II

(Retsakter vedtaget i henhold til traktaterne om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab/Euratom, hvis offentliggørelse ikke er obligatorisk)

AFGØRELSER OG BESLUTNINGER

KOMMISSIONEN

KOMMISSIONENS BESLUTNING

af 20. december 2006

om støtte til »Investbx« C 36/2005 som Det Forenede Kongerige påtænker at yde

(meddelt under nummer K(2006) 5808)

(Kun den engelske udgave er autentisk)

(EØS-relevant tekst)

(2008/126/EF)

KOMMISSIONEN FOR DE EUROPÆISKE FÆLLESSKABER HAR —

under henvisning til traktaten om oprettelse af Det Europæiske Fællesskab, særlig artikel 88, stk. 2, første afsnit,

under henvisning til aftalen om Det Europæiske Økonomiske Samarbejdsområde, særlig artikel 62, stk. 1, litra a),

efter at have opfordret interesserede parter til at fremsætte deres bemærkninger i overensstemmelse med disse artikler ([1]), og under hensyntagen til disse bemærkninger, og

ud fra følgende betragtninger:

1. SAGSFORLØB

(1) Ved brev af 26. juli 2005, der registreredes i Kommissionen 28. juli 2005, anmeldte Det Forenede Kongerige over for Kommissionen ovennævnte støtteforanstaltning i medfør af EF-traktatens artikel 88, stk. 3.

(2) Kommissionen anmodede om yderligere oplysninger den 19. august 2005, hvorefter der afholdtes et møde med repræsentanter for Det Forenede Kongerige og Kommissionen den 8. september 2005. På mødet fremlagde de britiske repræsentanter supplerende oplysninger.

(3) Den 26. september 2005 modtog Kommissionen en klage fra virksomheden PLUS Markets Group plc (tidligere Ofex Holdings plc) (i det følgende benævnt »Ofex«).

(4) Ved brev af 20. oktober 2005 underrettede Kommissionen Det Forenede Kongerige om sin beslutning om at indlede proceduren efter EF-traktatens artikel 88, stk. 2, vedrørende ovennævnte foranstaltning.

(5) Ved brev af 11. november 2005 fremsendte Kommissionen sin beslutning om at indlede proceduren efter EF-traktatens artikel 88, stk. 2, til den interesserede part Ofex.

(6) Kommissionens beslutning om at indlede proceduren blev offentliggjort i *Den Europæiske Unions Tidende* ([2]). Kommissionen opfordrede interesserede parter til at fremsætte deres bemærkninger.

(7) Ved brev af 21. november 2005, der blev registreret i Kommissionen samme dag, fremsatte Det Forenede Kongerige sin reaktion på Kommissionens beslutning om at indlede proceduren.

(8) Kommissionen har modtaget bemærkninger fra 20 interesserede parter:

(a) fra The Share Centre ved brev af 10. november 2005, der registreredes i Kommissionen den 23. november 2005,

([1]) EFT C 288 af 19.11.2005, s. 13.

([2]) Jf. fodnote 1.

(b) fra Ofex ved brev af 25. november 2005, der registreredes i Kommissionen den samme dag, og ved brev af 15. december 2005, der registreredes i Kommissionen den efterfølgende dag,

(c) fra Mazars ved brev af 24. november 2005, der registreredes i Kommissionen den 5. december 2005,

(d) fra Sir Albert Bore ved brev af 30. november 2005, der registreredes i Kommissionen den 6. december 2005,

(e) fra Quoted Companies Alliance ved brev af 16. december 2005, der registreredes i Kommissionen den samme dag,

(f) fra Hembury Associates Ltd. ved brev af 16. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 19. december 2005,

(g) fra Hamilton Pratt ved brev af 13. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 19. december 2005,

(h) fra Regione Emilia-Romagna ved brev af 15. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 20. december 2005,

(i) fra JP Jenkins ved brev af 13. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 20. december 2005,

(j) fra Aston Science Park ved brev af 14. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 22. december 2005,

(k) fra Robert Huggins Associates ved brev af 13. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 22. december 2005,

(l) fra Catapult Venture Managers ved brev af 12. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 22. december 2005,

(m) fra EEF West Midlands ved brev af 14. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 23. december 2005,

(n) fra Ofex ved brev af 19. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 23. december 2005,

(o) fra CEBRE ved brev af 16. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 23. december 2005,

(p) fra West Midlands Business Council ved brev af 22. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 3. januar 2006,

(q) fra Birmingham Forward ved brev af 19. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 3. januar 2006,

(r) fra Confederation of West Midlands Chambers of Commerce ved brev af 20. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 3. januar 2006,

(s) fra Advantage Growth Fund ved brev af 5. januar 2006, der registreredes i Kommissionen den 10. januar 2006,

(t) fra University of Warwick ved brev af 16. december 2005, der registreredes i Kommissionen den 16. januar 2006.

(9) Repræsentanterne for Ofex forklarede deres holdning på et møde med Kommissionen den 16. december 2005.

(10) Ved brev af 22. december 2005, 13. januar 2006 og 19. januar 2006 videresendte Kommissionen disse bemærkninger fra interesserede parter til Det Forenede Kongerige med anmodning om eventuelle kommentarer.

(11) De britiske myndigheder fremlagde deres forklaringer på deres møde med Kommissionen den 30. januar 2006. Kommissionen anmodede om yderligere oplysninger.

(12) Disse oplysninger samt Det Forenede Kongeriges kommentarer til bemærkningerne fra interesserede parter blev modtaget ved brev af 3. februar 2006, der registreredes i Kommissionen den samme dag, og brev af 7. februar, der registreredes i Kommissionen den 10. februar 2006.

(13) Kommissionen anmodede Det Forenede Kongerige om yderligere oplysninger ved brev af 15. februar 2006 og 6. april 2006. Det Forenede Kongerige fremsendte disse oplysninger ved breve af henholdsvis 2. marts 2006, der registreredes i Kommissionen den efterfølgende dag, og af 7. april 2006, der registreredes i Kommissionen den 12. april 2006.

(14) Det Forenede Kongerige fremsendte yderligere oplysninger ved brev af 3. maj 2006, der registreredes i Kommissionen den 11. maj 2006.

(15) Ved e-mail og brev af 25. maj 2006 med samme indhold, der registreredes i Kommissionen henholdsvis den 29. og 30. maj 2006, hævdede Ofex, at Advantage West Midlands (i det følgende benævnt »AWM«) var i færd med at træffe forberedende foranstaltninger i forhold til Investbx, og anmodede Kommissionen om at udsætte vedtagelsen af beslutningen, indtil Ofex var i stand til at tilvejebringe yderligere oplysninger. Ved e-mail af 31. maj 2006, der registreredes den samme dag, anmodede Ofex om at blive holdt underrettet, inden beslutningen blev vedtaget, og om at modtage beslutningen før dens offentliggørelse. Ved e-mail af 9. juni 2006, der registreredes i Kommissionen den samme dag, og ved brev af 9. juni 2006, der registreredes i Kommissionen den 13. juni 2006, gentog Ofex sin anmodning om udsættelse af beslutningens vedtagelse.

(16) Ved to e-mails af 4. juli 2006, der registreredes i Kommissionen den 6. juli 2006, fremsendte Det Forenede Kongerige yderligere oplysninger til Kommissionen.

(17) Ved e-mail af 12. maj 2006, der registreredes i Kommissionen den 13. maj 2006, meddelte Ofex Kommissionen, at Investbx' websted var tilgængeligt for offentligheden.

(18) Ved brev af 26. juli 2006, der registreredes i Kommissionen den 1. august 2006, hævdede Angelbourse at udgøre en handelsfacilitet for mindre virksomheder, og at Investbx udgør unfair konkurrence. Dette brev blev modtaget mere end syv måneder efter, at interesserede parters frist for at fremsætte bemærkninger var udløbet, og indeholdt ingen dokumentation for påstandene, hvorfor Kommissionen ikke har taget brevet i betragtning.

(19) Ved e-mails af 3. august 2006, der registreredes i Kommissionen den samme dag, oplyste Ofex Kommissionen om Angelbourse's eksistens og aktiviteter.

(20) Ved brev af 7. august 2006 anmodede Kommissionen de britiske myndigheder om yderligere oplysninger.

(21) Ved e-mails af 23. oktober 2005, der registreredes i Kommissionen den samme dag, fremsendte de britiske myndigheder deres svar på Kommissionens anmodning.

2. DETALJERET BESKRIVELSE AF FORANSTALTNINGEN

(22) På grundlag af de oplysninger, som Det Forenede Kongerige har tilvejebragt, beskriver Kommissionen kort den anmeldte foranstaltning som følger.

2.1. Investbx' formål

(23) Foranstaltningen har først og fremmest til formål at skabe mulighed for små og mellemstore virksomheder ([3]) i ekspansionsfasen ([4]) (i det følgende benævnt »SMV«) i regionen West Midlands i Det Forenede Kongerige for at rejse finansiering til dækning af egenkapitalgabet ([5]). Foranstaltningen skal bringe SMV, tjenesteudbydere og investorer sammen for at gøre det lettere for virksomhederne at rejse kapital via en praktisk form for udveksling og/eller udstedelse af nye aktier. Investbx skal også forestå og lette udbuddet af tjenesteydelser for SMV til markedspris, så deres evne til at rejse kapital forbedres.

(24) Foranstaltningen har til formål at opveje et markedssvigt i tilvejebringelsen af egenkapitalfinansiering, der beløber sig til mellem 0,5 mio. GBP og 2,0 mio. GBP for SMV i regionen West Midlands. De britiske myndigheder erklærede, at loftet for kapitaltilvejebringelsen bliver 2 mio. GBP årligt i løbet af den indledende femårsperiode, så foranstaltningen indsnævres til bekæmpelse af markedssvigt i forbindelse med SMV's kapitaltilvejebringelse. De er imidlertid bekymrede for, at markedssvigtet vil ændre sig over tid, da investeringer i privat egenkapital i større og større grad tiltrækkes af større projekter. CBI-rapporten ([6]) anslår markedssvigtet til mellem 0,25 mio. GBP og 3 mio. GBP. De britiske myndigheder mener derfor, at et loft på 2 mio. GBP kan inddæmme Investbx-projektets mulighed for succes over tid, ved at visse SMV, som måtte have behov for et højere investeringsniveau, udelukkes. Hvis dette bliver tilfældet, vil AWM indsamle dokumentation herfor og anmelde en ændring af foranstaltningen til Kommissionen med anmodning om forhøjelse af loftet.

(25) Hensigten med Investbx er at bygge bro mellem private investorer, herunder business angels og risikokapitalinvestorer, som tilbydes en yderligere exit-mulighed, og mere veletablerede markeder. Investbx skal forberede de investeringsmodtagende virksomheder til notering på de mere veletablerede markeder, navnlig *Alternative Investment Market* (i det følgende benævnt »AIM«) og *London Stock Exchange* (i det følgende benævnt »LSE«).

2.2. Retsgrundlaget for foranstaltningen

(26) Foranstaltningens retsgrundlag er afsnit 5 i den regionale lov, *Development Agencies Act 1998* ([7]).

2.3. Budget og varighed

(27) Den offentlige myndighed, *West Midlands Regional Development Agency*, (»AWM«), skal yde finansiering til Investbx for indtil 3 mio. GBP over et tidsrum på højst fem år. Beløbet kan reduceres og/eller tidsrummet afkortes, hvis projektet bliver selvfinansierende. Investbx skal anvende støtten til dækning af dets investeringer og andre opstartsomkostninger, der ikke vil kunne dækkes af afkastet af forretningsaktiviteterne. Investbx skal anvende støtten i henhold til en finansieringsplan, hvor et stigende antal SMV forudses at vil blive betjent af Investbx over den indledende femårsperiode (i alt 47 ved udgangen af femårsperioden), ligesom det forudses, at der vil blive genereret et stigende afkast og mindre brug af støtten til kompensering for tab, indtil Investbx balancerer senest efter fem år.

([3]) Definitionen er i overensstemmelse med Kommissions henstilling af 6. maj 2003 om definitionen af mikrovirksomheder, små og mellemstore virksomheder (EUT L 124 af 20.5.2003, s. 36).

([4]) SMV i ekspansionsfasen defineres i punkt 2.2.(h) i Retningslinjerne for risikokapital (EF-retningslinjer for statsstøtte til fremme af risikokapitalinvesteringer i små og mellemstore virksomheder, EUT C 194 af 18.8.2006, s. 2).

([5]) Egenkapitalgabet henviser til investeringer i egenkapital i størrelsesordenen fra 0,5 mio. til 2 mio. GBP.

([6]) Rapport fra den britiske industrisammenslutning: Confederation of British Industry: »Improving access to finance — Enabling the enterprise revolution« (juli 2006).

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

(28) Prognoserne indebærer, at en del af støtten tjener som reserve. Efter femårsperioden skal Investbx tilbagebetale de resterende ubenyttede midler til AWM, hvorefter AWM enten sælger aktier i Investbx på markedet gennem et åbent ikke-diskriminerende offentligt udbud eller lukker Investbx ned.

2.4. **Støttemodtagere**

(29) Den direkte støttemodtager under foranstaltningen er Investbx. Investbx modtager indtil 3 mio. GBP i form af tilskud fra AWM. Eventuelle overskud i Investbx geninvesteres i Investbx til fordel for den regionale økonomi, hvilket stemmer overens med AWM's formål. AWM vil opretholde en stærk indflydelse på Investbx.

(30) Investbx vil få form af et aktieselskab. Denne status giver Investbx mulighed for at indgå aftaler på egne vegne. Når Investbx udgør en separat enhed i forhold til AWM, bliver det lettere eventuelt at afhænde selskabet i fremtiden. Hvis Investbx får succes, bliver selskabet solgt og overgår til den private sektor. På det tidspunkt vil eventuelt udestående midler fra det oprindelige tilskud blive tilbageført til AWM.

(31) Investbx vil få en daglig ledelse på 6 til 8 personer, der får ansvaret for forretningsplanens gennemførelse. Bestyrelsen kommer til at bestå af fagfolk fra West Midlands der udnævnes specifikt på grundlag af deres viden om og erfaringer fra arbejde med SMV og målgruppeinvestorerne.

2.5. **Det nuværende marked i Det Forenede Kongerige**

(32) I henhold til de britiske myndigheder er det traditionelle marked for køb og salg af aktier i Det Forenede Kongerige domineret af LSE, der først og fremmest beskæftiger sig med handel med større aktier på verdensmarkedet. SMV udelukkes mere og mere, da de mest omsatte værdipapirer (»blue-chip«) foretrækkes i stigende grad.

(33) Efter de britiske myndigheders udsagn søgte LSE i 1995 at råde bod herfor med indførelsen af AIM. AIM fungerer som et sekundært marked med nye og mindre virksomheder som målgruppe. For at blive medlem kræves der her ingen tidligere handelsresultater, ingen nedre grænse for aktiver eller udbytte, intet mindsteniveau for kapitaldækning og intet mindsteantal aktier i frit omløb.

(34) I henhold til de britiske myndigheder findes der uden for LSE og AIM's platforme handelsfaciliteten Ofex, som den britiske myndighed for finansielle tjenesteydelser, Financial Service Authority (i det følgende »FSA«), fører tilsyn med. Ofex har til formål at opstille et mere omkostningseffektivt og mindre reguleret alternativ til AIM.

(35) Der findes en række tjenesteudbydere i Det Forenede Kongerige, som handler med unoterede aktier eller rejser egenkapital, som f.eks. The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins eller Investor Champions.

(36) På trods af disse udviklinger hævder de britiske myndigheder, at der fortsat er et langsigtet markedssvigt i forhold til egenkapitalinvesteringer i SMV, der er beliggende i regioner uden for det sydøstlige England, såsom West Midlands. West Midlands kan fremvise nogle af de laveste niveauer for børsnoterede selskaber, og laveste samlede markedskapitalisering findes også her. AWM forespurgte Ofex om, hvorvidt Ofex kunne opveje markedssvigtet i regionen West Midlands, da AWM i så fald ville afstå fra at gennemføre Investbx-projektet. Ofex reagerede ikke på denne henvendelse.

2.6. **Investbx' aktiviteter og prisfastsættelse**

(37) I henhold til de britiske myndigheder udgør Investbx en fuldstændig ny foranstaltning uden nogen form for præcedens. Traditionelle fonde for risikovillig kapital sigter på at øge udbuddet af egenkapital, hvorimod Investbx i stedet har til hensigt at effektivisere den måde, som oplysningerne om de investeringsmodtagende virksomheder formidles på. Investbx skal kickstarte etableringen af et effektivt lokalt egenkapitalmarked ved at sætte virksomheder i forbindelse med investorer og give dem bæredygtige, simple, omkostningseffektive løsninger på kapitalrejsningsvanskelighederne og udgøre et udstillingsvindue for deres aktiviteter. Denne handelsfacilitet bliver forskellig fra traditionelle aktiemarkeder (navnlig LSE og det dertil hørende AIM) og fra Ofex, da den skal drives gennem et synligt online elektronisk auktionsmarked, der matcher købere og sælgere til en bestemt pris, og hvor investeringen sker gennem en online execution-only platform. Til forskel fra de almindelige aktiemarkeder kan sådanne online auktioner kun blive gennemført et par gange om måneden. Samtidigt vil Investbx fremelske et mere langsigtet syn på investering med vægt på hovedformålet, som er at rejse kapital for SMV i nærområdet snarere end muligheden for at kunne handle ofte, som det er tilfældet på de eksisterende markeder, der er baseret i London. Investbx vil derfor få tre særskilte roller: tilvejebringelse af finansiering eller primær finansiering, samling af støtteydelser for SMV og etablering af en sekundær auktionsbaseret handelsplatform for aktier, når først de er optaget til omsætning.

(38) Selskaber, der ønsker at rejse finansiering til dækning af deres egenkapitalgab, vil få støtte fra lokalt baserede økonomiske og juridiske rådgivere og fra Investbx' eget eksperthold i West Midlands.

(39) Handelsplatformen bliver tilgængelig på Investbx' hjemmeside (www.investbx.com), som også kommer til at indehold en række integrerede tjenesteydelser, som vil være tilgængelige online 24 timer i døgnet, 7 dage om ugen, og være specielt udformet efter SMV's behov, hvad enten de er noterede eller ej.

(40) Investbx skal ikke stille midler til rådighed for SMV. Investbx skal heller ikke stille midler eller sikkerhed direkte til rådighed for investorer eller investeringsmodtagende virksomheder. Al egenkapitalfinansiering vil blive tilvejebragt fra investorer på markedet til de private målgruppevirksomheder for investeringerne. Investbx skal derfor kun fungere som formidler af transaktionerne mellem de private markedsaktører.

2.6.1. *Tilvejebringelse af kapital*

(41) Investbx skal bistå SMV, når de søger at rejse kapital. Investbx skal markedsføre egnede SMV i regionen over for investeringsrådgivere, der søger efter SMV i investeringsøjemed. Tilvejebringelse af finansiering, også kaldet primærfinansiering, vil skulle bestå i salg af målgruppe SMV's nyudstedte aktier med støtte fra Investbx, direkte til interesserede investorer. De britiske myndigheder har erklæret, at loftet for kapitaltilvejebringelsen bliver 2 mio. GBP årligt pr. SMV i løbet af den indledende femårsperiode.

