране на пазара на рисков капитал и за подкрепа на МСП.

211) На ниво инвеститори в целевите МСП, Комисията счита, че частните инвеститори не са изтласкани в резултат на мярката за помощ, напротив, Investbx ще даде повече възможности на частните инвеститори, като подобри достъпа им до информация за МСП. Освен това помощта е насочена повече към широката публика, отколкото към институционалните инвеститори.

212) Независимо от това, не е изключено Investbx да привлече поне част от предприятията, които в противен случай биха потърсили инвестиции на другите пазари. Но този ефект ще бъде времево ограничен до максимум пет години и географски до региона на Уест Мидландс, където непреодоленият пазарна неефективност показва, че наличният потенциал на региона не се обслужва задоволително от другите пазари.

213) Комисията счита, че общите отрицателни ефекти на помощта, съгласно точка 5.3 от Насоките за рисковия капитал, са ограничени.

6.3.6. *Реакция на Комисията на критичните коментари на трети страни*

214) По-нататък Комисията резюмира аргументите си, които не подкрепят критичните коментари на трети страни.

215) Що се отнася до фрагментацията на ликвидността, Investbx ограничава услугите си до МСП от Уест Мидландс, които търсят капитал в размер от 0,5 до 2 милиона GBP. В този специфичен сегмент то може да привлече само една много малка част от кандидатите за инвестиции, които използват пазарите. Що се отнася до инвеститорите, то ще привлече само онези, които се интересуват от инвестиране в Уест Мидландс. Следователно евентуалната опасност от фрагментиране на ликвидността на съществуващите пазари е много ограничена. От друга страна, Investbx ще допринесе за увеличаване на ликвидността чрез съсредоточаването на организираните търгове на няколко вида ценни книжа и операции, болшинството от които в противен случай биха били търгувани поотделно.

216) Investbx ще спазва регулаторните изисквания и изискванията за оповестяване, приложими към една алтернативна система за търговия. То ще се наблюдава от The Share Centre, регулирано от FSA предприятие, както е обяснено в описанието.

217) Що се отнася до предполагаемото нарушаване на конкуренцията, поставящо в неизгодно положение JP Jenkins, Комисията отбелязва, че JP Jenkins има различен бизнес модел. JP Jenkins търгува нелиствани предприятия или такива, които са изведени от листите на Ofex, AIM или LSE. То е брокер, предлагащ единствено оперативно обслужване, но не и инвестиционни консултантски услуги и маркетмейкър. Според Обединеното кралство, докато JP Jenkins може да покаже двупосочна цена за всяка търгувана компания, то не е длъжно в действителност да има тези акции за продажба или покупка, а само се опитва да срещне купувачи и продавачи. Във всеки случай, според неговия уебсайт, JP Jenkins е търгувало през м. юни 2006 г. само 4 предприятия от Уест Мидландс измежду общо търгуваните 157 предприятия. Следователно Комисията счита, че евентуалният ефект на Investbx върху JP Jenkins е силно ограничен.

218) Що се отнася до твърдението на Ofex, че Комисията основава предварителната си оценка на информация, която е непълна, остаряла и неотговаряща на реалностите на капиталовия пазар в Обединеното кралство, Комисията отбелязва, че основава оценката си на най-новите налични данни и изследвания, и по-точно на Доклада на BVCA за инвестиционната дейност за 2003 г., 2004 г. и 2005 г., Проучването на BVCA за резултатите от дейността на частния дялов и рисков капитал през 2003 г., 2004 г. и 2005 г., на докладите на Министерството на финансите на НВ и на други източници, цитирани в решението. Нито Ofex, нито други заинтересовани страни са представили противоречащи им или по-нови изследвания и данни.