(42) I henhold til de konsulenter, der bistår SMV med at rejse kapital, og som er blevet rådspurgt under hele forløbet med udformningen af Investbx-projektet, er der et potentiale i West Midlands for finansiering af mere end ti SMV årligt på det grundlag, der er udformet for Investbx. Det er i finansieringsplanen fastlagt, at Investbx i løbet af de første fem år skal rejse mindst 70 mio. GBP for mindst 47 virksomheder.

(43) SMV vil skulle betale et gebyr på 6 % af den rejste kapital. Gebyret er fastsat på grundlag af finansieringsmodellen på en måde, der skulle sætte Investbx i stand til at kunne balancere allerede inden de fem år, som tilskudsaftalen løber over. Gebyret er også anslået gennem benchmarking i forhold til eksisterende case studies inden for tilvejebringelse af kapital. Dette viste, at 6 % er mere, end hvad nogle andre operatører har behov for. De britiske myndigheder bemærker imidlertid også, at en sådan benchmarkingøvelse kun er af begrænset værdi, da der ikke findes noget egentligt sammenligningsgrundlag, da Investbx er enestående i sin udformning. Investbx bliver forskellig fra alle andre eksisterende udbydere af kapitaltilvejebringelsesydelser i West Midlands. Det anslås derfor, at Investbx bliver i stand til at opkræve et gebyr på 6 %, dvs. mindst det samme gebyr, som eksisterende virksomhedsrådgivere opkræver.

2.6.2. *Samling af støtteydelser for SMV*

(44) I henhold til de britiske myndigheder vil Investbx samle forskellige tjenesteudbydere, der skal bistå SMV under kapitalrejsningsforløbet samt i den periode, hvor deres aktier bliver handlet. Investbx stiller en transaktionskoordinator til rådighed for hver SMV, der beslutter at rejse kapital gennem Investbx. En sikker dokumentdelingsfunktion på Investbx' webside skal indeholde samtlige de dokumentmodeller, som SMV får brug for under hele forløbet, når de rejser kapital og tilslutter sig handelsplatformen. Modellerne er udarbejdet sammen med lokale fagfolk, og har undergået en forenkling, så de er særligt velegnede for SMV og omkostningseffektive.

(45) Enhver SMV, der søger at rejse kapital gennem Investbx, undergår en vurdering af Investbx. Det kommer til at omfatte vurdering af investortiltrækningspotentiellet for primær finansiering, og af om vurderingen bragte elementer frem i lyset, som ville kunne tale imod optagelse til omsætning. Efter en positiv vurdering vil Investbx-holdet kontakte investorer og partnersyndikater ([8]), som kan bestå af flere investorer, der måtte ønske at investere i nyudstedelsen.

(46) Under hele forløbet, hvor der søges rejst kapital, vil Investbx tilvejebringe ydelser, som udliciteres inden for markedsundersøgelse og -føring til markedspris. Investbx ajourfører en liste over uafhængige rådgivere inden for finans, jura, regnskab, skatter og afgifter samt uafhængige forskningsudbydere, som har den nødvendige erfaring og autorisation fra det offentlige, så SMV på listen kan vælge de tjenesteydelser, de har brug for, når de skal rejse kapital.

(47) Alle SMV, der tilmelder sig Investbx, får uafhængig forskning offentliggjort. Investbx opstiller på sit websted en præsentation af hver SMV, der bliver tilgængelig for alle potentielle investorer eller finansrådgivere, og præsentationen kommer til at indeholde et resumé af optagelsesdokumentet, optagelsesdokumentet i sin fulde ordlyd og uafhængig forskning. Den uafhængige forskning skal indeholde detaljerede og tilbundsgående såvel kvantitative som kvalitative oplysninger om virksomheden. Denne type forskning er kun sjældent til rådighed for andre end lederne af institutionelle investeringsfonde. Sådanne oplysninger forberedes sædvanligvis kun for større aktieandele og er kun tilgængelig for institutionelle investorer. Forskningen skal også indeholde detaljerede bemærkninger om hvert enkelt forretningsområde.

(48) SMV skal betale for honorarer til de konsulenter, der bistår dem med tilmeldingen til Investbx. De enkelte honorarer bliver til markedspris og opkræves af de operatører på det private marked, som ikke modtager finansielle fordele gennem Investbx.

2.6.3. *Sekundær handel*

(49) Investbx stiller også en online sekundær auktionsbaseret handelsplatform til rådighed. Platformen får til formål at skabe en smule aktielikviditet for virksomhederne efter, at der er rejst kapital på primærmarkedet, og de er optaget til omsætning på Investbx.

([8]) Partnersyndikater er en gruppe af investorer, som går sammen om at investere i et selskab.

(50) Et ordredrevet marked er afhængigt af, at ejerne af aktier i en SMV registrerer, at de gerne vil sælge en del af deres aktiebeholdning, og opgiver den pris, de vil acceptere for dem. Købere, der er interesseret i SMV-aktier, kan også registrere deres interesse sammen med den pris, de er villige til at betale for aktierne.

(51) Såvel købere som sælgere kan se alle bud på og udbud af aktier i SMV på Investbx' websted 24 timer i døgnet, 7 dage om ugen, og kan ændre deres ordrer indtil en time før, auktionen skal finde sted. Auktionerne finder sted med den regelmæssighed, som virksomheden har bestemt på grundlag af den interesse, der har vist sig for handelen med virksomhedens aktier, eventuelt ugentligt eller månedligt. Dette vil i henhold til de britiske myndigheder tilskynde til en mere langsigtet tilgang til investering i SMV, da det ikke er muligt at købe og sælge aktier øjeblikkeligt.

(52) I det auktionsbaserede system sælges aktierne direkte mellem de enkelte investorer ved at matche købere og sælgere til en bestemt pris. Derved fjernes prisstillermargenen, som er differencen mellem buddet og udbudspriserne i det traditionelle buddrevne prisstillersystem (LSE, AIM og Ofex er etablerede prisstillerbaserede markeder som forklaret nedenfor, i det følgende benævnt »etablerede markeder«). Denne difference er typisk større for aktier, der handles mindre ofte og for mindre beløb. I henhold til de britiske myndigheder tegnede Ofex sig for den største margendifference på indtil 75 %, og den gennemsnitlige aktieprisdifference på de seks virksomheder fra West Midlands, der handles på Ofex over de foregående tolv måneder forud for september 2006 var 16 %.

(53) Investbx udliciterer de dyre og komplekse funktioner, der er forbundet med regulering og handel med et foretagende, der er godkendt af FSA. Et sådant foretagende, The Share Centre, er udnævnt som foretrukket tilbudsgiver i forbindelse med denne rolle efter en ikke-diskriminerende udvælgelsesforløb offentliggjort i *Den Europæiske Unions Tidende*. The Share Centre's rolle omfatter: FSA-godkendelse og overholdelse af de dertil knyttede kriterier, tilvejebringelse af det online-produkt, der skal anvendes i børsmæglingen, ydelser som afregningsagent (opkrævning af beløb fra de investorer, der tegner nyudstedte aktier), administration af ordningen for medarbejderaktier, tilvejebringelse af handelsfaciliteten samt tilrettelæggelse og gennemførelse af de regelmæssige auktioner.

(54) De britiske myndigheder har bekræftet, at de gebyrer, som Investbx opkræver hos såvel investerings-SMV som investorer vedrørende ydelserne i tilknytning til sekundærhandelen, bliver lig den markedspris, som The Share Centre opkræver fra enkeltvirksomheder. Investbx får en rabatordning med The Share Centre.

2.7. **Indirekte støttemodtagere**

(55) Al Investbx' primær- og sekundærhandel vil blive udført med aktører fra det private marked, investorer såvel som investerings-SMV, som kun indirekte drager fordel af foranstaltningen.

2.7.1. *Investorer*

(56) I betragtning af tendensen til, at institutionelle investorer i højere grad investerer i større mængder, mener de britiske myndigheder, at sådanne investorer ikke vil være interesserede i at benytte Investbx. Investbx forventer derfor at rejse kapital hovedsageligt fra individuelle private investorer, herunder privatpersoner med større likvid formue. Investbx' målgruppe vil især, men ikke udelukkende være investorer fra regionen West Midlands, da de britiske myndigheder mener, at investorerne her vil være mere tilbøjelige til at investere i SMV etableret i West Midlands.

(57) Investorerne vil blive kontaktet direkte af Investbx eller gennem mellemmænd eller partnersyndikater. Under alle omstændigheder vil ingen investorer, uanset om hvor de måtte være fra, eller om de er institutionelle eller individuelle private investorer, blive holdt uden for eller stillet dårligere ved at benytte Investbx.

(58) Individuelle private investorer vil kunne deltage i primærfinansieringen under hele forløbet, hvor der søges rejst kapital, og få adgang til præsentationen og uafhængig forskning om de virksomheder, der kan investeres i. I henhold til de britiske myndigheder er det normalt kun institutionelle investorer, der har adgang til sådanne oplysninger. Samtlige investorer vil kunne anmode om nyudstedte aktier direkte online eller via finansielle mellemmænd.

2.7.2. *Investerings-SMV*

(59) Kun SMV fra West Midlands med bæredygtige forretningsplaner og mindst to års erfaring med at rejse »ekspansionskapital« ([9]) er berettiget til at benytte Investbx. Investbx kan undtagelsesvis godtage SMV, der ikke har to års handelserfaring, hvis den pågældende SMV har været genstand for investering fra en ventureinvestor i udviklingen af produkterne eller tjenesteydelserne. De britiske myndigheder har bekræftet, at SMV ikke vil kunne rejse mere end 2 mio. GBP årligt, og at de begrænses til ekspansionskapitalfasen som omhandlet i punkt 2.2, litra h), i EF-retningslinjerne for statsstøtte til fremme af risikokapitalinvesteringer i små og mellemstore virksomheder (i det følgende benævnt »Retningslinjerne for risikokapital«) ([10]).

([9]) Som omhandlet i EF-retningslinjerne for statsstøtte til fremme af risikokapitalinvesteringer i små og mellemstore virksomheder, EFT C 194 af 18.8.2006, s. 2.

([10]) EUT C 194 af 18.8.2006, s. 2.

(60) Med henblik på investorbeskyttelsen skal de virksomheder, der tilslutter sig Investbx, opfylde en række administrations- og oplysningskrav i overensstemmelse med FSA-bestemmelserne.

2.8. **Procedure for udvælgelse af tjenesteudbyderen under foranstaltningen**

(61) Investbx' centrale tjenesteudbyder, The Share Centre, er udvalgt efter et ikke-diskriminerende udbudsforløb offentliggjort i *Den Europæiske Unions Tidende* ([11]). Tre virksomheder indgav formelle bud: Ofex, Univits og The Share Centre. Et panel bestående af tre uafhængige ekspertkonsulenter og tre interne bedømmere fra AWM foretog en gennemgang af buddene med udgangspunkt i 18 udvælgelseskriterier. På basis af disse kriterier nåede Univits det laveste antal point. Bedste tilbudsgiver, The Share Centre, og andenbedste tilbudsgiver, Ofex, blev indkaldt til en samtale. The Share Centre opnåede betydelige bedre resultater end Ofex i gennemgangen, og blev i henhold til de britiske myndigheder derfor udvalgt som den foretrukne tilbudsgiver.

(62) På grund af projektets tekniske kompleksitet og markedsoperatørens afgørende rolle for projektets vellykkede udfald, blev en yderligere uafhængig vurdering af begge finalister givet i opdrag, og denne vurdering førte også til The Share Centre som den foretrukne tilbudsgiver.

(63) I henhold til de britiske myndigheder fik alle tilbudsgivere besked om beslutningen i februar 2004. Ofex ønskede årsagen til den manglende udvælgelse oplyst og fik oplysning herom. Efterfølgende blev der ikke indgivet nogen formel klage eller retlig indsigelse.

2.9. **Sammenligning Investbx/Ofex**

(64) På grundlag af de oplysninger, som de britiske myndigheder har tilvejebragt, og som ikke er blevet bestredet i bemærkningerne fra de interesserede parter, kan der drages følgende sammenligning mellem Investbx og Ofex:

INVESTBX	OFEX
Geografisk forretningsområde	
Kun SMV fra West Midlands	Nationalt og internationalt
Etableret i West Midlands med en stab på 6-8 medarbejdere	1 forretningsudviklingschef, som fra basen i London dækker alle 9 regioner i Det Forenede Kongerige
Målmarked	
Kun SMV i ekspansionsfasen	Virksomheder i alle størrelser
Indtil 2 mio. GBP årligt	Ingen øvre grænse
Udbudte tjenester	
Vigtigste formål er at rejse primærkapital for SMV	Handel på primær- og sekundærmarkedet. Mæglere/børshandlere rejser kapital
Tilvejebringelse af uafhængig forskning en forudsætning for tilslutning	Ingen krav
Ordredrevet handelsplatform, regelmæssige auktioner, der matcher købere og sælgere til en bestemt pris	Prisstillersystem, tidstro handel med en købspris og en anden pris, hvortil der sælges, hvorved aktieprisspredningen dannes
Administrativ kontekst	
Investbx bliver udpeget som repræsentant for The Share Centre, der opererer et alternativt handelssystem	Ofex er p.t. et alternativt handelssystem direkte godkendt af FSA

3. **BEGRUNDELSE FOR INDLEDNING AF PROCEDUREN**

(65) I sin beslutning om at indlede proceduren fastslår Kommissionen, at der er tale om støtte til Investbx. Kommissionen bekendtgør endvidere, at den nærmere vil undersøge mulig støtte til investorer og SMV.

(66) I beslutningen meddeler Kommissionen, at selv om formålet med foranstaltningen er at dække SMV's behov for finansiering af egenkapital, falder foranstaltningen ikke ind under anvendelsesområdet for meddelelsen om risikovillig kapital ([12]). Da Investbx ikke stiller venturekapital til rådighed for SMV, kan den ikke anses for at være en venturekapitalfond. Foranstaltningen sigter på at opstille infrastrukturerne for en handelsfacilitet for investorer såvel som for SMV. Tilskuddet til Investbx opfylder ikke kriterierne for støtte under retningslinjerne for statsstøtte med regionalt sigte. Andre statsstøtteforordninger, -rammebestemmelser eller -retningslinjer finder heller ikke anvendelse. Kommissionen angiver derfor i sin beslutning om at indlede proceduren, at vurderingen af støtten til Investbx kan tage direkte udgangspunkt i EF-traktatens artikel 87, stk. 3, litra c). Der skal derfor foreligge en situation med et velafgrænset markedssvigt, støtteforanstaltningen skal været rettet mod netop dette markedssvigt, og konkurrencefordrejningen og virkningen for samhandelen må stå i forhold til den fælles interesse.

([11]) EUT S 206 af 25.10.2003, nr. 186003.

([12]) EFT C 235 af 21.8.2001, s. 3.

(67) I sin beslutning om at indlede proceduren giver Kommissionen udtryk for sin tvivl med hensyn til foreneligheden af foranstaltningen, navnlig hvorvidt det markedssvigt i området mellem 0,5 mio. GBP og 2 mio. GBP, der blev fastsat i Kommissionens beslutning om iværksætterkapitalfondsordningen ([13]), fortsat er gyldig for Det Forenede Kongerige og navnlig for regionen West Midlands.

(68) Endelig ønsker Kommissionen at se nærmere for forskellene mellem Investbx og det traditionelle marked, navnlig Ofex. Kommissionen bekendtgør, at den vil undersøge alle former for konkurrence med LSE, AIM og Ofex samt med aktører inden for gældsfinansiering. Formålet er at efterprøve, hvorvidt konkurrencefordrejningerne og virkningerne for samhandelen begrænses til at sikre, at støtteforanstaltningen ikke strider mod den fælles interesse.

(69) Først efter at have overvejet bemærkninger fra tredjemand kunne Kommissionen afgøre, hvorvidt den foranstaltning, som Det Forenede Kongerige havde foreslået, er rettet med et velafgrænset markedssvigt, og hvorvidt den påvirker konkurrencen og samhandelsvilkårene i et omfang, at det strider mod den fælles interesse.

4. BEMÆRKNINGER FRA INTERESSEREDE PARTER

(70) Kommissionen modtog bemærkninger fra tyve interesserede parter i medfør af Rådets forordning (EF) nr. 659/1999 ([14]). Sytten af disse tyve interesserede parter støttede Investbx-foranstaltningen. Der blev også medtaget støtte fra virksomheder, erhvervsliv og venturekapitalister, erhvervssammenslutninger, universiteter og akademiske eksperter samt børsmæglere i West Midlands-regionen og fra en anden europæisk region. Bortset fra Ofex indgav også JP Jenkins Stockbrokers og Quoted Companies Alliance kritiske bemærkninger til Investbx-foranstaltningen.

4.1. Støttende bemærkninger

(71) Flertallet af de sytten positive bemærkninger bekræftede, at der foreligger en situation med markedssvigt for tilvejebringelse af egenkapital i størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP, med en part, der mente, at markedssvigtet gælder helt op til 3 mio. GBP. Markedssvigtet hævdes at være til stede på såvel udbuds- som efterspørgselssiden og kan ikke løses hverken med business angels, der stiller mindre beløb til rådighed, eller ved private venturekapitalfonde, som fokuserer på større handler, eller ved etablerede markeder som AIM eller Ofex, som hævdes at fokusere på London- og South-East-regionerne uden at være interesseret i at udvikle et lokalt marked i West Midlands. De SMV, der benytter sig af de eksisterende platforme, lider under den spinkle interesse fra investorernes side, som skulle være forårsaget af det forholdsvis beskedne transaktionsvolumen og dermed lavere forskningsmæssig dækning af SMV. Flere parter mener, at Investbx er nyttig og nødvendig for at rette op på markedssvigtet og danne bro over mod de mere veletablerede markeder. På grund af exit-muligheden kan der stimuleres interesse blandt business angel-investorer.

(72) Flere parter bekræfter på ny behovet for et lokalt marked, der kan koncentrere på det markedssvigt, der er skabt af større operatører, og nyde godt af den lokale viden, sagkundskab og personlige netværk. Nogle parter nævner, at statsstøtte er nødvendig, da rent privat tilvejebringelse af egenkapital ikke fungerer på lokalt plan. Et case study fremsendt af University of Warwick belyser en situation, hvor en SMV måtte ty til det australske marked for at rejse egenkapital til sin vækst på grund af finansieringsgabet i West Midlands og de store omkostninger, der er forbundet med deltagelse på de nuværende markeder. Det hævdes, at eftersom det ikke er økonomisk bæredygtigt for investorerne regelmæssigt at besøge andre regioner for at finde handler og holde sig orienteret, vil Investbx forbedre muligheden for at rejse kapital først og fremmest fra lokale investorer, navnlig fra privatpersoner med større likvid formue. Investbx omtales som en innovativ, omkostningseffektiv struktur, der har mulighed for at understøtte SMV's konkurrenceevne og forbedre forholdene i West Midlands efter en række økonomiske nedture, bl.a. MG Rover's sammenbrud.

(73) Parter fra andre medlemsstater udtrykker deres støtte til Investbx og mener, at det vil tjene som et pilotprojekt, som andre EU-regioner kan lære en del af.

4.2. Kritiske bemærkninger

(74) Quoted Companies Alliance (i det følgende benævnt »QCA«) hævder, at en lokal fondsbørs vil trække likviditet fra andre markeder, og QCA »*kan slet ikke se, hvordan en lokal fondsbørs kan efterleve [de omfattende børsregler] uden enorme tilskud fra skatteyderne*«.

(75) JP Jenkins, en uafhængig execution-only børsmægler specialiseret i aktiematchhandler, hævder, at Investbx bliver en direkte konkurrent, og at statsstøtten vil fordreje konkurrencen og skade JP Jenkins' stilling.

(76) Jamie Whitehorn, direktør for Ofex, mener, at de britiske myndigheders påvisning af årsagerne til og selve tilstedeværelsen af et eventuelt markedssvigt i størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP er såvel ukorrekt som ubevist.

([13]) Kommissionens beslutning 2005/1144/EF, EUT L 91 af 29.3.2006, s. 16.

([14]) Rådets forordning (EF) nr. 659/1999 af 22. marts 1999 om fastlæggelse af regler for anvendelsen af EF-traktatens artikel 93, EFT L 83 af 27.3.1999, s. 1.

Med hensyn til de ufuldkomne oplysninger på både udbud - og efterspørgselssiden mener han, at der ikke er noget bevis for det første for mangel på oplysninger til SMV om, hvordan man skaffer sig adgang til egenkapitalfinansiering, for det andet for fejlslagne forsøg på at rejse egenkapital hos Ofex eller AIM for West Midlandsvirksomhederne med bæredygtige forretningsplaner, og for det tredje for investorernes mangel på »*hensigtsmæssige og pålidelige oplysninger om potentielle virksomheder, der kan investeres i*«.

(77) I henhold til Ofex og QCA kan SMV, der søger at rejse egenkapital, få hjælp fra Ofex, AIM, JP Jenkins Limited, mæglernetværk og investormailinglister. Endvidere vil der kunne rejse egenkapital gennem det register over »*kvalificerede investorer*«, som FSA fører.

(78) Ofex gav udtryk for sin bekymring over, at nogle af de oplysninger, som lå til grund for Kommissionens foreløbige vurdering, er ufuldstændige, forældede og/eller uoverensstemmende med den måde, som de britiske kapitalmarkeder fungerer på i praksis.

(79) Ofex mener, at de undersøgelser, som de britiske myndigheder fremhæver i forbindelse med iværksætterkapitalfonde, og som Kommissionen henviser til, er forældede, for så vidt angår de tjenester, som Ofex tilbyder. Ofex-markedet har gennem de seneste to år gennemgået en omfattende forbedring. Dette kommer til udtryk i det stigende antal SMV, der blev optaget til omsætning på Ofex i 2005 sammenholdt med 2004, alle med henblik på at rejse kapital under de 2 mio. GBP.

(80) Selv hvis det antages, at der foreligger markedssvigt, hævder Ofex, at Investbx ikke vil løse de underliggende problemer. Investbx vil ikke være i stand til at rette op på oplysningsunderskuddet, da Investbx på grund af de administrative regler ikke vil kunne levere flere oplysninger end dem, der allerede er tilgængelige hos Ofex eller AIM. Transaktionsomkostninger, dvs. gebyrer og kontrolomkostninger, er de samme på alle markeder, og Ofex- og AIM-gebyrerne udgør kun en lille andel af de overordnede omkostninger ved at rejse egenkapital.

(81) Endvidere mener Ofex, at foranstaltningen ikke er et velegnet instrument, da en eventuel nedlukning inden for fem år vil betyde, at handelsplatformen forsvinder ligesom kontakten mellem SMV og aktionærerne. Investorerne risikerer således at blive fastlåst med deraf følgende usikkerhed hen imod udgangen af femårsperioden.

(82) Ofex hævder tillige, at der er begrænsninger for et auktionsbaseret system, der gør det mindre egnet til handel i sammenligning med prisstillersystemer. For det første kræves der et dobbelt sammenfald mellem sælger og køber på et givet tidspunkt, hvis salget skal gennemføres. For det andet vil et sådant system ikke skabe en tilstrækkelig ordredybde, der på pålidelig vis kan oplyse investorerne om aktieprisen. I prisstillersystemer kan handler derimod gennemføres på et hvilket som helst tidspunkt.

(83) Ofex hævder, at eskalatorfunktionen er fuldstændigt dækket ind af Ofex, AIM og LSE. I henhold til Ofex vil det tilsigtede mål med at løse det formodede markedssvigt for SMV enten ikke blive nået, eller/og der findes allerede en række konkurrencedygtige alternativer på markedet, som tilbyder sammenlignelige metoder til at rejse egenkapital.

(84) Desuden fremfører Ofex, at den påtænkte statsstøtte snarere er rettet mod Investbx' driftsudgifter end SMV's forretningsudgifter. Den påtænkte støtte er således heller ikke til fordel for investorer, der eventuelt vil investere i SMV, eller for SMV, der søger at rejse kapital, men derimod til fordel for det investeringsredskab, Investbx, som foranstaltningen opererer gennem. Ofex mener, at det er vigtigt at bemærke, at det påtænkte instrument netop ikke opererer gennem en mekanisme, der anerkendes i meddelelsen om risikovillig kapital.

(85) Ofex er af den opfattelse, at den påtænkte støtteforanstaltning ikke vil have den tilsigtede tilskyndelsesvirkning. Hvis virksomheder søger at rejse kapital og mener, at dette bedst sker gennem en facilitet, hvor deres aktier kan handles, findes der allerede markeder for dette. Virksomheder i Midlands har allerede draget fordel af sådanne faciliteter.

(86) Med henvisning til det britisk finansministeriums rapport, »*Bridging the Finance Gap*« (december 2003), hævder Ofex, at investorerne ikke påvirkes af geografisk beliggenhed, men af selve forretningstilbuddet.

(87) Ofex mener, at småinvestorer allerede har adgang til og tegner nyudstedte aktier i SMV. I betragtning af det antal virksomheder, der rejser kapital gennem Ofex under grænsen på 2 mio. GBP, vil Investbx snarere komme til at konkurrere direkte med end supplere Ofex. Ofex er endvidere bekymret for, at Investbx risikerer at »fortrænge« andre tjenesteudbydere som følge af ydelsen af statsstøtte til Investbx, navnlig ved at afholde andre mulige investorer fra at tilvejebring yderligere kapital til andre eksisterende eller potentielle aktiemarkeder. Ofex hævder, at dette skyldes, at statsstøtten gør, at Investbx ikke behøver at give afkast, hvorfor Investbx kan føre en indtjeningspolitik, der kun dækker de ekstraomkostninger, der ikke dækkes af statsstøtten. Konkurrenterne (som Ofex) finansieres derimod af private investorer, der forventer et finansielt afkast, og sådanne konkurrenter er derfor nødt til at opnå en tilstrækkelig margin for at give afkast. Desangående hævdes det, at Investbx faktisk kan virke hæmmende på innovation på finansmarkederne. En platform på grundlag af statsstøtte, og som ikke er profitdrevet, vil ikke som påstået have samme kommercielle behov for at forbedre sine tjenesteydelser eller indføre nye tjenesteydelser til fordel for kunderne.

(88) Ofex hævder kort sagt, at den påtænkte støtteforanstaltning ikke kan anses for at være i den fælles interesse.

5. BEMÆRKNINGER FRA DET FORENEDE KONGERIGE

5.1. Bemærkninger til beslutningen om at indlede proceduren

(89) I deres bemærkninger til beslutningen om at indlede proceduren anfører de britiske myndigheder, at hele grundlaget for Investbx netop er det vidt anerkendte markedssvigt for tilvejebringelse af egenkapitalfinansiering i størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP i regionen West Midlands. Trods etableringen af en række offentligt støttede venturekapitalfonde er der angiveligt mangel på finansiering til SMV. De britiske myndigheder bemærker, at al tilgængelig dokumentation viser, at markedssvigtet ikke vil blive løst af den private sektor, hvorfor den eneste mulighed for at løse problemet er at stimulere markedet med det offentliges indgriben.

(90) For at rette op på markedssvigtet er det hensigten, at Investbx skal være en regional katalysator, der kan bringe SMV og investorer sammen via en online aktiebørs i tilknytning til en række andre supplerende tjenesteydelser for SMV, der ønsker at rejse kapital. Så vidt de britiske myndigheder er orienteret, findes der ikke andre steder i Fællesskabet en markedsspiller som Investbx. Investbx er et innovativ og enestående pilotprojekt, som kan vise sig at være en fordel for samtlige regioner overalt i Fællesskabet, der kan observere Investbx' indsats for at korrigere markedssvigtet og vurdere, hvorvidt en online regional aktiebørs af denne art er levedygtig og nyttig for regionaløkonomierne.

(91) De britiske myndigheder oplyser, at AWM gennem offentligt udbud offentliggjort i *Den Europæiske Unions Tidende* udvalgte The Share Centre til at drive Investbx. Det nævnes endvidere, at Ofex støttede projektet både før og umiddelbart efter, at Ofex ikke selv vandt kontrakten om driften af Investbx. De britiske myndigheder oplyser yderligere, at udvælgelsesproceduren forløb objektivt, og at procedurens retfærdighed ikke på noget tidspunkt var blevet betvivlet.

(92) De britiske myndigheder mener, at Investbx vil tiltrække en ny slags investor, og at Investbx som sådan ikke vil være i konkurrence med Ofex om investeringsmidler. Investbx skal drives som et springbræt til det mere veletablerede marked i stedet for som en konkurrent.

(93) De britiske myndigheder erklærer, at de forbedrede tjenester for investorerne som nævnt i beslutningen om at indlede proceduren ikke findes for øjeblikket. Som en følge heraf vil der ikke kunne blive tale om konkurrencefordrejning. De britiske myndigheder oplyser, at Investbx vil gøre nyudstedelse af aktier tilgængelige for offentligheden, hvilket ikke er tilfældet på de mere veletablerede markeder, hvor nyudstedelser traditionelt gøres tilgængelig for et mindre antal institutioner.

(94) De britiske myndigheder bekræfter, at Investbx får en dobbelt rolle (ved sine funktioner som et vidtrækkende diskussionsforum og ved sine handelsaktiviteter), som ingen anden udfylder for øjeblikket, hverken Ofex eller nogen anden organisation. Investbx' struktur blev valgt, fordi den sikrer, at AWM kan føre effektiv kontrol med Investbx, og fordi den sikrer, at der ikke lækkes fordele fra midlerne til tredjemand eller sker indtjening fra salget af Investbx, som i sidste ende returneres til AWM, hvis projektet lykkes.

(95) Investbx' forretningsplan anslår, at der kan rejses primærfinansiering for mindst 47 SMV i West Midlands over en periode på fem år, for indtil et mindstebeløb på 70 mio. GBP. Sammenlignet med Ofex konkluderede de britiske myndigheder følgende i deres brev af 21. november 2005:

Nationalt plan

— i løbet af fem år fra 2000 lykkedes det kun Ofex at rejse finansiering til et beløb på 43,3 mio. GBP som primærfinansiering inden for størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP til i alt 39 virksomheder overalt i Det Forenede Kongerige

— når sekundærfinansiering trækkes fra den samlede rejste kapital, rejser Ofex-virksomhederne kun beskedne beløb ved primærudstedelser.

West Midlands

— de 10 West Midlands-virksomheder, der er noteret på Ofex, tegner sig kun for 7 % af det samlede antal virksomheder hos Ofex (november 2005)

— tages kun West Midlands-virksomheder i betragtning, er der hos Ofex rejst et samlet beløb på 12 mio. GBP (primær og sekundær) over en femårsperiode mellem 2001 og 2005, svarende til kun 4,1 % af det samlede beløb, som Ofex har rejst på nationalt plan. En og samme virksomhed tegnede sig for over 50 % af den finansiering, som Ofex har rejst for West Midlands-virksomhederne

— over en femårsperiode siden 2000 har Ofex kun rejst 3,5 mio. GBP i form af primær finansiering for fem

virksomheder i West Midlands. Blandt de 20 virksomheder, der blev optaget til omsætning på Ofex i 2004, er kun en af dem etableret i West Midlands.

(96) I deres brev af 21. november 2005 anfører de britiske myndigheder, at Ofex rejser kapital på nationalt plan i modsætning til Investbx, som sigter på en enkelt region, nemlig West Midlands. Af de mere end 300 000 SMV i West Midlands hævdes det, at kun 57 handles på AIM, 10 på Ofex og mellem 5 og 10 hjælpes hvert år af hver af de større venturekapitalister. De britiske myndigheder er ikke overbeviste om, at Ofex eller en anden tjenesteudbyder har ressourcerne eller specifikke planer om at korrigere markedssvigtet i West Midlands, eller er villig eller interesseret heri. På to særskilte møder er Ofex' ansvarlige blevet opfordret til at fremlægge deres planer for at rette op på markedssvigtet i West Midlands, uden noget resultat. På grundlag af den foreliggende dokumentation konkluderer de britiske myndigheder, at Ofex tidligere ikke har udfyldt den rolle, som Investbx skulle have, og enten kunne eller ville ikke udfylde rollen i fremtiden. De britiske myndigheder konkluderer, at oprettelsen af Investbx ikke på nogen måde vil stille Ofex dårligere. Et af Investbx' vigtigste formål er at agere som en slags »tilvænningsbørs«, hvor virksomheder kan vænne sig til de krav, der stilles til børsnoterede virksomheder, og forberede sig på en efterfølgende overgang til de etablerede markeder.

(97) I henhold til de britiske myndigheder bliver der ikke tale om overførsel af statsstøtte til SMV eller investorer. SMV hyrer konsulenterne direkte og betaler markedspris for konsulenterne ydelser.

(98) De britiske myndigheder erkender, at Investbx er en støttemodtager. Hvis støtten skal anses for at være forenelig, skal der foreligge en situation med et velafgrænset markedssvigt. Det mest alvorlige problem med mangel på egenkapital for de små virksomheder befinder sig i størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP. De britiske myndigheder anfører, at dette er dokumenteret i talrige forskningsarbejder, af Kommissionen i tidligere sager og også i selve retningslinjerne for risikokapital. De britiske myndigheder har ikke fundet belæg for, at vurderingen af markedssvigtet, som på ny bekræftet i Kommissionens beslutning om iværksætterkapitalfonde, ([15]) skulle have ændret sig i mellemtiden. De britiske myndigheder citerer en række erklæringer fremsat af etablerede repræsentanter for erhvervslivet i West Midlands til støtte for, at der er et behov for Investbx. En regionalt baseret venturekapitalist har udtalt, at ud af de 500 til 750 forslag, de modtager årligt, modtager mindre end 1 % finansiering. De fleste af de afviste virksomheder har bæredygtige forretningsplaner, og selv om de ikke egner sig til venturekapitalistens investeringsform, kan de indgå i Investbx. For at understrege at der foreligger en umiskendelig mangel på egenkapital på markedet, henviser de britiske myndigheder til yderligere dokumentation (såsom rapporten fra det britiske Finansministerium, *HM Treasury budget consultation document »Bridging the Finance Gap«*, det britiske formandskabs diskussionsoplæg offentliggjort forud for konferencen om risikokapital og en undersøgelse om SMV tendenser foretaget af den britiske industrisammenslutning: *Confederation of British Industry SME Trends Survey*).

([15]) Sag nr. 2006/250/EF — Det Forenede Kongerige — »Iværksætterkapitalfonde (ECF)«, EUT L 91 af 29.3.2006, s. 16.

(99) Selv om de britiske myndigheder oprindeligt ikke udelukkede transaktioner på indtil 5 mio. GBP på baggrund af et af dem anerkendt markedssvigt på indtil dette beløb, bekræftede de senere i undersøgelsesforløbet, at transaktioner hos Investbx i den indledende fase på fem år ville blive begrænset til 2 mio. GBP om året, og alle transaktioner over 2 mio. GBP ville blive anmeldt til Kommissionen.

(100) Efter de britiske myndigheder opfattelse er den anmeldte støtteforanstaltning rettet mod markedssvigt og går videre end, hvad der traditionelt anvendes af midler for at rette op på denne vanskelighed. Investbx er udformet som et supplement til andre finansieringsudbydere og for at tiltrække en yderligere finansieringskilde til fordel for SMV. De britiske myndigheder mener, at projektets tilskyndelsesvirkning er klar og tydelig, idet Investbx ikke ville blive oprettet uden offentlig indgriben.

(101) De britiske myndigheder mener, at oprettelsen og den indledende finansiering af Investbx ikke vil fordreje konkurrencen, men snarere bidrage til at korrigere et markedssvigt, der ikke forsøges korrigeres for øjeblikket. Selv om det kan fremføres, at en foranstaltning muligvis kan virke konkurrencefordrejende, vil det begrænsede finansieringsbeløb over højst fem år kombineret med det forhold, at Investbx kun får virkning for en enkelt region i Det Forenede Kongerige, betyde, at sådan konkurrencefordrejning mere end opvejes af de mulige fordele for samtlige regioner i hele Fællesskabet. Ved udgangen af femårsperioden skal Investbx være selvbærende, og når virksomheden forhåbentlig bliver solgt, vil indtjeningen derved blive tilbageført til AWM.

(102) De britiske myndigheder mener, at Investbx får en begrænset mulig indvirkning på konkurrenceforholdene og ingen mærkbar virkning for samhandelen, da Investbx kun søger at drive forretning i en eneste af de ni britiske regioner. Investbx får en regional rolle og kan derfor pr. definition ikke fordreje nogen økonomisk aktivitet uden for West Midlands. Hertil kommer, at hvis Investbx får succes, kan lignende projekter i andre dele af Fællesskabet tiltrække den private sektor og ikke kræve offentlig indgriben.

(103) Hvis projektet bliver en succes, og markedssvigt korrigeres, vil dette være en enestående måde at nå målet på, med minimale offentlige udgifter og minimal konkurrencefordrejning. Hvis projektet slår fejl, vil konkurrencen heller ikke have været fordrejet, og det vil så være kendt, at enten var Investbx-modellen ikke brugbar for at løse markeds-

svigtet, eller også var AWM's måde at gennemføre modellen ikke den bedst egnede metode, og alternative fremgangsmåder kan tages betragtning.

5.2. **Kommentarer fra Det Forenede Kongerige til de kritiske parters bemærkninger**

(104) Vedrørende bemærkningerne fra JP Jenkins, skelner de britiske myndigheder skarpt mellem Investbx og nævnte selskab. De anfører, at JP Jenkins Stockbrokers driver forretning på basis af en model, der er fuldstændig forskellig fra Investbx. JP Jenkins Stockbrokers er et execution-only børsmæglerselskab og prisstiller og matcher handler i unoterede værdipapirer uden for børsen. Der findes ingen forpligtende regler for dette marked. Investbx' vigtigst formål er at rejse kapital for SMV, og JP Jenkins Stockbrokers udfylder ikke denne funktion.