219) Ofex претендира, че няма доказателства за недостига на информация за МСП за това как да получат капиталово финансиране, за невъзможността на предприятия от Уест Мидландс с жизнеспособни бизнес планове да набират капитал и за липсващата на инвеститорите информация за кандидатите за инвестиции. Докладът на Deloitte „Подобряване на достъпа до финансиране на малките и средни предприятия“ ([42]), установи чрез интервюиране на акционери, че общите знания и осведоменост за възможностите за финансиране на МСП са незадоволителни. Интервютата разкриха, че слабата готовност за инвестиране е основна бариера пред достъпа до финансиране в регион Уест Мидландс. Готовността за инвестиране включва бизнес отношението към финансирането, качеството на бизнес документите и общата пригодност за инвестиране на даден проект. На второ място, органите на Обединеното кралство са провели проучване, което показва, че поне 10 МСП от Уест Мидландс биха могли да се включват на Investbx всяка година. Освен това, те представят заявления на инвеститори в рисков капитал, че много МСП с жизнеспособни бизнес планове са били отхвърлени от фондовете за рисков капитал, а те биха били подходящи за Investbx. На трето място, представените изследвания сочат липсата на надеждна информация за инвеститорите като една от причините за съществуващия пазарна неефективност. ([43])

([42]) Deloitte & Touche: „Подобряване на достъпа до финансиране на малките и средни предприятия“ (2002 г.) (Deloitte & Touche: „*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*“ (2002)).

([43]) Deloitte & Touche: *Access to Finance: Opportunities and Constraints for Business Development and Growth in the West Midlands*; (2002), p. 36 and 39; ECOTEC: *Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand* (2004), p. 16—18.

220) Що се отнася до съмненията за търговската необходимост от Investbx, Комисията отбелязва, че Обединеното кралство е представило резултатите от проучване, проведено през 2003 г. сред 21 професионални консултантски фирми, които са били запитани колко според тях предприятия годишно могат да се очакват на Investbx. В отговорите си 13 от 20 предприятия посочват, че те биха очаквали да се появят между една и шест предприятия годишно. Като се има предвид, че проучването не обхваща всички консултанти, работещи в Уест Мидландс, Комисията приема, че предвиждането за между пет и дванадесет предприятия, които да се включват в Investbx на година, може да се счита за консервативно. Освен това, в друго проучване, проведено през 2003 г. сред представители на местните бизнес среди, 88 % от 41 отговорили мислят, че установените капиталови пазари не посрещат нуждите от финансиране на МСП. В същото проучване 68 % смятат, че Ofex се използва слабо като източник на капитали за МСП. Въпреки че Ofex твърди, че се е преструктурирала в сравнение с 2003 г. и е назначила регионален мениджър, през 2004 г. и 2005 г. само по една нова предприятие от Уест Мидландс е била листвана на Ofex. Разминаването между потенциалното търсене и степента на задоволяването му от страна на Ofex и другите установени пазари показва, че има необходимост от Investbx.

221) Ofex твърди, че регулацията пречи на Investbx да предоставя повече информация за бизнес перспективите на кандидатите за инвестиции, отколко е налична на Ofex и AIM. Независимо от това твърдение, според органите на Обединеното кралство Investbx има право и ще направи достъпни за инвеститорите независимите пазарни проучвания за МСП, които в момента не са предварително условие за присъединяване към установените пазари. По отношение на инвеститорската защита властите на Обединеното кралство заявиха, че като представител на регулираното от FSA предприятие The Share Centre, Investbx ще е подчинено на изискванията на Закона за финансовите услуги и пазари от 2000 г., а The Share Centre ще гарантира, че Investbx прилага съответните най-добри практики, изложени в Кодекса на бизнес практиките на FSA.

222) Що се отнася до разходите за операциите, органите на Обединеното кралство твърдят, че Investbx ще осигури предоставянето на проучвания и услуги по представянето на средно значително по-ниски цени, като в допълнение елиминира маржа на маркетмейкъра между цени купува и цени продава.

223) Ако след пет години Investbx не е икономически жизнеспособно и не може да бъде продадено, то ще бъде закрито. Предприятията, които ще бъдат листвани на него по това време обаче могат да бъдат поети от The Share Centre, което ще гарантира на инвеститорите и кандидатите за инвестиции едно сигурно продължение на търговията на платформа със същите цени и други условия, предложени в процедурата по избора на доставчик на услуги за Investbx. Тази договореност е постигната, за да се предпазят

предприятията от опасенията им за „блокиране“ на инвестициите към края на петгодишния период на подкрепа.