(105) De britiske myndigheders kommentarer til bemærkningerne fra QCA og Ofex var følgende.

(106) En omfattende og faktaunderbygget redegørelse for markedssvigt var indeholdt i de britiske myndigheder statsstøtteanmeldelse af 26. juli 2005. De citerer tillige undersøgelser, der påviser det fortsatte markedssvigt, som f.eks.: Finansministeriets rapport, *the HM Treasury, Pre-Budget Report on 5 December 2005*, rapporten fra DTI Small Business Service, *A Mapping study of Venture Capital Provision*, og fra CBI, *Enabling the Enterprise evolution*. West Midlands tæller over 300 000 SMV, og gennemsnitligt gennem de seneste fem år har kun en enkelt West Midlands-virksomhed tilsluttet sig Ofex om året. Selv om der allerede eksisterer et netværk af private investorer, fremgår det på lignende vis af bemærkninger fra interesserede parter, at SMV har behov for et yderligere finansieringsinstrument, der kan gøre det ud for det manglende trin på finansieringstrappen, da skridtet til det etablerede marked er dokumenteret som værende for dyr på deres udviklingsstadium.

(107) De britiske myndigheder erkender, at det er transaktionens samlede overordnede omkostninger, som ofte afholder en SMV fra at rejse kapital på de etablerede markeder. Nogle bemærkninger fra interesserede parter understreger, at de omkostninger, der er forbundet med børsnotering, anses for at være for høje i forhold til den kapital, der rejses. De britiske myndigheders indgriben gør det lettere for lokale branchekonkurrenter at samarbejde om kravene for optagelse til omsætning på et alternativt handelssystem og om udarbejdelsen af standardoplysninger, som kan mindske omkostningerne ved at rejse kapital. De samlede omkostninger vil ikke være nogen hindring for at tilslutte sig Investbx.

(108) I henhold til de britiske myndigheder drejer eksisterende aktieoplysninger sig om aktier på de etablerede markeder, der kan tiltrække institutionelle investorer. Oplysninger udarbejdes vedrørende aktier, som de institutionelle investorer kan være interesseret i, og anvendes derudover af børsmæglerselskabernes salgsfolk for at tiltrække institutionel interesse i aktierne og på denne vis skabe salg. Sådanne oplysninger er imidlertid ikke tilgængelige for individuelle investorer. Hvad mere er, finansieringsinstitutterne er ikke interesseret i mindre virksomheders aktier, da mængden af tilgængelige aktier ikke er stor nok til at danne en betydelig portefølje. Investbx vil derimod tilvejebringe oplysninger om SMV-aktierne, og uafhængig efterforskning vil tillige blive givet i opdrag for SMV til markedspris, så de kan give investor detaljerede oplysninger om virksomheden til støtte for en eventuel investeringsbeslutning.

(109) Som svar på bemærkningen om, at Investbx kommer til at dræne likviditet, anfører de britiske myndigheder, at »*markedsteknologien sandt nok for 25 år siden ikke kunne understøtte forskellige geografiske markeder, da samme akties notering på forskellige markeder blev opfattet som en fragmentering af markedslikviditeten. Med Internettet er der imidlertid nu mulighed for at vende situationen om og kanalisere regionale investorers penge ind i lokale virksomheder til gavn for regionen*«. En West Midlands-børs fragmenterer ikke likviditeten, men tilskynder derimod til en løbende samling af likviditeten, idet et større volumen aktier til en bestemt handelspris kommer i bevægelse på uge- eller månedsbasis.

(110) Som svar til bemærkningen om investorbeskyttelse opstillede de britiske myndigheder de britiske investorbeskyttelsesforanstaltninger, som også finder anvendelse for investorer, der investerer i Investbx. De virksomheder, der tilslutter sig Investbx, skal opfylde en række administrations- og oplysningskrav, som det sig bør for et alternativ handelssystem. Som nævnt ovenfor skal Investbx vil opfylde FSA Investor Protection-forpligtelserne gennem udliciteringen til den erfarne og godkendte facilitet, The Share Centre, som skal overvåge samtlige aspekter af Investbx' drift i denne henseende. The Share Centre er et FSA-reguleret selskab og skal udstikke reglerne for Investbx' drift og sikre, at Investbx anvender bedste praksis som fastlagt i *FSA's Code of Business Practice*. Udover de lovpligtige oplysninger kommer Investbx til at give investorerne langt flere oplysninger om SMV, end hvad der sædvanligvis er tilfældet. Dette falder uden for de lovpligtige oplysningsregler og er et signal om Investbx' innovative tilgang.

(111) Auktionsbaserede systemer er et anerkendt alternativ til buddrevne prisstillersystem og egner sig bedre til handel med mindre aktier, som det fremgår i artiklen »*Regional Stock exchanges in the UK*« af Dr. Robert Huggins. Den typiske investor for SMV, der er optaget på Investbx, er interesseret i muligheder på mellemlang og lang sigt, og

det er derfor, at de udvidede oplysninger om virksomhedens fremtidsudsigter er så vigtige. Denne investorprofil kræver ikke samme evne til løbende handel som en institutionel investor. Oplysninger om den næste auktion kan imidlertid ses, eller ordrer kan ændres, 24 timer i døgnet, 7 dage om ugen, på et hvilket som helst tidspunkt under auktionen.

(112) Ofex' aktionærstruktur bygger hovedsagelig på børsmæglere og finansieringsinstitutter, som begge anvender og drager betydelig fordel af buddrevne prisstillersystem. Som det fremgår af oplysningerne om Ofex, kan der forekomme større spredninger på indtil 75 %, når et buddrevent system skal opretholde sin evne til at handle konstant. Investbx-modellen vil derimod matche købere og sælgere til en bestemt pris, hvilket er til fordel for både SMV, der bliver i stand til at handle små aktiebeløb, og investorerne, som ikke lider under spredningen mellem buddet og tilbudsprisen.

(113) De britiske myndigheder antyder, at Ofex efterhånden udgør et veletableret marked. Ofex har flere gange nyligt i pressen erkendt at rejse finansiering med henblik på at ændre sin handelsplatform for at lette aktiehandelen i direkte konkurrence med AIM og LSE. Den nye platform giver Ofex kapacitet til at handle betydeligt større mængder af visse noterede og unoterede værdipapirer, for hvilke der findes noteringer andre steder i London.

(114) De britiske myndigheder hævder, at investorerne ikke fastlåses, hvis Investbx må lukkes ned. Exit fra Investbx-projektet nedfældes i tilskudsaftalen. I det tilfælde hvor Investbx må lukkes ned, kan SMV fortsat handles på platformen under The Share Centre på samme vilkår.

(115) Myndighederne mener, at støtten til Investbx er begrænset til det strengt nødvendige for at rette op på et markedssvigt for SMV's adgang til egenkapitalfinansiering i West Midlands. Investbx skal ikke yde direkte finansiering, og der må ikke ske forskelsbehandling i udvælgelsen af SMV på baggrund af deres efterfølgende resultater og værdiansættelse på Investbx' handelsplatform. I modsætning til en venturekapitalist skal Investbx ikke modtage nogen godtgørelse på baggrund af SMV's fremtidige værdiansættelser. Uden støtten vil projektet ikke kunne realiseres. Det er for risikabelt til at kunne forsøges iværksat udelukkende med privat støtte, da der ikke er nogen præcedens for denne form for forretningsmodel.

(116) De britiske myndigheder er uenige i, at en forretningsmodel uden gevinst for øje skulle bremse innovationen på de finansielle markeder. De britiske myndigheder ser gerne, at Investbx etablerer og opbygger en ny rentabel forretningsform, men erkender, at det i de tidlige faser ikke vil være rentabelt, hvorfor finansieringen er nødvendig. Projektet må dog skabe indtjening for at blive selvfinansierende og bæredygtig på længere sigt, når AWM's begrænsede finansiering udløber. Forskellen er, at indtjeningen snarere bliver geninvesteret i stedet for at blive udbetalt til aktionærerne. Investbx bliver vurderet af de britiske myndigheder med hensyn til udsigterne til succes og stille nye tjenesteydelser til rådighed på kommercielt grundlag for SMV i West Midlands.

6. VURDERING AF FORANSTALTNINGEN

(117) Kommissionen har undersøgt foranstaltningen på baggrund af EF-traktatens artikel 87 og især på grundlag af retningslinjerne for risikokapital. Resultaterne af vurderingen følger nedenfor.

6.1. **Lovlighed**

(118) De britiske myndigheder har anmeldt foranstaltningen. De erklærede, at Investbx endnu ikke er stiftet, endnu ikke havde påbegyndt driften og endnu ikke havde modtaget noget tilskud eller finansiering.

(119) De britiske myndigheder erklærede yderligere, at AWM havde ansat en person til den fremtidige post som administrerende direktør for Investbx, men at den pågældende for øjeblikket arbejder som medarbejder hos AWM på flere forskellige projekter, hvoraf et drejer sig om det forberedende arbejde for Investbx. Det forberedende arbejde for udviklingen af Investbx' webportal er påbegyndt. På grund af et teknisk problem var portalen, som klart og tydeligt angives som værende under udvikling, allerede tilgængelig. Dette problem blev løst, og portalen er nu ikke tilgængelig for offentligheden.

(120) Investbx er endnu ikke stiftet som selskab og har endnu ikke modtaget nogen finansiering. Der er således endnu ikke ydet noget tilskud.

(121) De britiske myndigheder har forpligtet sig til ikke at yde støtten forud for Kommissionens godkendelse. De har derfor efterkommet deres forpligtelser i medfør af EF-traktatens artikel 88, stk. 3.

6.2. **Statsstøtte?**

(122) Efter beslutningen om at indlede proceduren blev tilstedeværelsen af støtte efterprøvet på tre planer:

— Investbx som markedsplads,

— investorerne, og

— de SMV, der skal investeres i.

Vurderingen foretages i forhold til retningslinjerne for risikokapital.

6.2.1. *Støtte for så vidt angår Investbx*

(123) Investeringen såvel som løbende udgifter finansieres ved hjælp af statsmidler gennem det statsejede organ AWM. I henhold til de britiske myndigheder var ingen privat investor interesseret i at investere i Investbx. Under normale markedsvilkår ville startkapitalen i form af tilskud ikke kunne rejses på samme fordelagtige vilkår. Derfor er finansieringen ikke i overensstemmelse med adfærden for en privat investor på markedsvilkår. Investbx modtager således finansiering, som det ellers ikke ville være i stand til at søge fra midler i den private sektor til markedspris. Virksomheden Investbx får således en fordel ved hjælp af statsmidler. Da foranstaltningen kan have virkninger for andre udbydere af finansielle tjenesteydelser, navnlig for Ofex som forklaret ovenfor, indebærer foranstaltningen et potentielt konkurrencefordrejende element. Generelt kan kapital og dertil knyttede tjenesteydelser frit udbydes på tværs af grænserne. Dette kan påvises med det eksempel, som University of Warwick citerer, nemlig en SMV fra West Midlands, der modtog finansiering fra det australske marked, samt Ofex' bestræbelser på at tilbyde sine tjenester i udlandet. Selv om der kun er lav sandsynlighed for, at West Midlands-SMV, der søger egenkapitalfinansiering på indtil 2 mio. GBP, ville søge og modtage tjenesteydelser fra udlandet, kan dette ikke udelukkes. Foranstaltningen har derfor potentiale til at påvirke samhandlen inden for Fællesskabet. Foranstaltningen indebærer således støtte til Investbx som defineret i EF-traktatens artikel 87, stk. 1.

6.2.2. *Støtte for så vidt angår investorerne*

(124) Investbx tilbyder et online auktionssystem, der giver mulighed for at investere i SMV for alle investorer, institutionelle såvel som individuelle privatpersoner. Investorerne har mulighed for at drage fordel af de oplysninger og andre tjenester, som Investbx stiller til rådighed, og som de ellers ikke ville have adgang til. Alle interesserede investorer vil, hvis de ellers ikke er udelukket i medfør af lovgivningen om investorbeskyttelse, kunne benytte Investbx på samme vilkår. Der er ingen mindstegrænse for den enkelte investors investeringer. Uafhængigt af om foranstaltningen udgør en fordel for investorerne, er den således ikke selektiv på dette plan og udgør derfor ikke for investorerne støtte som defineret i EF-traktatens artikel 87, stk. 1.

6.2.3. *Støtte for så vidt angår SMV*

(125) SMV drager fordel af foranstaltningen i det omfang, de vil kunne rejse egenkapital på vilkår, som ellers ikke ville være til stede på markedet. Den pakke af tjenesteydelser, som Investbx tilbyder, udbydes for øjeblikket ikke af nogen anden markedsaktør. Det forhold, at private investorer ikke er villige til at opbygge en virksomhed som Investbx, viser at projektet er risikabelt. Aktiviteten indebærer væsentlige generalomkostninger, som kun kan dækkes ind, hvis Investbx når en kritisk aktivitetsmasse. Det er imidlertid usikkert, om denne masse kan nås. Den pris, som investeringsvirksomhederne skal betale, bør normalt afspejle den høje risiko. Selv om størstedelen af de tjenester, som Investbx skal tilbyde, udliciteres til markedsaktører, og Investbx indkasserer en fortjenstmargen herfor, er den pris, som Investbx opkræver fra investeringsvirksomhederne for pakken af tilbudte ydelser, for lav til at sikre, at den kan dække generalomkostningerne i den indledende periode på indtil fem år, eller indtil en kritisk masse af virksomheder benytter sig af ydelserne. Et sådant forslag blev ikke accepteret af nogen markedsinvestor. Foranstaltningen kan derfor muligvis give en fordel til SMV, der benytter Investbx til finansiering, da SMV på grund af Investbx' prisfastsættelsesstruktur klart modtager ydelser på gunstigere vilkår, end hvis de blev udbudt af de eksisterende markedsaktører enkeltvis. Det Forenede Kongerige har vist, at ydelserne i forbindelse med brug af handelsplatformen, ordningen for medarbejderaktier, aktiekonti, uafhængig forsknings- og markedsføringsydelser vil blive udliciteret til private tjenesteudbydere på markedsvilkår. Fordelen stammer såvel fra det forhold, at ydelserne samles i en pakke, som fra det forhold, at der rejses kapital fra investorer med interesse i SMV i West Midlands. Fordelen gives i form af statsmidler, da det er den statsfinansierede oprettelse og drift af Investbx, der muliggør eksistensen af Investbx, som yder de tjenester, der ellers ikke ville være tilgængelige på markedet på samme vilkår. Da investeringsvirksomhederne sandsynligvis vil være aktive på markeder, der er åbne for konkurrence på fællesskabsplan, kan foranstaltningen muligvis have konkurrencefordrejende virkning og påvirke samhandelen inden for Fællesskabet. Det konkluderes, at de SMV, der vil blive investeret i, vil modtage støtte som defineret i EF-traktatens artikel 87, stk. 1.

6.3. **Foranstaltningens forenelighed**

(126) Da foranstaltningen skal betragtes som statsstøtte efter traktatens artikel 87, stk. 1, skal foreneligheden derfor vurderes på grundlag af undtagelsesbestemmelserne i traktatens artikel 87, stk. 2 og 3. Undtagelserne i traktatens artikel 87, stk. 2, for støtte af social karakter til enkelte forbrugere, støtte, hvis formål er at råde bod på skader, der er forårsaget af naturkatastrofer eller af andre usædvanlige begivenheder, og støtteforanstaltninger for økonomien i visse af Forbundsrepublikken Tysklands områder kan ikke anvendes i denne sag. Det samme gælder for undtagelsen i traktatens artikel 87, stk. 3, litra a), som omhandler støtte til fremme af den økonomiske udvikling i områder, hvor levestandarden er usædvanlig lav, eller hvor der hersker en alvorlig underbeskæftigelse. Foranstaltningen kan heller ikke betragtes som et vigtigt projekt af fælleseuropæisk interesse, og støtten skal ikke afhjælpe en alvorlig forstyrrelse i den britiske økonomi, som fastsat i EF-traktatens artikel 87, stk. 3, litra b). Støtten tager heller ikke sigte på fremme af kulturen og bevarelse af kulturarven som fastsat i traktatens artikel 87, stk. 3, litra d).

(127) I EF-traktatens artikel 87, stk. 3, litra c), er det fastsat, at støtte til fremme af udviklingen af visse erhvervsgrene eller økonomiske regioner er tilladt, når den ikke ændrer samhandelsvilkårene på en måde, der strider mod den fælles interesse. Kommissionen bemærker, at foranstaltningen sigter på at etablere en markedsplads og yde støtte i indtil fem år til en online børsfacilitet for investorer og SMV. Foranstaltningen sigter således på at etablere et investeringsredskab, der kan gøre det lettere at matche investorer og mål-SMV og dermed forbedre sidstnævntes adgang til risikokapital.

(128) Støtte på området risikokapital under EF-traktatens artikel 87, stk. 3, litra c), vurderes nærmere efter bestemmelserne i retningslinjerne for risikokapital. Nævnte retningslinjer anvendes fra tidspunktet for offentliggørelsen i *Den Europæiske Unions Tidende* på alle anmeldte risikokapitalforanstaltninger, hvorom Kommissionen skal træffe afgørelse, selv i de tilfælde hvor foranstaltningerne, som i nærværende tilfælde, var anmeldt inden offentliggørelsen af retningslinjerne ([16]). Investbx kan lette kontakten mellem investorer og mål-SMV og kan dermed forbedre sidstnævntes adgang til risikokapital. Investbx er derfor et investeringsselskab som omhandlet i punkt 5.1, litra f), i retningslinjerne for risikokapital. I henhold til samme punkt vil en foranstaltning, der udgør støtte til et investeringsselskab, blive undergivet en mere detaljeret vurdering som omhandlet i retningslinjernes afsnit 5. Når Kommissionen vurderer foreneligheden af en foranstaltning i medfør af afsnit 5 i retningslinjerne for risikokapital, følger den tilgang, der blev redegjort for i handlingsplanen på statsstøtteområdet ([17]), en tilgang, der siden hen blev yderligere præciseret og konkretiseret i retningslinjerne for risikokapital under underafsnit 5.2, 5.3 og 5.4. Kommissionen vil foretage en nærmere undersøgelse af, om foranstaltningen har et velafgrænset formål af fælles interesse, navnlig om den tager sigte på at afbøde et markedssvigt, om det pågældende støtteinstrument er rettet mod det identificerede markedssvigt, om støtten er nødvendig og har en tilskyndelsesvirkning, om støtten står i forhold til formålet, og hvorvidt konkurrencefordrejningen og påvirkningen af samhandelen er af så begrænset omfang, at den i sidste instans ikke strider mod den fælles interesse. Kommissionen ser derefter på en række positive og negative elementer. I henhold til punkt 5, andet afsnit, i retningslinjerne for risikokapital er et enkelt element ikke afgørende og heller ikke en kombination af flere elementer kan i sig selv kan anses for tilstrækkelig til at sikre forenelighed. I visse tilfælde kan deres anvendelighed, og den vægt de tillægges, være afhængig af foranstaltningens form.