224) Що се отнася до твърденията, че една тръжна система е по-неподходяща за търгуване на акции и дялове на МСП, Комисията отбелязва, че и двете системи имат своите предимства. Докато системата на маркетмейкъра предлага възможност за търгуване по всяко време, тръжната система елиминира разликата в цената. Освен това органите на Обединеното кралство са заявили, че Investbx ще се стреми да привлече инвеститори с дългосрочна перспектива, които придават по-малко значение на възможността акциите им да се търгуват ежедневно. Във всеки случай не Комисията трябва да определи коя система е по-подходяща. Комисията само отбелязва, че Investbx може да допринесе за смекчаване на пазарната неефективност.

225) Ofex твърди, че функцията на стълбичка напълно се покрива от Ofex, AIM и LSE. Комисията отбелязва, че Investbx се опитва да изгради първото стъпало на стълбата, водеща МСП от Уест Мидландс към AIM. От списъка с предприятия, преминали от Ofex към AIM през последните три години, който Ofex е представила, само една предприятие е от Уест Мидландс. Като се има предвид, че AIM е бързо развиващ се пазар, Комисията приема, че във всички случаи ще има място за Investbx, която да допълни усилията на Ofex за привличане на нови предприятия на AIM.

226) Независимо от това, Комисията отчита риска целите на Investbx, било то за набиране на капитали за МСП или стремежът му да стане първа стъпка към по-зрелите капиталови пазари, да не се реализират. Този риск е в естеството на всеки пилотен проект. Той е причина частните инвеститори да не желаят да инвестират в проекта, както и за наложителността на стимулиращата помощ на държавата.

227) Ofex има право, че помощта не е преобладаващо насочена за покриване на разходите за експерти на МСП кандидати за финансиране, а за началните разходи на Investbx. Кандидатите за инвестиции ще получат финансиране от частните инвеститори при пазарни условия. Помощта е насочена просто към пазара, който ще спомогне за повишаване на ефективността на каналите за финансиране.

228) Що се отнася до стимулиращия ефект, помощта дава възможност за създаване на една алтернативна регионална система за търговия и пазар с допълнителни услуги, която също така създава един нов канал за предаване на свързана с инвестициите информация между инвеститорите и МСП кандидати за инвестиции. По този начин помощта стимулира появата на Investbx и стремежа му да преодолее пазарната неефективност.

229) […] (*).

230) Що се отнася до опасението на Ofex, че Investbx ще измести частните инвестиции от съществуващите и потенциалните пазари за търговия на акции и дялове, Комисията не изключва тази възможност в ограничен вариант, но припомня, че дейността на Investbx се ограничава до МСП от Уест Мидландс, които търсят финансиране в размер до 2 милиона GBP. Другите известни на Комисията пазари са много слабо активни в този сегмент. По-специално Ofex листва само 7 предприятия от Уест Мидландс измежду своите 180 котирани предприятия. Ако Investbx не успее, това означава, че оборотът му ще бъде недостатъчен за реализиране на печалба и то едва ли ще може да повлияе на положението на конкурентите си, по какъвто и да било начин. От друга страна, ако Investbx успее, AWM ще я продадат след пет години на частни инвеститори чрез открит търг и с това ще бъдат привлечени повече частни инвестиции на пазара на този вид финансови услуги. Във всеки случай, остава за частните инвеститори да преценят кой вид пазар предлага по-добри услуги, кой е по-иновационен и кой предлага по-голяма възвръщаемост на инвестициите им. От друга страна, вярно е, че през първите пет години Investbx няма да плаща дивиденти на обществения инвеститор. Investbx ще събира такива такси за своите услуги през първите пет години, че да излезе на нула през този период. Независимо от това, с оглед на продажбата му, крайната му цел е да се развие в едно печелившо предприятие, което трябва да генерира печалба, след като бъде продадено. Ofex твърди, че Investbx може да попречи на иновациите на финансовия пазар. Но според начина си на оперираме, самата Investbx представлява една сериозна иновация. Всъщност, тя е комбинация от няколко иновационни елемента.