(129) Ingen af de øvrige statsstøtteforordninger, -rammebestemmelser eller -retningslinjer finder anvendelse. Det er sandt, at dele af West Midlands er berettiget til en undtagelse i henhold til EF-traktatens artikel 87, stk. 3, litra c) ([18]), og Kommissionen bemærker sig ligeledes, at regionen har lidt under Rover-krisen. Tilskuddet gives imidlertid ikke til Investbx som støtte til regionaludvikling.

6.3.1. *Har foranstaltningen et velafgrænset formål af fælles interesse?*

(130) Efter punkt 5.2.1 i retningslinjerne for risikokapital vurderer Kommissionen, om støtteforanstaltningen er rettet mod et klart markedssvigt. For foranstaltninger, hvori der specifikt indgår et investeringsselskab, kræver Kommissionen yderligere beviser på markedssvigt. Sådant bevis skal være baseret på en undersøgelse, der viser niveauet af markedssvigt og vedrører udbuddet af risikovillig kapital og venturekapitalindustriens betydning.

(131) Som fastlagt i punkt 1.3.2 i retningslinjerne for risikokapital, er det Kommissionens opfattelse, at hovedårsagen til markedssvigt i forbindelse med risikokapitalmarkederne skal findes i ufuldstændig eller asymmetrisk information. For så vidt angår små og nye virksomheders adgang til kapital, er det største problem ved finansiering af egenkapital de høje transaktionsomkostninger og mægleromkostninger samt investorernes risikouvillighed ved kapitalinvesteringer. Generelt opstår der et markedssvigt, når der er et misforhold mellem udbud af og efterspørgsel på risikovillig kapital, således at den risikovillige kapital, der tilbydes på markedet, er for begrænset, og virksomhederne ikke opnår finansiering, til trods for at de har en god forretningsmodel og gode vækstudsigter.

(132) Nærværende støtteforanstaltning har til formål at afbøde et markedssvigt i tilvejebringelsen af egenkapitalfinansiering, i størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2,0 mio., for SMV i regionen West Midlands.

(133) For at påvise, at mængden af risikokapital i denne størrelsesorden er begrænset, på trods af bæredygtige virksomheders efterspørgsel, er der i punkt 5.2.1 i retningslinjerne for risikokapital opstillet en vejledende liste over elementer, der kan indgå i påvisningen. I følgende vurdering af markedssvigtet tager Kommissionen især følgende i betragtning: rentabiliteten af private egenkapitalinvesteringer, udviklingen af private egenkapitalinvesteringer i Det Forenede Kongerige over de seneste år og investeringernes fordeling på beløbskategorier i forhold til størrelsesordenen for det formodede markedssvigt. Kommissionen undersøger også oplysninger om regionen West Midlands, navnlig den regionale fordeling af private

([16]) Retningslinjerne for risikokapital, punkt 7.2, tredje afsnit.

([17]) Kommissionens meddelelse KOM(2005) 107 endelig af 7. juni 2005.

([18]) Kommissionens beslutning af 26. juli 2000 om statsstøtte N 265/2000 — Det Forenede Kongerige vedrørende det britiske regionalstøttekort for 2000-2006 (EFT C 272 af 23.9.2000, s. 43).

investeringer i egenkapital, og i hvilket omfang denne efterspørgsel efterkommes på de etablerede kapitalmarkeder. Til dette formål analyserer Kommissionen undersøgelser forelagt af de britiske myndigheder.

(134) Det bemærkes endvidere, at støtteforanstaltningen også støtter en region, der løbende undergår strukturforandringer, ved at oprette en online regional markedsplads for egenkapital for SMV.

6.3.1.1. ***Bevis for det markedssvigt, som foranstaltningen tager sigte på at afbøde***

(135) Investbx sigter på egenkapitalfinansiering i størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2,0 mio., for SMV i regionen West Midlands. Det er i henhold til Det Forenede Kongerige og mange bemærkninger fra interesserede parter i denne størrelsesorden, at markedssvigtet er mest mærkbar for markedsaktørerne. De mener, at investeringer i denne størrelsesorden er for høj for de flest uformelle investorer som business angels, der har adgang til begrænsede finansielle ressourcer ([19]), og for lav for de fleste formelle venturekapitalinvestorer, der synes, at udgifterne til evalueringen af mulige investeringer er for høje, når en virksomhed kun søger at rejse et beskedent beløb i form af egenkapitalfinansiering ([20]). I tråd med den finansielle prognose for Investbx, som fremlagt af de britiske myndigheder, forventes gennemsnitsfinansieringen at være 1,66 mio. GBP i projektets femte år.

(136) I Kommissionens beslutning om iværksætterkapitalfondsordningen ([21]), konkluderedes tilstedeværelsen af et markedssvigt i størrelsesordenen 250 000 mio. GBP (357 000 EUR) til 2 mio. GBP (2,9 mio. EUR) i Det Forenede Kongerige baseret på data fra undersøgelsen *Performance Measurement Survey 2003* ([22]); Rapporten, *Report on Investment Activity 2003* ([23]), baseret på oplysninger tilvejebragt af Det Forenede Kongerige og bemærkninger fra tredjemænd, bekræftede tilstedeværelsen af et markedssvigt.

(137) I henhold til de britiske myndigheder er der i Det Forenede Kongerige og især i West Midlands et markedssvigt, og denne vurdering understøttes af følgende faktorer, som opstillet i en rapport udarbejdet af ECOTEC ([24]):

— private finansieringsselskaber kan ikke nå op på den fortjeneste, som de kræver, på investeringer under 2 mio. GBP

— markedssvigtet i størrelsesordenen 250 000 GBP til 2 mio. GBP er reelt og blev skabt efter 1999/2000, hvor venturekapital begyndte at bevæge sig over mod større handler

— meget få private egenkapitalinvesteringer foretages i regionen i størrelsesordenen 250 000 GBP til 2 mio. GBP

— der er en betydelig efterspørgsel efter finansiering fra SMV's side i netop markedssvigtets størrelsesorden.

6.3.1.1.1. *Afkast til investorer i privat egenkapital og venturekapitalinvesteringer i Det Forenede Kongerige*

(138) Rentabiliteten af investeringer i privat egenkapital og venturekapitalinvesteringer i forskellige investeringskategorier er en indikator for analysen af markedssvigtet, da lav rentabilitet for investeringer i størrelsesordenen for markedssvigtet gør, at investorer skifter til andre mere rentable større investeringer. I henhold til de seneste data fra British Venture Capital Association (i det følgende benævnt »BVCA«) ([25]), har afkastet på investeringer i privat egenkapital og venturekapital i Det Forenede Kongerige udviklet sig som følger i 2004. I lighed med 2003 viste mellemstore *management buy-outs* (i det følgende benævnt »MBOs«) (med 10 mio. GBP til 100 mio. GBP investeringer i egenkapital) og store MBOs (med mere end 100 mio. GBP investeringer i egenkapital) langt større investeringsafkast på kort og mellemlang sigt end investeringer i den tidlige fase eller i udviklingsfasen. (det treårige afkast var f.eks. i 2004 - 13,2 % for investeringer i den tidlige fase, - 5,3 % i udviklingsfasen, hvorimod de nåede op på 13,7 % i mellemstore MBOs og 16,1 % i store MBOs.) Som følge heraf er det for så vidt angår investeringer i privat egenkapital mere attraktivt for investorerne at investere i MBOs over 10 mio. GBP i investeringsbeløb end i investeringer i den tidlige fase eller i udviklingsfasen.

([19]) Business angels investerer sædvanligvis mellem 10 000 GBP og 250 000 GBP i nystartede virksomheder eller virksomheder i den tidlige fase med stort vækstpotentiel. *CBI: Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution (July 2006).*

([20]) HM Treasury: *Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses* (December 2003).

([21]) Statsstøttesag C 17/2004/EF, EUT L 91 af 29.3.2006, s. 16.

([22]) PricewaterhouseCoopers: »*BVCA Private Equity and Venture Capital — Performance Measurement Survey 2003*« (2004).

([23]) 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 Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2004*« (2005) and »*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*« (2006).

(139) Selv om metoden i 2005-rapporten fra BVCA om afkast på investeringer i privat egenkapital og venturekapital i Det Forenede Kongerige var ændret ([26]), var afkast på investeringer i den tidlige fase eller i venturefasen fortsat negativ på mellemlang sigt. Afkast på mellemlang sigt af investeringer i udviklingsfasen og små MBOs var langt under afkastet på mellemlang sigt for investeringer i mellemstore og store MBOs.

6.3.1.1.2. *Investeringsaktiviteter for privat egenkapital i Det Forenede Kongerige*

(140) I henhold til BVCA-undersøgelsen om investeringsaktiviteter for privat egenkapital i Det Forenede Kongerige ([27]) steg gennemsnitsstørrelsen for investeringer i Det Forenede Kongerige i 2005 til 5,2 mio. GBP, (sammenholdt med 4,1 mio. GBP i 2004, 3,2 mio. GBP i 2003, 3,7 mio. GBP i 2002 og 3,6 mio. GBP i 2001).

(141) I henhold til ovennævnte undersøgelse fra BVCA steg det beløb, som britiske virksomheder modtog i privat egenkapital betydeligt over de seneste år (6 813 mio. GBP i 2005, 5 336 mio. GBP i 2004, 4 074 mio. GBP i 2003). Det investerede beløb i størrelsesordenen fra 0,5 mio. til GBP 2 mio. viste imidlertid ikke en sådan stigning, men i stedet et fald i 2005 (313 mio. GBP i 2005, 330 mio. GBP i 2004 og 286 mio. GBP i 2003). I 2005 tegnedes 2 % af det samlede beløb, som britiske virksomheder modtog som privat egenkapital, af investeringer under 0,5 mio. GBP, 5 % var investeret i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP, og de resterende 94 % var investeret i mængder på over 2 mio. GBP. Den andel af det beløb, der blev investeret i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP, var i forhold til de samlede investeringer lavere i 2005 end i foregående år (5 % i 2005, 6 % i 2004, 7 % i 2003, 10 % i 2002 og 2001).

(142) Med hensyn til antallet af virksomheder, der blev investeret i, var andelen i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP sammenholdt med det samlede antal virksomheder, der blev investeret i, ligeledes faldende i Det Forenede Kongerige (23 % i 2005, 25 % i 2004, 25 % i 2003, 30 % i 2002 og 31 % i 2001) ifølge BVCA-undersøgelsen. I absolutte tal var antallet af virksomheder, der blev investeret i — i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP — i 2005 på det laveste niveau i de seneste fem år (302 i 2005, 321 i 2004, 317 i 2003, 361 i 2002 og 399 i 2001).

(143) De britiske myndigheder henviste til flere artikler og undersøgelser, der påviste tilstedeværelsen af et markedssvigt i Det Forenede Kongerige, bl.a.:

— Finansministeriets dokument, *the HM Treasury budget consultation document* »*Bridging the Finance Gap*« ([28]), bekræftede mangelsituationen i størrelsesordenen fra 0,25 mio. GBP til 2 mio. GBP. Rapporten tog udgangspunkt i undersøgelser, BVCA-data og henviste til akademiske undersøgelser ([29]). For undersøgelsernes vedkommende, var 97 % af besvarelserne i forbindelse med »*Bridging the finance gap*«-høringen enige i, at SMV fortsat er oppe imod et omfattende markedssvigt, og mange af dem fremførte, at mangelens alvorlige karakter varierer efter virksomhedernes størrelse, sektor og udviklingsfase. »*Høringssvarene i forbindelse med* Bridging the finance gap *gjorde det klart, at der resterer en central gruppe af små og mellemstore virksomheder (SMV), som ikke egner sig til gældsfinansiering, og som for øjeblikket ikke kan skaffe sig adgang til den egenkapital, de behøver for at trives. Virksomheder, der søger beskedne investeringsbeløb for at modernisere eller diversificere deres aktiviteter er også berørt*.« I rapporten nævnes det, at nogle SMV »ikke egner sig til gældsfinansiering«, og når en virksomhed endnu ikke skaber tilstrækkeligt afkast til at tilbagebetale renter på gæld, og/eller virksomheden er i færd med at udvikle ny teknologi eller produkter med et sikkert vækstpotentiel, men også en betydelig risiko, kan det at rejse egenkapital være en mere hensigtsmæssig finansieringsform. Som nævnt i rapporten indebærer det betydelige omkostninger for investorerne at identificere velegnede investeringsmuligheder, navnlig i forbindelse med forskning, kontrol- og overvågningsomkostninger for investeringer i mindre og nyere virksomheder. »*I sammenligning med store virksomheder, der er noterede på offentlige fondsbørser er informationsstrømmen om små,*

([26]) I 2005-rapporten blev statistikkerne splittet op på fonde, der først lukkede før og efter 1996. Fonde, der først lukkede efter 1996 blev omklassificeret til venturekategorier (herunder seed, start-up og tidlig udviklingsfase), små MBO (MBOs/MBIs under 10 mio. GBP og ekspansionsfaseinvesteringer), mellemstore MBO (MBOs/MBIs for 10-100 mio. GBP) og store MBO (MBOs/MBIs over 100 mio. GBP).

([27]) PricewaterhouseCoopers: »*BVCA Report on Investment Activity 2004*« (2005) and »*BVCA Report on Investment Activity 2005*« (2006).

([28]) HM Treasury: *Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses* (December 2003).

([29]) 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) og ECOTEC: »*Advantage Enterprise and Innovation Fund: Analysis of Market Demand, a final report to Advantage West Midlands*« (2004).

unoterede virksomheder, der søger investering, begrænset.« Rapporten fremhæver, at på grund af asymmetrisk information kan det forekomme, at mulige investorer ikke opfatter profit-risikoprofilen for virksomhederne korrekt, og derfor afholder sig fra at investere i risikokapital. Rapporten konkluderer, at høje transaktionsomkostninger og forholdsmæssigt højere omkostninger for at skaffe oplysninger om mindre virksomheder gør, at investorer vender sig mod større investeringer. De strukturelle hindringer for tilvejebringelse af finansiering og venturekapitalekspertise til mindre og mere risikobetonede virksomheder synes at antyde, at venturekapitalinvestorer yderligere vil vende fokus mod større handler på et senere stadium.

— Forskning foretaget af ECOTEC ([30]) gentog forekomsten af et markedssvigt mellem 0,5 mio. GBP og 5 mio. GBP, med den alvorligste hindring for virksomheder, der søger vækstkapital for indtil 2 mio. GBP.

— Nylige rapporter fra den britiske industrisammenslutning, Confederation of British Industry (»CBI«), konkluderede, at der fortsat er en tydelig mangel på adgang til finansiering. »*Der er fortsat markedssvigt og anomalier i systemet, som bør korrigeres.*«… »*Gennem de seneste år er der dokumentation for, at der er et stadigt store markedssvigt i størrelsesordenen fra 500 000 GBP til 3 mio. GBP. Nylige data fra BVCA giver ingen formodning om, at mangelsituationen bedres, da gennemsnitsbeløbet for egenkapitalinvesteringer fortsat er i stigning.*« ([31])

Nogle undersøgelser fastholder, at der foreligger et markedssvigt selv under 0,5 mio. GBP og over 2 mio. GBP. Der findes imidlertid ingen undersøgelser der taler imod forekomsten af et markedssvigt mellem 0,5 og 2 mio. GBP, som er den størrelsesorden, som Investbx har fastlagt for egenkapitalfinansieringen. Dette synes at være den størrelsesorden, hvor der findes de mest alvorlige hindringer.

(144) De britiske myndigheder nævnede også en række undersøgelser om forskellige aspekter af de handicap, som små virksomheder har, når de ønsker at blive noteret på en fondsbørs:

— I en forskningsartikel af Brian Zivicky ([32]) henvises der til det forhold, at få mindre noterede virksomheder i Det Forenede Kongerige følges af analytikerne, da handelsvolumet er utilstrækkeligt til at begrunde omkostningerne ved forskningen.

— En rapport udarbejdet af Jaffe Associates på vegne af Quoted Company Alliance ([33]) nævner, at mindre noterede virksomheder konkurrerer om en mindre og faldende andel af de institutionelle egenkapitalinvesteringer i Det Forenede Kongerige. Evne til at handle i større volumen er den centrale drivkraft i investeringsbeslutningerne, hvilket automatisk straffer de mindre virksomheder.

— En undersøgelse foretaget af SWR på verdensplan ([34]) fastlagde, at udstedere og investorer var helt bevidste om, at de nuværende mekanismer for at yde finansielle tjenesteydelser til SMV kunne forbedres, navnlig ved at skabe kontakt mellem udstedere og investorer. Undersøgelsen viste, at den vigtigste factor i investeringsbeslutningsprocessen var oplysningerne kvalitet og kvantitet. Et flertal blandt de interviewede fondsbestyrerne, investorer med stor likvid formue og venturekapitalister gav udtryk for, at de nuværende fondsbørser ikke gør det godt nok for at skaffe adgang til SMV eller for at tilvejebringe likviditet for de værdipapirer, som SMV tilbyder.

— En artikel skrevet af Tim Mocroft ([35]) beskriver, at »… *noterering og oplysningkravene på de traditionelle fondsbørser er dyre, men i betragtning af de pågældende virksomhedsstørrelser og de rejste beløb kan omkostningerne sædvanligvis indrettes derefter. Begge faktorer lægger imidlertid en tærskel for den virksomhedsstørrelse, som rent faktisk kan få adgang til hovedmarkederne i Det Forenede Kongerige — dvs. London Stock Exchange og AIM […] Typisk vil en børsintroduktion på et af disse markder koste*

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

([31]) CBI: »*Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution*« (July 2006).

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

([33]) Jaffe Associates på vegne af Quoted Companies Alliance: »*Institutional investment and trading in UK smaller quoted companies*« (2002).

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

([35]) Tim Mocroft: »*Bridging the equity gap: a new proposal for virtual local equity markets*« (2001).

omkring 500 000 GBP. Med så store omkostninger kan det ikke betale sig at rejse forholdsvis beskedne kapitalbeløb.«

— Rapporten fra Deloitte med titlen »*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*« ([36]) fandt på baggrund af interviews med markedsaktører, at der er meget lidt almen viden og bevidsthed omkring SMV's finansieringsmuligheder. Det afsløredes, at lav investeringsvillighed var den vigtigste hindring for adgang til finansiering i hele West Midlands-regionen. Investeringsvillighed vedrører virksomhedernes holdning til finansiering, kvaliteten af virksomhedsdokumentationen og et projekts helt generelle synlighed. Dette har virkning såvel for udbud som for efterspørgsel: det kan afholde virksomhederne fra at søge om finansiering på grund af en forventning om ikke at opnå den, og det kan begrænse udbuddet, da en mulig investor udsættes for en forøget risiko i betragtning af den utilstrækkelige investeringsvillighed.

6.3.1.2. ***Markedssvigtet i West Midlands***

(145) Selv om oplysningerne ovenfor vedrører en analyse af forholdene i Det Forenede Kongerige, vedrører Kommissionens vurdering spørgsmålet om, hvorvidt der foreligger et markedssvigt i målregionen for Investbx — West Midlands. På denne baggrund må yderligere — ud over ovennævnte elementer — vedrørende udbud og efterspørgsel efter investering på regionalt plan tages i betragtning.

(146) De fleste af bemærkningerne fra interesserede parter understøttede forekomsten af et markedssvigt i regionen West Midlands. De britiske myndigheder har endvidere i deres svar på bemærkningerne fra interesserede parter fremlagt dokumentation, baseret på estimater foretaget af regionalt etablerede venturekapitalister, der understøtter forekomsten af markedssvigt i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP, og hævder, at af de 500 til 750 forslag der modtages årligt, modtager mindre end 1 % finansiering, selv om de fleste af de afviste virksomheder har bæredygtige forretningsplaner og ville kunne modtage finansiering, hvis der fandtes en mekanisme, som den Investbx foreslår.

6.3.1.2.1. *Regional fordeling af investeringerne*

(147) I henhold til data offentliggjort i BVCA-rapporten om investeringsaktiviteterne i 2005, udgjorde det samlede beløb for investeringer i privat egenkapital i West Midlands-regionen 4 % af det samlede niveau for Det Forenede Kongerige, hvorimod regionerne South East og London tilsammen tegnede sig for 44 % af de samlede britiske investeringer. Med hensyn til investeringer i den tidlige fase udgjorde West Midlands' andel 1 % af det samlede britiske beløb investeret i den tidlige fase, hvorimod regionerne South East og London tegnede sig for 49 %. For udviklingsfasen udgjorde investeringerne i West Midlands 2 %, South East og London 42 % af det samlede britiske beløb investeret i udviklingsfasen. Disse oplysninger bør ses på baggrund af et BNP-bidrag fra de forskellige regioner til det samlede britiske niveau, for hvilket de seneste data stammer fra Eurostat i 2003 og viser, at West Midlands bidrog med 8 %, hvorimod South East og London tilsammen tegnede sig for 34 % af det britiske BNP i 2003. Dette viser, at i West Midlands er tilvejebringelse af egenkapital i investeringer i den tidlige fase og i udviklingsfasen i erhvervslivet meget lavere end områderne South East og London.

(148) I henhold til en analyse ([37]) af den samlede markedskapitalisering for virksomheder noteret på LSE og AIM for samtlige regioner findes nogle af de laveste niveauer for samlet markedskapitalisering i Midlands. I 2003 nåede den regionale markedskapitalisering som andel af BNP i London-området op på så meget som 621 %, i South East 139 %, i Det Forenede Kongerige samlet 153 %, men derimod kun 25 % i Midlands-regionen. Hvad angår økonomiske resultater, har Midlands et lavt niveau for markedskapitalisering i forhold til de britiske regioner.

6.3.1.2.2. *SMV's efterspørgsel efter egenkapitalfinansiering i West Midlands*

(149) Det er vanskeligt på grundlag af statistisk materiale at efterprøve, hvorvidt der foreligger forgæves efterspørgsel fra virksomheder med bæredygtige forretningsplaner. For at løse dette problem viste undersøgelser sig at være det bedste middel i efterforskningen af efterspørgslen fra virksomheder med bæredygtige forretningsplaner efter egenkapitalfinansiering.

(150) De britiske myndigheder har foretaget en række høringer, workshops og undersøgelser om efterspørgslen efter egenkapital blandt SMV i West Midlands. I april 2003 blev der gennemført en undersøgelse, som viste, at ud af de 41 besvarelser fra det regionale erhvervsliv, følte 73 %, at adgang til kapitalmarkederne var et væsentligt problem for SMV, og 88 % følte, at de etablerede markeder ikke kunne tilfredsstille SMV's finansieringsbehov. 68 % af besvarelserne følte endvidere, at Ofex kun var lidet benyttet som kapitalkilde for SMV, og 73 % af dem var interesseret i at tilslutte sig Investbx-projektet.

(151) I november 2003 fandt et møde sted om Investbx i Birmingham, hvori deltog 81 repræsentanter for erhvervslivet. Et efterfølgende møde fandt sted i London hos Centre for Study of Financial Innovation (CSFI), hvortil 27

([36]) Deloitte & Touche: »*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*« (2002).

([37]) Robert Huggins, Robert Huggins Associates: »*Regional Stock Exchanges — A Viable Option for Wales and Other UK Regions?*« (2003).

repræsentanter for erhvervslivet var indbudt. Feedback fra CSFI viste næsten enstemmig støtte for projektet. I maj 2004 modtog 21 konsulentfirmaer en henvendelse med henblik på at få deres detaljerede bidrag til udviklingen af Investbx-forslaget og vurdere, hvor mange af deres kunder, der med fordel kunne tilslutte sig Investbx. 13 firmaer svarede, at de ville forvente at kunne foreslå mellem en og seks kunder om året fra deres portefølje med henblik på optagelse i Investbx. Da kun en lille andel af firmaerne deltog i workshops, mener de britiske myndigheder, at egenkapitalfinansiering til 10 SMV årligt i Investbx' finansielle prognoser er en forsigtig anslåelse af efterspørgslen. Da konsulenterne kun modtager betaling, hvis det lykkes virksomhederne at rejse kapital, er det i deres interesse kun at foreslå de virksomheder, der har bæredygtige forretningsplaner, så kun de virksomheder, som de mener vil være attraktive for investorerne, tilslutter sig Investbx.

(152) Med hensyn til at rejse egenkapitalfinansiering for SMV i West Midlands i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP — hvilket er hovedformålet for Investbx — mener de britiske myndigheder ikke, at de eksisterende markeder, der tilbyder egenkapitalfinansiering til SMV, opfylder efterspørgslen tilstrækkeligt, hvorfor de ikke retter op på markedssvigtet. Selv om de kanaliserer egenkapitalfinansiering ind i en række SMV i West-Midlands, yder de ikke tilstrækkelig dækning i West Midlands-regionen, og ingen af dem har et regionalt fokus på SMV. De britiske myndigheder mener, at al tilgængelig dokumentation viser, at markedssvigtet ikke vil blive løst af den private sektor. På to særskilte møder tilrettelagt af AWM blev ansvarlige for Ofex opfordret til at fremlægge deres planer for at rette op på markedssvigtet i West Midlands, men i henhold til de britiske myndigheder var Ofex enten ikke i stand til dette eller ikke interesseret.

(153) Ofex har for øjeblikket 7 virksomheder fra West Midlands noteret, og ud af dem handles kun de 5 ([38]). De britiske myndigheder mener ikke, at Ofex har afbødet markedssvigtet, og de mener heller ikke, at Ofex for øjeblikket dækker den formodede efterspørgsel i regionen på mindst 10 virksomheder årligt. Kun 1 ny SMV fra West Midlands blev optaget til notering på Ofex i 2005 og 1 i 2004, hvorimod Investbx forventes at notere 5-12 nye West Midlands-virksomheder årligt.

Konklusion vedrørende markedssvigtet

(154) Kommissionen mener, at i tråd med punkt 5.2.1 i Retningslinjerne for risikokapital er der fremlagt tilstrækkelig bevis baseret på flere undersøgelser, hvorfor det kan konkluderes, at der forefindes et markedssvigt i West Midlands i størrelsesordenen fra 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP.

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

6.3.2. *Er støtteinstrumentet velegnet til at opfylde mål af fælles interesse?*

(155) I henhold til punkt 5.2.2 i Retningslinjerne for risikokapital vurderer Kommissionen, hvorvidt foranstaltningen kan afbøde det konstaterede markedssvigt. Med i betragtninger tager Kommissionen eventuelle konsekvensanalyser, ligesom Kommissionen undersøger muligheden for at nå samme mål gennem andre midler.

6.3.2.1. ***Fokusering på markedssvigtet***

(156) I betragtning af støtten for Investbx' vedkommende er den påtænkte støtte fokuseret på at afbøde det ovenfor beskrevne markedssvigt ved etablering af en online regional elektronisk handelsplatform, der sætter SMV i stand til at præsentere sig selv, rejse kapital og handle deres aktier. Samtidigt sætter platformen investorerne i stand til direkte at få adgang til detaljeret og uafhængig information om SMV. Investbx vil derfor gøre oplysningen mere effektiv og muliggøre en bedre opfattelse af SMV's risiko/gevinstforhold blandt investorerne og reducere investorernes transaktionsomkostninger i tilknytning til oplysning om SMV, da forskningsdokumentation om alle SMV gøres offentligt tilgængelige.

(157) Investbx sigter specifikt på at rejse egenkapitalfinansiering for SMV i West Midlands. Investbx' forretningsplan anslår, at der kan rejses primærfinansiering for mindst 47 SMV i West Midlands over en periode på fem år, for indtil et mindstebeløb på 70 mio. GBP. Sammenlignet med Ofex, der også mener sig tilsted på markedet i West Midlands og at have et lignende transaktionsvolumen, konkluderer de britiske myndigheder følgende i deres bemærkninger til beslutningen om at indlede proceduren:

— i løbet af fem år fra 2000 lykkedes det kun Ofex at rejse finansiering til et beløb på 43,3 mio. GBP som primærfinansiering inden for størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP til i alt 39 virksomheder overalt i Det Forenede Kongerige

— når sekundærfinansiering trækkes fra den samlede rejste kapital, rejser Ofex-virksomhederne kun beskedne beløb ved primærudstedelser (f.eks. 0,8 mio. GBP for hele Det Forenede Kongerige i 2004)

— tages kun West Midlands-virksomheder i betragtning, er der hos Ofex rejst et samlet beløb på 12 mio. GBP (primær og sekundær) over en femårsperiode mellem 2001 og 2005

— siden 2000 har Ofex kun rejst 3,5 mio. GBP i form af primær finansiering for fem virksomheder i West Midlands.

(158) Investbx tilbyder et regionalt fokus med et lokalt netværk af tjenesteudbydere og investorer, hvilket er særligt vigtigt for egenkapitalinvestering i ekspansions-SMV. Sådanne investeringer kræver ofte snæver opfølgning og et direkte forhold mellem investor og investerings-SMV. I henhold til de teoretiske og empiriske undersøgelser skal det bemærkes, at investornærhed i forhold til den finansierede virksomhed er en relevant variabel i investeringsvalget ([39]). Det kan sågar forsvares, at en lokal investor man tilskyndes til at investere i et lokalt firma, ikke kun på grund af en mulig oplysningsfordel, men også fordi de vil kunne bibringe investeringsvirksomhederne en særlig fordel ved at sætte dem i kontakt med deres lokale netværk og drage fordel af andre netværksvirkninger fra andre virksomheder, eller sågar på grund af regional tilhørsfølelse. Det regionale fokus viser sig ved det forhold, at Investbx skal betjene SMV kun fra West Midlands, har sin medarbejderstab på 6-8 personer i West Midlands samt en bestyrelse bestående af konsulenter og erhvervsfolk, som arbejder med SMV i West Midlands.

(159) Investbx skal tilbyde SMV integrerede tjenesteydelser, der omfatter finansiering, markedsføring og uafhængig forskning samt kontakt til et netværk af lokale erhvervsfolk, der skal støtte SMV i deres tilslutning til handelsplatformen for egenkapital. SMV skal for at tilslutte sig Investbx, i modsætning til de etablerede markeder, tilvejebringe en uafhængig og standardiseret forskningsrapport, der vil lette indsamlingen af de oplysninger om SMV, som er relevante for investorerne. Denne pakke af ydelser vil sammen med den uafhængige rapport, som investorerne altid har adgang til, øge SMV's chancer for rent faktisk at rejse kapital på Investbx.

(160) Investbx udgør endvidere en innovativ form for sekundærhandel, der på mange måder er forskellig fra handelen på de etablerede markeder. LSE, AIM og Ofex benytter traditionel prisstillermekanismer gennem et buddrevet system, med prisfastsættelse ved hjælp af bud og tilbud, hvorimod Investbx ikke har nogen prisstillere, som kan skabe afkast baseret på margenen mellem bud- og tilbudspriser enten ved at sælge større mængder af aktier eller ved at sælge med stor spredning. Kontakten mellem investorer og SMV skabes online på det elektroniske auktionsmarked omkring en bestemt pris, hvorved de transaktionsomkostninger, der ellers opstår ved margenerne mellem bud- og tilbudspris, kan spares. Sammenlignet med *Recognised Investment Exchanges* (RIE), såsom AIM og LSE, er Investbx endvidere, som repræsentant for et alternativt handelssystem (The Share Centre), underlagt mindre strenge regler i forhold til FSA. Denne status gør, at der er færre lovpligtige regler, der skal opfyldes, og det bliver lettere — og i forhold til de beløb der rejses indtil 2 mio. GBP — billigere for SMV at få adgang til en handelsplatform.

(161) De samlede omkostninger ved at rejse mindre mængder egenkapital bliver lavere i forhold til på de mere etablerede markedspladser. De britiske myndigheder illustrerer dette med et eksempel: når der rejses 2,5 mio. GBP, vil de samlede omkostninger udgøre ca. 10 % på Investbx og 24 % på AIM. De britiske myndigheder fremfører endvidere, at de ydelser, der opnås for denne pris, er anderledes, f.eks. findes der ikke på nogen af de etablerede markeder uafhængig forskning, som siden gøres offentlig tilgængelig for private investorer. Selv om det er vigtigt at holde omkostningerne nede på et rimeligt niveau, er omkostninger ikke det eneste — end ikke det vigtigste — element, der vil få SMV til at tilslutte sig Investbx. Valget for mange West Midlands-SMV vil i mange tilfælde være Investbx eller ingenting. Tilgængelig forskning for investorerne er en kvalitativ forbedring indført med Investbx, og denne forbedring forventes at øge SMV's chancer for at rejse finansiering. Investbx vil under alle omstændigheder og for så vidt angår flere aspekter være mere omkostningseffektiv end Ofex. Dette skyldes især de lavere forsknings- og markedsføringsomkostninger som følge af de standardiserede rapporter og det forhold, at tjenesteydelserne er tilpasset SMV's behov i primærfinansieringsfasen, samt det forhold, at spredningen mellem bud- og tilbudspris fjernes i sekundærfasen.

(162) Investbx offentliggør optagelsesdokumentet og detaljeret uafhængig forskning om alle SMV til fordel for potentielle investorer eller finansieringsrådgivere. Oplysningerne offentliggøres på Investbx' websted. Sådanne oplysninger forberedes sædvanligvis kun for større aktieandele og er kun tilgængelig for institutionelle investorer. Denne ikkediskriminerende tilvejebringelse af detaljerede oplysninger og navnlig den uafhængige oplysningsrapport for investorerne er i henhold til de britiske myndigheder en af nøglefaktorerne for projektets succes.

(163) Ved at forbedre oplysningen og transaktionseffektiviteten korrigerer Investbx en af årsagerne til markedssvigtet snarere end en af følgerne.

([39]) Dette forhold analyseres både af Harald Hau, der viser, hvordan børshandlere, der investerer i nærliggende virksomheder, har tendens til at opnå højere afkast sammenholdt med andre fjernere børshandlere, og af Degryse og Ongena, der har analyseret låneaftaler indgået med banker og opdaget, at banker tilbyder bedre lånevilkår til mere nærliggende kunder. 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) Ydermere sigter Investbx på at danne bro mellem de primære finansieringskilder og de mere etablerede markeder og har derfor opstillet den såkaldte »eskalatorfunktion« for sig selv. Denne funktionen bliver nyttig ikke blot for målvirksomhederne, men også for investorerne på andre markeder, da de får en exit-mulighed i deres investeringer. Den foreliggende dokumentation viser ikke, at Ofex agerer som eskalator mod de mere etablerede markeder i West Midlands. På Ofex' websted oplyses det, at 54 virksomheder overgik fra Ofex til AIM mellem 2001 og 2004. Mellem 2003 og 2005 var der imidlertid kun en virksomhed fra West Midlands, der overgik fra Ofex til AIM.

(165) Evnen til at skabe mere gennemsigtige investoroplysninger og mindske visse omkostninger i tilknytning til finansiering og aktiehandel sammenlignet med de mere etablerede markeder viser, at Investbx er et velegnet instrument til at afbøde markedssvigtet.

(166) For så vidt angår støtten til SMV, vil foranstaltningen lette SMV's adgang til egenkapital, som — på grund af markedssvigtet — det er svært for dem at skaffe sig, selv når de har bæredygtige forretningsplaner.

6.3.2.2. ***Konsekvensanalyse og brug af alternative midler***

(167) Det er i finansieringsplanen fastlagt, at Investbx i løbet af de første fem år skal rejse mindst 70 mio. GBP for mindst 47 virksomheder. SMV, der rejser egenkapital, vil blive optaget til omsætning på Investbx' handelsplatform.

(168) De britiske myndigheder anfører, at da først den uopfyldte efterspørgsel var fastslået i undersøgelser, forud for foranstaltningens udformning, søgte de at afbøde markedssvigtet ved hjælp af den eksisterende markedsstruktur. Repræsentanter for Ofex blev indbudt til et møde med AWM den 12. juli 2005, hvor de blev anmodet om at påvise, at de kunne afbøde markedssvigtet i West Midlands. AWM ville i så fald afholde sig fra indgriben. Ofex besluttede ikke at bibringe nogen oplysninger, hvorfor AWM konkluderede, at enten havde Ofex ingen specifikke planer om at korrigere markedssvigtet, eller også havde Ofex ikke tilstrækkelige ressourcer hertil, eller en kombination af de to. I fraværet af private initiativer for at løse markedssvigtet, synes statslig indgriben nødvendig.

(169) I tråd med punkt 5.2.2 i Retningslinjerne for risikokapital ser Kommissionen positivt på de forhold, at foranstaltningen er i stand til at afbøde det konstaterede markedssvigt. Kommissionen tager endvidere i betragtning, at andre midler har været under overvejelse, men ikke førte til de ønskede resultater, ligesom Kommissionen bemærker sig, at foranstaltningen forventes at have en gunstig virkning for en korrigering af markedssvigtet.

6.3.3. *Støttens tilskyndelsesvirkning og nødvendighed*

(170) Kommissionen skal i henhold til punkt 5.2.3 i Retningslinjerne for risikokapital vurdere støttens tilskyndelsesvirkning og nødvendighed. Foranstaltningen har en tilskyndende virkning, hvis den medfører en adfærdsændring, der fører til en forøgelse af risikokapital. I Retningslinjerne for risikokapital meddeler Kommissionen, at den også vil tage hensyn til forhold, der viser, at investeringsbeslutningerne er truffet med henblik på at opnå fortjeneste, navnlig at foranstaltningen ledes på kommercielle vilkår (punkt 5.2.3.1 i Retningslinjerne for risikokapital), tilstedeværelsen af et investeringsudvalg (punkt 5.2.3.2 i Retningslinjerne for risikokapital), foranstaltningens omfang (punkt 5.2.3.3 Retningslinjerne for risikokapital) og inddragelsen af business angels i igangsætterstadiet (punkt 5.2.3.4 i Retningslinjerne for risikokapital).