### 6.4. **Равносметка и заключение**

231) Комисията признава, че създаването на Investbx е мярка, насочена към елиминирането на една пазарна неефективност, която ще има стимулиращ ефект върху набирането на дялов капитал за МСП.

232) Комисията счита, че помощта в размер на 3 милиона GBP за Investbx е пропорционална. Съществуват няколко аспекта, които ограничават вредния ефект за конкурентите. Мярката е ограничена географски, времево и според целевите кандидати за инвестиции.

233) Въз основа на горните съображения Комисията стигна до заключението, че помощта допринася за преодоляване на една пазарна неефективност и дава възможност за създаване на една регионална платформа за търговия на капитал, която ще улесни капиталовото финансиране на МСП, като не въздейства неблагоприятно върху условията за търговия в такава степен, че това да е против общия интерес. Следователно помощта за Investbx е съвместима с изискванията на общия пазар според Насоките за рисковия капитал.

(*) поверителна информация.

### 6.5. **Натрупване**

234) Органите на Обединеното кралство дават гаранция, че няма има натрупване на безвъзмездните средства за Investbx натрупване с други държавни помощи на ниво Investbx. Що се отнася до помощта за целевите МСП, предимствата, които те могат да получат от тази мярка, се изразяват в достъп до услугите на Investbx, които те в противен случай или няма да получат, или няма да ги получат при същите условия. Дяловият капитал, който те ще получат само от частни източници, не съдържа никакви елементи на помощ. Елементът на помощ не се съдържа в капиталовата инвестиция, поради което разпоредбите на раздел 6 от Насоките за рисковия капитал, които забраняват натрупването на подпомаган рисков капитал с други мерки за помощ, не се отнасят до МСП, използващи Investbx.

## 7. **МОНИТОРИНГ**

235) Като се има предвид иновационния характер, сложността и потенциала за прилагане на мярката в други региони на Европейските общности за решаване на проблема с пазарната неефективност на регионално ниво, Комисията желае да извърши мониторинг на ефектите и успеха на мярката Investbx. Органите на Обединеното кралство следва да представят годишен доклад за изпълнението на тази мярка, за броя МСП, за които е набран капитал, и за обема капитал, набран за всяко МСП, така че Комисията да може да прецени дали мярката наистина адекватно решава проблема с пазарната неефективност под 2 милиона GBP. За да може да прецени ефекта върху предлагането, органите на Обединеното кралство също следва да докладват за обема, набран инвестиционен капитал по видове инвеститори. За да бъде измерена рентабилността на мярката и да се проследи използването на държавните средства, органите на Обединеното кралство също така следва да представят годишните финансови отчети на Investbx. В края на петата година от основаването на Investbx органите на Обединеното кралство да информират Комисията дали Investbx е продадено успешно на частни инвеститори чрез публична тръжна процедура, или е закрито.

ПРИЕ НАСТОЯЩОТО РЕШЕНИЕ:

*Член 1*

Помощта, която Обединеното кралство планира да приложи под формата на безвъзмездни средства от 3 милиона GBP за Investbx, е съвместима с общия пазар по смисъла на член 87, параграф 3, буква в) от Договора.

Прилагането на помощта е съответно разрешено.

*Член 2*

Обединеното кралство следва да представя годишен доклад за прилагането на помощта, включващ следните елементи:

— брой МСП, за които е набран капитал,

— обем на капитала, набран за всяко МСП,

— обем на набрания инвестиционен капитал по видове инвеститори и

— финансови отчети.

В края на петата година от основаването на Investbx Обединеното кралство следва да информира Комисията дали Investbx е продадено успешно на частни инвеститори чрез публична открита и недискриминационна тръжна процедура, или е закрито.

*Член 3*

Адресат на настоящото решение е Обединено кралство Великобритания и Северна Ирландия.

Съставено в Брюксел на 20 декември 2006 година.

*За Комисията*

Neelie KROES

*Член на Комисията*