(171) Nærværende sag vedrører et investeringsredskab, der kan gøre det lettere at matche investorer og mål-SMV. Investeringsbeslutningen træffes udelukkende af private investorer, og SMV modtager kun privat egenkapital. Investeringsbeslutningerne i tilknytning til SMV's forsøg på at rejse kapital træffes udelukkende med det formål at skabe afkast.

(172) I sin egenskab af markedsplads for egenkapital kommer Investbx til at fungere anderledes end venturekapitalfonde. Ledelsen spiller en stor rolle i investeringsbeslutningerne for en venturekapitalfond. Investbx yder ikke selv nogen finansiering til SMV og træffer heller ikke nogen investeringsbeslutninger. Disse kriterier er således af mindre relevans.

(173) Med hensyn til ledelse på kommercielle vilkår (punkt 5.2.3.1 i Retningslinjerne for risikokapital) på den ene hånd, er dette kriterium ikke relevant, da Investbx' ledelse ikke træffer nogen investeringsbeslutninger, når der rejses kapital for SMV. På den anden side forsikrer de britiske myndigheder, at Investbx' ledelse vil bestå af professionelle, som har dokumenterede erfaringer og en baggrund inden for kapitalmarkedsinvesteringer, og dette må anses for at være positivt.

(174) Med hensyn til tilstedeværelsen af et investeringsudvalg (punkt 5.2.3.2 i Retningslinjerne for risikokapital) er der i kraft af sagen natur intet investeringsudvalg, da Investbx ikke træffer beslutning om investeringer i SMV. Samtidigt ser Kommissionen positivt på det forhold, at Investbx-projektet blev udviklet i samarbejde med eksperter fra erhvervslivet i West Midlands.

(175) Med hensyn til foranstaltningens omfang (punkt 5.2.3.3 i Retningslinjerne for risikokapital) bemærker Kommissionen, at Investbx ikke stiller midler til rådighed for SMV fra eget budget. Finansieringsmidlerne rejses på markedet. I henhold til finansieringsplanen forventes støttebeløbet at være tilstrækkeligt for at sætte Investbx i stand til inden fem år at nå den kritiske masse, så der kan opnås stordriftsfordele og gøre tjenesten rentabel. Dette anses for at være positivt.

(176) Vedrørende inddragelsen af business angels i igangsætterstadiet (punkt 5.2.3.4 i Retningslinjerne for risikokapital), på den ene hånd, omfatter foranstaltningen ikke investeringer i igangsætterstadiet, hvorfor kriteriet ikke finder anvendelse. På den anden hånd kan mulige business angels som enhver anden investor benytte Investbx til at investere i SMV.

(177) For så vidt angår støttens nødvendighed, tager Kommissionen først til efterretning, at ingen privat markedsaktør var villig til at etablere Investbx-initiativet uden ydelse af statsstøtte. Dette kan skyldes det forhold, at oprettelse af en regional online markedsplads for SMV indebærer betydelige risici i den indledende fase, indtil der kan opnås stordriftsfordele. Støtten anses derfor for at være nødvendig for at fokusere på markedssvigtet gennem etableringen af Investbx og støtte platformen, indtil den balancerer inden for en indledende femårig driftsperiode.

(178) I det følgende vurderer Kommissionen yderligere tilskyndelsesvirkningen.

(179) I henhold til estimater på grundlag af undersøgelser foretaget af de britiske myndigheder, søger mindst 10 SMV fra West Midlands med bæredygtige forretningsplaner hvert år at rejse egenkapital, uden at det lykkes. Investbx planlægger i løbet af de første fem år skal rejse egenkapital til mindst 47 virksomheder. Endvidere vil tilvejebringelsen af egenkapital i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP sandsynligvis få gunstig indvirkning på tilstødende finansielle markeder. Business angels og andre uformelle investorer, der normalt stiller finansiering til rådighed på under 0,5 mio. GBP, kan benytte Investbx som en ny exitmulighed for deres investering, hvorimod de mere etablerede markeder og investorer, der er involveret i meget større handler, såsom AIM og venturekapitalfonde, kan drage fordel fra de virksomheder, der kommer i vækst med hjælp fra Investbx og for behov for større finansielle bidrag end 2 mio. GBP gennem notering på en fondsbørs. Foranstaltning vedrører et pilotprojekt, som — hvis det lykkes — kan føre til flere af sådanne projekter i andre regioner.

(180) Støttens tilskyndelsesvirkning for Investbx fremkommer fra det forhold, at Investbx slet ikke ville eksistere uden statsstøtte, som de britiske myndigheder og Ofex anfører. Den klare slutdato for støtte tilskynder Investbx til at blive rentabel og kommercielt bæredygtig. Foranstaltningen sigter på at ændre investorernes og SMV's adfærd ved at forbedre udvekslingen af oplysninger om mulige indbyrdes matches.

(181) Investbx-foranstaltningen yder ingen støtte til investorerne og fordrejer dermed ikke deres tilskyndelse til at vælge de mest rentable investeringer. I modsætning til andre statsstøtteforanstaltninger, dvs. direkte støtte til investering i SMV, forbliver tilskyndelsen for investorerne ufordrejet.

(182) I henhold til de britiske myndigheders anslåelse forventes mindst 47 virksomheder at modtage egenkapitalfinansiering på Investbx' betingelser i løbet af de indledende fem år. Størstedelen af dem vil måske ellers miste modet på de nuværende vilkår på markedet, navnlig mangelen på oplysninger, de komplicerede procedurer og de gældende priser. Takket være etableringen af denne nye kanal, hvorigennem der kan rejses egenkapitalfinansiering, samlingen af de tilknyttede tjenesteydelser og en mulighed for at handle deres aktier efterfølgende, forventes SMV at rejse mere egenkapitalfinansiering i ekspansionsøjemed. Det er foranstaltningens tilskyndelsesvirkning.

(183) Kommissionen mener, at i tråd med punkt 5.2.3 i Retningslinjerne for risikokapital er foranstaltningen nødvendig og udviser en tilskyndelsesvirkning.

6.3.4. *Støttens proportionalitet*

(184) I medfør af punkt 5.2.4 i Retningslinjerne for risikokapital skal Kommissionen undersøge støttens proportionalitet. Kommissionen undersøger, hvorvidt støtten ikke går ud over, hvad der er nødvendigt for at skaffe mere risikovillig kapital, og navnlig hvorvidt der sker overkompensation af investorerne, og om risikoen for tab bæres fuldt ud af den offentlige sektor, mens fordelene udelukkende går de til øvrige investorer. Kommissionen kan endvidere tage i betragtning, at et åbent udbud til investorerne vejer positivt i vurderingen.

(185) Der bliver et åbent udbud til investorer med henblik på at benytte Investbx, og oplysningerne om Investbx gøres offentligt tilgængelige for alle investorer på Investbx' websted. Foranstaltningen bliver ikke eksklusiv, men forbliver åben for alle investorer.

(186) Sammenholdt med de risikokapitalordninger, som medlemsstaterne normalt benytter for at afbøde et markedssvigt, er beløbet for den statslige finansiering meget begrænset. Regionale risikokapitalordninger, der dækker regioner af lignende størrelse som West Midlands, indebærer normalt langt større støttebeløb end denne støtteforanstaltning ([40]). Endvidere yder Investbx ikke selv nogen finansiering til SMV. Med foranstaltningen indføres der blot en ny form for markedsplads for investeringer i SMV, og denne forenkler transaktionerne mellem private aktører på markedsvilkår. Investbx synes på denne vis udpræget effektiv med hensyn til at afbøde markedssvigtet.

([40]) Se som et eksempel statsstøttesag nr. C 17/2004 — Det Forenede Kongerige (»Iværksætterkapitalfonde (ECF)«), EUT L 91 af 29.3.2006, s. 16, og statsstøttesag nr. C 72/2003 — Det Forenede Kongerige (»Invest Northern Ireland Venture 2003-ordningen«), EUT L 236 af 13.9.2005, s. 14.

(187) Støttens omfang er beregnet, så Investbx sættes i stand til at opnå stordriftsfordele og få en tilstrækkelig størrelse, så den kan balancere efter fem år. Der er et støtteloft på 3 mio. GBP. Dette dækker kun forskellen mellem de anslåede indtægter fra Investbx' drift og omkostningerne til de første fem års drift. Den egentlige støtte bliver begrænset til, hvad der er nødvendigt for at dække mulige tab. Hvis Investbx' resultater bliver så gode, at de dækker de administrative omkostninger, inden det fuldstændige støttebeløb er brugt, tilbageføres den resterende del af tilskuddet til AWM.

(188) Kommissionen ser positivt på det forhold, at støtten er begrænset til fem år. Efter femårsperioden vil den regionale myndighed, AWM, enten lukke Investbx ned eller sælge sine aktier gennem et åbent ikke-diskriminerende offentligt udbud, som enhver markedsaktør kan deltage i, herunder Ofex. AWM får derefter tilbageført mindst en andel af det samlede tilskud og muligvis endog mere i form af salgsprisen for Investbx.

(189) Kommissionen mener, at støtte er begrænset til det strengt nødvendige og dermed er proportional.

6.3.5. *Konkurrencefordrejninger og påvirkning af samhandelen skal begrænses for at sikre, at støtteforanstaltningen som helhed ikke er i strid med den fælles interesse*

(190) I henhold til punkt 5.3 i Retningslinjerne for risikokapital skal Kommissionen vurdere foranstaltningens negative virkninger for at veje dem imod de positive virkninger. I det følgende drøftes den mulige fortrængningseffekt for mulige konkurrenter og andre negative virkninger.

6.3.5.1. ***Mulige konkurrenter og i hvilken udstrækning de risikerer at blive fortrængt***

(191) Investbx' vigtigste ydelse bliver at sørge for, at der rejses egenkapital i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP for SMV. De dertil knyttede ydelser, som Investbx stiller til rådighed, er accessoriske og sigter på det primære formål, nemlig at kanalisere egenkapital over i SMV. Selv om der er visse fordele ved at investere i SMV lokalt, udgør det geografiske marked for disse investeringsbeløb mindst hele Det Forenede Kongerige, da de SMV, der allerede har modtaget sådan finansiering, har opnået den gennem kilder i andre dele af Det Forenede Kongerige, f.eks. London. Selv om der er beretninger om finansiering i udlandet ([41]), vil egenkapitalmarkedet for størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP almindeligvis være nationalt.

([41]) Warwick University indsendte en case study vedrørende en SMV fra West Midlands, der havde modtaget egenkapitalfinansiering fra Australien.

(192) I det følgende drøftes de sandsynlige virkninger af støtten på konkurrenterne. Konkurrenter, som tilvejebringer eller kanaliserer egenkapitalfinansiering i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP, kan omfatte business angels, venturekapitalister, børsmæglere, alternative handelssystemer samt de etablerede fondsbørser, AIM og LSE.

(193) Sammenlignet med finansiering fra business angels på den ene side, vil Investbx forenkle tilvejebringelsen af større beløb, og på den anden side stilles der større oplysningskrav og krav om uafhængige undersøgelser i forhold til business angels. Selv om nogle business angels, der arbejder i netværk eller syndikater, kan frembringe lignende egenkapitalbeløb, vil deres konkurrence med Investbx i denne sag være rimelig begrænset, da sådanne business angels normalt vil tilbyde egenkapital billigere end Investbx, da de ikke kræver samme niveau vedrørende forskning og oplysning. Endvidere vil business angels endog kunne drage fordel af foranstaltningen ved at investere gennem Investbx. Kommissionen modtog kun positive bemærkninger fra business angel-grupperne.

(194) Privat venturekapitalfonde fokuserer som påvist ovenfor først og fremmest på større handler. Investbx vil bidrage til SMV-vækst, som efterfølgende vil kunne overtages af venturekapitalfonde eller investorer på de mere etablerede markeder. En mindre grad af konkurrence med disse fonde, som yder mindre beløb i form af egenkapital, kan ikke udelukkes. Kommissionen modtog kun positive bemærkninger fra repræsentanter for venturekapitalindustrien, navnlig Catapult Venture Managers Ltd. og Advantage Growth Fund. Da de væsentligste karaktertræk ved Investbx er at rejse kapital for SMV fra investorer og fungere som handelsplatform, yder Investbx ikke selv finansiering til de virksomheder, der bliver handlet. Derfor vil der kun i et yderst begrænset omfang være konkurrence med venturekapitalfondene.

(195) Fra børsmæglerkredse modtog Kommissionen kritiske bemærkninger fra JP Jenkins, der hævder, at Investbx bliver en direkte konkurrent og får en konkurrencemæssig fordel ved den ydede statsstøtte, som vil kunne føre til konkurrencefordrejning til skade for JP Jenkins' stilling. Kommissionen bemærker i denne henseende, at de britiske myndigheder erklærer, at JP Jenkins driver en forretningsmodel, der er forskellig fra Investbx'. JP Jenkins er et execution-only børsmæglerselskab og prisstiller og matcher handler i unoterede værdipapirer uden for børsen. Der findes endvidere ingen forpligtende regler for dette marked. De britiske myndigheder anfører således, at JP Jenkins Stockbrokers ikke udfylder den funktion, som er Investbx' vigtigste formål, nemlig at rejse kapital for SMV. De samme argumenter er gyldig for andre execution-only børsmæglers aktivitet. Med hensyn til JP Jenkins' øvrige påstande,

handlede denne børsmægler i hvert fald inden juni 2006, hvor muligheden for at søge per region blev fjernet fra selskabets websted, et samlet antal på 157 virksomheder, hvoraf kun fire fra West Midlands. Kommissionen mener derfor, at Investbx' mulige virkning for JP Jenkins mindst må være meget begrænset.

(196) Investbx skal være aktiv på markedet for handelsplatforme til egenkapitalfinansiering for virksomheder, der ikke kan noteres på de vigtigste fondsbørser i Det Forenede Kongerige. LSE anses ikke for at være en mulig konkurrent til Investbx, da de virksomheder, der handles på de to markeder, er forskellige både med hensyn til størrelse og andre elementer, som LSE stiller krav til. For at blive noteret på LSE skal virksomhederne især opfylde visse kriterier, såsom at mindst 25 % af aktierne skal være i frit omløb, 3 års aktiehandelserfaring og arbejdskapital for mindst de kommende 12 måneder, eller en minimumsmarkedskapitalisering. Endvidere er AIM mindre egnet til egenkapitalfinansiering under 2 mio. GBP, da de direkte omkostninger ved at rejse et sådant beløb gennemsnitligt kan udgøre op til 20-26 % af den rejste kapital. AIM yder ikke den samme slags ydelser til SMV som Investbx. SMV, der rejser 2 mio. GBP, afholder sig derfor fra at benytte AIM.

(197) Nuværende alternative handelssystemer, som Ofex og The Share Centre, kan også tilvejebringe primær- og sekundærfinansiering til SMV. For så vidt angår den konkurrencevilkårene generelt på markedet som helhed, vil virkningerne af Investbx være begrænset til kun en region i Det Forenede Kongerige. Tilvejebringelsen af kapital og mæglervirksomhed er endvidere allerede mindre udviklet i denne region end i Det Forenede Kongerige som helhed. Vedrørende mulig konkurrence med Ofex især erindrer Kommissionen om, at kun 5 % af de virksomheder, der handles på Ofex for øjeblikket, er beliggende i West Midlands. I alt 10 virksomheder fra denne region var mellem 2000 og 2005 optaget til omsætning på Ofex. Af de nu optagede virksomheder er kun 2 optaget siden 2003. Ofex driver virksomhed på nationalt plan og sigter på international handel, og det kan ikke udelukkes, at Ofex vil anvende sin udbyggede platform til handel med betydelige mængder samt med aktier i større virksomheder, som kan noteres andre steder. Som de britiske myndigheder endvidere anfører, har Ofex i de seks år siden 2000 kun rejst 3,5 mio. GBP i form af primær finansiering for 5 virksomheder i West Midlands. Samtidigt lykkedes det Ofex at rejse finansiering til et beløb på 43,3 mio. GBP som primærfinansiering inden for størrelsesordenen 0,5 mio. GBP til 2 mio. GBP til i alt 39 virksomheder overalt i Det Forenede Kongerige. Muligheden for konkurrencefordrejninger i form af mængder af primærfinansiering og antal virksomheder i West Midlands, der muligvis vil skifte fra Ofex til Investbx, er derfor meget begrænset.

(198) Kommissionen mener, at der ikke vil være tale om nogen konkurrencefordrejning overhovedet, hvis Investbx ikke lykkes og ikke rejser kapital og/eller handler nogen SMV. I så tilfælde vil foranstaltningen bare være ineffektiv, men ikke fordrejende.

(199) For så vidt angår de SMV, som der investeres i gennem Investbx, vil konkurrencefordrejningen også være begrænset. Deres fordel er begrænset til regionen West Midlands og til en bedre adgang til finansielle tjenesteydelser via den pakke af ydelser, som i øvrigt udbydes på markedsvilkår, og det forhold, at der kan rejses kapital fra lokale investorer, som de under alle omstændigheder skal betale et gebyr på 6 % for. Adgangen til Investbx er endvidere åben for SMV fra West Midlands, der opfylder oplysningskraven og frembringer en uafhængig forskningsundersøgelse. Det er de private investorer, som i sidste ende træffer beslutning om hvilke SMV, der har de mest investeringsattraktive forretningsplaner.

6.3.5.2. *Anden konkurrencefordrejning*

(200) Om anden konkurrencefordrejning som omhandlet i punkt 5.3.2 i Retningslinjerne for risikokapital skal Kommissionen undersøge, hvorvidt foranstaltningen vil føre til skabelse af en væsentlig markedsposition for mål-SMV, hvorvidt den kan have den virkning, at ineffektive virksomheder eller sektorer holdes i live, hvorvidt den vil føre til overkapacitet med hensyn til finansiering af risikokapital, og hvorvidt støtteforanstaltningen kan opbygge en ineffektiv allokering af produktionsfaktorer mellem regionerne.

(201) Som anført under vurderingen af tilstedeværelsen af statsstøtte for SMV vil mål-SMV modtage risikokapital fra private investorer uden noget støtteelement. De får kun den fordel, at de kan bruge de tjenesteydelser, der i øvrigt ellers ikke findes på markedet. Fordelens iboende karakter gør, at den ikke alene kan føre til opbygning af markedsstyrken. På lignende vis gør investeringsbeslutningernes private karakter, at foranstaltningen ikke kan få den virkning, at ineffektive virksomheder eller sektorer holdes i live eller ændre på allokering af produktionsfaktorer mellem regionerne.

6.3.5.3. *Andre faktorer, der begrænser den konkurrencefordrejende virkning*

(202) Kommissionen mener, at støtten på 3 mio. GBP til Investbx kan fordreje konkurrencen, men at der er flere aspekter, der begrænser den skade, støtten måtte kunne forvolde for konkurrenter. Foranstaltningen er begrænset med hensyn til støttebeløbets omfang, den geografiske virkning og over tid.

(203) For det første begrænses støtten til Investbx absolut til et maksimalt beløb på 3 mio. GBP. Støttebeløbet kan ikke forhøjes og er begrænset til, hvad der er strengt nødvendigt for at dække mulige tab i den indledende fase.

(204) For det andet tilbydes tjenesterne til SMV, der udelukkende er beliggende i regionen West Midlands, hvorimod andre markedspladser, såsom Ofex, tilbyder deres ydelser til hele Det Forenede Kongerige og i udlandet. Mulige fordrejende virkninger vil derfor være begrænset til en mindre del af de etablerede markeder.

(205) For det tredje er støtten også begrænset over tid, nemlig fem år. Efter denne periode vil AWM enten sælge sine aktier i Investbx gennem et åbent ikke-diskriminerende offentligt udbud til private investorer eller lukke Investbx ned, hvorefter mulig fordrejning fjernes. I tilfælde af salg vil eventuelt udestående midler fra det oprindelige tilskud blive tilbageført til AWM. Selv om Investbx ikke kun dækker den indledende investering, men også opstartsomkostninger over fem år, mener Kommissionen, at dette beløb er nødvendigt. Da det forventede antal SMV, der årligt vil tilslutte sig markedspladsen Investbx er begrænset, kan det med rimelighed formodes, at stordriftsfordelene kun vil være reelle, og Investbx kun vil kunne balancere, når antallet af handlede SMV når et vist niveau efter flere år.

(206) Ofex gav i sine yderligere bemærkninger udtryk for sin tvivl med hensyn til, om der efter femårsperioden ville være en risiko for, at der ikke kunne findes nogen køber til Investbx, hvorved de på platformen optagne virksomheder ville miste deres handelsfacilitet og aktionærerne deres mulighed for at sælge aktierne, hvorved sidstnævnte ville blive »fastlåst«. De britiske myndigheder bekræftede, at i tilfælde af en mulig nedlukning af Investbx er The Share Centre forpligtet til at opretholde platformen, som Investbx bruger, og SMV vil have mulighed for fortsat at benytte platformen på samme vilkår som under Investbx. Aktionærerne vil i modsætning til, hvad Ofex hævder, have mulighed for fortsat at handle deres aktier og dermed ikke blive fastlåst.

(207) For det fjerde vedrører foranstaltningen udelukkende SMV i ekpansionsfasen. Sigtet med foranstaltningen er at tiltrække flere SMV til egenkapitalmarkedet, som de tidligere ikke deltog i, og dermed skabe nye investeringsmuligheder. De britiske myndigheder har endvidere forpligtet sig til at begrænse transaktionsstørrelserne til højst 2 mio. GBP årligt, hvorimod der på de etablerede markedsplatforme ikke finde nogen sådan øvre grænse.

(208) Endelig begrænses konkurrencefordrejningen ved valget af tjenesteudbyderen gennem en ikke-diskriminerende procedure. Der blev kun indgivet tre bud, hvoraf et var fra Ofex. Valget af tjenesteudbyderen for Investbx blev foretaget på grundlag af kriterier, som var ens for alle tilbudsgivere. The Share Centre's tilbud var bedre i forhold til såvel kvalitative kriterier og prisen.

(209) Investbx får en »eskalatorfunktion« over for de investerings-SMV, der vokser sig så store, at de opfylder kravene for optagelse på de mere etablerede markeder senere i deres udviklingsforløb, hvorfor denne funktion er en fordel for AIM. Eskalatorfunktionen styrkes af begrænsningen af transaktionsstørrelsen til 2 mio. GBP.

(210) Projektet har allerede tiltrukket bred interesse, da det i fremtiden vil kunne anvendes i løsningen af mulige lokale markedssvigt i andre europæiske regioner, som det fremgik af bemærkningerne fra CEBRE og regionen Emilia-Romagna. Det kan blive en interessant og omkostningseffektiv løsningsmulighed for at stimulere risikokapitalmarkedet og understøtte SMV.

(211) For så vidt angår de investorer, der investere i mål-SMV, mener Kommissionen, at den private investering ikke fortrænges som følge af støtteforanstaltningen, men derimod at Investbx giver flere muligheder for private investorer til at forbedre deres adgang til oplysninger om SMV. Endvidere sigter foranstaltningen snarere på den brede offentlighed end de institutionelle investorer.

(212) Det kan imidlertid ikke udelukkes, at Investbx til tiltrække mindst en lille andel af de virksomheder, der ellers ville søge investering på andre markedspladser. Denne virkning vil dog være begrænset over tid, højst fem år, og geografisk til regionen West Midlands, hvor et uløst markedssvigt viser, at regionens potentiel ikke understøttes tilstrækkeligt af andre markedspladser.

(213) Kommissionen mener, at de negative virkninger af støtten i forhold til punkt 5.3 i Retningslinjerne for risikokapital som helhed er begrænsede.

6.3.6. *Kommissionens reaktion på de kritiske bemærkninger fra interesserede parter*

(214) I det følgende beskriver Kommissionen kort sine argumenter imod de kritiske bemærkninger fra interesserede parter.

(215) For så vidt angår likviditetsdræningen, skal Investbx begrænse sine ydelser til SMV fra West Midlands, som søger at rejse egenkapital i størrelsesordenen fra 0,5 til 2 mio. GBP. På dette særlige markedssegment, kan Investbx muligvis kun tiltrække en mindre andel af de investerings-SMV, der benytter sig af andre markedspladser. For investorernes vedkommende tiltrækkes kun de investorer, som er interesseret i at investere i West Midlands. En mulig fare for likviditetsdræning, som det forekommer på de eksisterende markedspladser, er derfor meget begrænset. Investbx skal på den anden side bidrag til at samle likviditet gennem en koncentrering på de auktioner, der tilrettelægges for flere værdipapirer og transaktioner, hvoraf de fleste ellers ville blive handlet særskilt.

(216) Investbx skal opfylde en række administrations- og oplysningskrav, som det sig bør for et alternativ handelssystem. Det vil blive overvåget af The Share Centre, et FSA-reguleret selskab som forklaret i beskrivelsen ovenfor.

(217) For så vidt angår den påståede konkurrencefordrejning til skade for JP Jenkins, bemærker Kommissionen, at JP Jenkins bygger på en helt anden forretningsmodel. JP Jenkins handler unoterede virksomheder eller virksomheder, der ikke mere er noteret hos Ofex, AIM eller LSE. Det er en execution-only børsmægler og prisstiller. Selv om man har mulighed for visning af en tovejspris, betyder dette i henhold til de britiske myndigheder ikke nødvendigvis, at der er aktier til salg eller til køb, men blot at JP Jenkins forsøger at matche købere og sælgere. Under alle omstændigheder fremgår det af JP Jenkins' webportal, at selskabet i juni 2006 kun handlede 4 virksomheder fra West Midlands ud af de 157 virksomheder handlet i alt. Kommissionen mener derfor, at Investbx' mulige virkning for JP Jenkins må være meget begrænset.

(218) Vedrørende Ofex' påstand om, at Kommissionen baserer sin foreløbige vurdering på oplysninger, der er ufuldstændige, forældede og uoverensstemmende med virkeligheden på de britiske kapitalmarkeder, bemærker Kommissionen, at den foretager sin vurdering på grundlag af de seneste tilgængelige data og undersøgelser, navnlig BVCA-rapporterne om investeringsaktiviteter i 2003, 2004 og 2005, samme institutions undersøgelser, *BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Surveys*, fra 2003, 2004 og 2005, det britiske Finansministeriums rapporter og andre kilder under hele forløbet hen imod beslutningens vedtagelse. Hverken Ofex eller andre interesserede parter tilvejebragte modsigende materiale eller nyligere undersøgelser eller data.

(219) Ofex hævder, at der ikke er noget bevis for mangel på oplysninger til SMV om, hvordan man skaffer sig adgang til egenkapitalfinansiering, for fejlslagne forsøg på at rejse egenkapital hos Ofex eller AIM for West Midlandsvirksomhederne med bæredygtige forretningsplaner eller for investorernes mangel på oplysninger om investeringsvirksomhederne. For det første anføres det i Deloitte-rapporten »*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*« ([42]), udarbejdet på grundlag af interviews med markedsaktører, at der mangler almindelig viden og bevidsthed om SMV's finansieringsmuligheder. Det afsløres i rapporten, at lav investeringsvillighed var den største hindring for adgangen til finansiering i hele West Midlands. Investeringsvillighed vedrører virksomhedernes holdning til finansiering, kvaliteten af virksomhedsdokumentationen og et projekts helt generelle synlighed. For det andet gennemførte de britiske myndigheder en undersøgelse, der viser, at mindst 10 SMV fra West Midlands kunne optages i Investbx om året. De tilvejebragte endvidere erklæringer fra en venturekapitalist om, at mange SMV med bæredygtige forretningsplaner afvises af venturekapitalfonde, og disse kan være egnet for Investbx. For det tredje citerer de frembragte undersøgelser mangel på pålidelige investoroplysninger som en af årsagerne til markedssvigtet ([43]).

([42]) 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), s. 36 og 39; ECOTEC: *Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand (2004)*, s. 16-18.

(220) Med hensyn til det kommercielle behov for Investbx bemærker Kommissionen, at de britiske myndigheder fremlagde resultaterne af en undersøgelse, de foretog i 2003 blandt 21 konsulentfirmaer om, hvor mange virksomheder de ville forvente at kunne introducere til Investbx om året. 13 ud af 20 firmaer svarede, at de ville forvente at kunne foreslå mellem en og seks virksomheder om året. I betragtning af at ikke alle konsulentfirmaer, der er aktive i West Midlands, blev kontaktet, er Kommissionen enig i, at et anslået antal på mellem fem og tolv virksomheder optaget på Investbx om året kan betragtes som et forsigtigt bud. I en anden undersøgelse foretaget i 2003 blandt repræsentanter fra det regionale erhvervsliv følte 88 % ud af 41 besvarelser endvidere, at de etablerede kapitalmarkeder ikke opfylder SMV's finansieringsbehov. I samme undersøgelse gav 68 % udtryk for, at Ofex kun var lidt anvendt som finansieringskilde for SMV. Selv om Ofex hævder at være blevet omstruktureret i 2003 og at have indført en regionschef, er i 2004 og 2005 kun en ny virksomhed fra West Midlands noteret på Ofex. Uoverensstemmelsen med potentiel efterspørgsel og den udstrækning, efterspørgslen opfyldes af Ofex eller en anden etableret markedsplads, synes at antyde, at der er behov for Investbx.

(221) Ofex hævder, at Investbx ikke efter reglerne kan tilvejebringe flere oplysninger om forretningsprospekter for målvirksomhederne end, hvad der er tilgængelig hos Ofex og AIM. I henhold til de britiske myndigheder har Investbx imidlertid tilladelse til og agter at gøre uafhængig forskning om SMV tilgængelig for alle investorer i form at en ydelse, som for øjeblikket ikke er en forudsætning for at få adgang til etablerede markedspladser. Vedrørende investorbeskyttelse anførte de britiske myndigheder, at i sin egenskab af udpeget repræsentant for en FSA-reguleret virksomhed, The Share Centre, underlægges Investbx kravene i loven fra 2000 om finansielle tjenesteydelser og markeder, ligesom The Share Centre skal sikre, at Investbx benytter bedste praksis som fastlagt i FSA's kodeks for forretningspraksis.

(222) Vedrørende transaktionsomkostningerne hævder de britiske myndigheder, at Investbx vil sikre tilvejebringelse af forskning og fremlæggelse af samme til en pris, som i gennemsnit vil være meget lavere, og Investbx vil samtidig fjerne den prisstillermargen, der er mellem tilbuds- og udbudsprisen.

(223) Hvis Investbx ikke er økonomisk bæredygtig efter fem år og ikke kan sælges, vil der ske en nedlukning. De virksomheder, som er noteret hos Investbx på det tidspunkt, kan imidlertid så vælge at blive overtaget af The Share Centre, som garanterer investorer og investeringsvirksomhederne en sikker fortsættelse af handelen på platformen til samme gebyrer og på samme øvrige vilkår som anført i udvælgelsesproceduren, da tjenesteudbyderen

for Investbx blev udvalgt. Denne ordning indførtes for at forebygge frygt for investeringers fastlåsning hen imod udgangen af støtteperiodens femte år.

(224) Vedrørende argumentet om, at et auktionsbaseret system er mindre velegnet til handel med SMV-aktier, bemærker Kommissionen, at begge systemer indebærer fordele. Prisstillersystemet giver mulighed for handel på et hvilket som helst tidspunkt, hvorimod det auktionsbaserede system fjerne prisspredningen. De britiske myndigheder har yderligere erklæret, at Investbx vil sigte på at tiltrække investorer med langsigtede perspektiver, og som tillægger det mindre betydning, om deres aktier kan handles på daglig basis. Under alle omstændigheder er det ikke Kommissionens opgave at indføre et mere hensigtsmæssigt system. Kommissionen bemærker blot, at Investbx kan bidrage til en korrigering af markedssvigtet.

(225) Ofex hævder, at eskalatorfunktionen er fuldstændigt dækket ind af Ofex, AIM og LSE. Kommissionen bemærker, at Investbx sigter på at bidrage til at bygge bro over det første skridt, når en SMV fra West Midlands stiger op ad stigen mod AIM. På den liste, som Ofex har tilvejebragt, over virksomheder, der overgik fra Ofex til AIM i de seneste tre år, figurerer kun en virksomhed fra West Midlands. I betragtning af, at AIM er et marked i hastig vækst, formoder Kommissionen, at der under alle omstændigheder vil være rum for Investbx for at supplere Ofex' bestræbelser på at bringe nye virksomheder til AIM.

(226) Kommissionen erkender imidlertid, at der er en risiko for, at målsætningerne for Investbx, det være sig at rejse kapital for SMV eller hjælpe på vej mod et mere etableret marked, måske ikke nås. En sådan risiko er en iboende karakter ved et pilotprojekt. Det er årsagen til, at private investorer ikke var villige til at investere i projektet, og hvorfor der må benyttes statsstøtte.

(227) Ofex har ret i, at støtten for størstedelens vedkommende ikke er rettet mod dækning af SMV's omkostninger, men Investbx' opstartsudgifter. Investeringsvirksomhederne modtager egenkapitalfinansiering fra private investorer på markedsvilkår. Støtten er nærmere direkte rettet mod en markedsplads, der kan hjælpe med at effektivisere kanaliseringen af finansieringsmidlerne.

(228) Vedrørende tilskyndelsesvirkningen muliggør støtten et regionalt alternativs handelssystem med etablering af yderligere tjenester, og som også indfører en ny kanal for formidling af relevante oplysninger mellem investorer og de virksomheder, de kan investere i. Støtten tilskynder således til oprettelsen af Investbx og til korrigering af markedssvigtet.

(229) […] (*).

(230) Vedrørende Ofex' bekymring for, at Investbx vil fortrænge private investeringer til eksisterende eller potentielle markeder, udelukker Kommissionen ikke denne mulighed i et begrænset omfang, men erindrer om, at Investbx' forretningsområde er begrænset til SMV i West Midlands, som ønsker at rejse egenkapital på indtil 2 mio. GBP. De øvrige markedspladser er, så vidt Kommissionen ved, meget lidt aktive på dette segment. Navnlig er kun 7 virksomheder fra West Midlands noteret hos Ofex, som tæller 180 noterede virksomheder. Hvis Investbx-projektet ikke lykkes, betyder det, at omsætningen er for lille til at være rentabel, og det vil sandsynligvis ikke påvirke nogen af konkurrenterne på nogen måde. Hvis Investbx derimod får succes, vil AWM sælge efter fem år til private investorer gennem en åben udbudsprocedure og dermed tiltrække flere private investeringer til markedet for denne form for finansielle tjenesteydelser. Under alle omstændigheder er det op til de private investorer at vurdere, hvilken form for markedsplads, der kan yde den bedste service, er mest innovativ og tilbyder de højeste afkastmuligheder for deres investeringer. På den ene side er det sandt, at Investbx i løbet af de første fem år ikke vil skulle betale dividender til den offentlige investor. Investbx skal i de første fem år opkræve gebyrer for ydelserne, så regnskabet balancerer inden fem år. Med udsigten til salget er det endelige mål imidlertid at udvikle sig til en rentabel virksomhed, som må skaffe indtjening, når først salget er en realitet. Ofex hævder, at Investbx kan virke hæmmende på innovation på finansmarkederne. Den måde, som Investbx skal fungere på, udgør dog i sig selv en større innovation. Investbx er egentlig en kombination af flere forskellige innovative elementer.

6.4. **Afvejning og konklusion**

(231) Kommissionen erkender, at oprettelsen af Investbx er en foranstaltning, der sigter på at fjerne et markedssvigt og vil tilskynde SMV til at rejse egenkapital.

(232) Kommissionen mener, at støtten på 3 mio. GBP til Investbx står i forhold til det tilsigtede mål. Der er flere aspekter, der begrænser den skade, foranstaltningen eventuelt måtte forvolde for konkurrenterne. Foranstaltningen er begrænset med hensyn til den geografiske virkning, over tid og vedrørende målgruppevirksomheder.

(233) I lyset af ovenstående betragtninger er Kommissionen kommet til den konklusion, at støtten bidrager til at afbøde et markedssvigt og muliggør udviklingen af en regional platform for egenkapitalfinansiering, som gør det lettere for SMV at skaffe egenkapitalfinansiering, samtidig med at den ikke ændrer samhandels- og konkurrencevilkårene i Fællesskabet i et omfang, der strider mod de fælles interesser. Støtten til Investbx er derfor forenelig med det fælles marked i henhold til Retningslinjerne for risikokapital.

(*) Forretningshemmelighed.

6.5. **Kumulering**

(234) De britiske myndigheder har givet tilsagn om, at tilskuddet til Investbx ikke vil blive kumuleret med anden statsstøtte for Investbx' vedkommende. For så vidt angår mål-SMV, udgøres den fordel, de kan drage af foranstaltningen af den adgang, de får til Investbx' ydelser, og som de ellers ikke ville have adgang til eller ikke på samme vilkår. De modtager egenkapitalfinansiering, som ikke indeholder noget statsstøtteelement, udelukkende fra private midler. Støtteelementet ligger ikke i egenkapitalfinansieringen, hvorfor reglerne i afsnit 6 i Retningslinjerne for risikokapital, som er til hinder for kumulering af støttet risikokapital med andre støtteforanstaltninger, ikke finder anvendelse på de SMV, der benytter Investbx.

7. **OVERVÅGNING**

(235) I betragtning af den innovative karakter, kompleksiteten og foranstaltningens mulighed for at kunne bringes i anvendelse i andre regioner i Det Europæiske Fællesskab for at bidrage til korrigering af markedssvigt på regionalt plan, ønsker Kommissionen at overvåge virkningerne og resultaterne af Investbx-foranstaltningen. De britiske myndigheder skal årligt indgive en rapport om foranstaltningen, om antallet af SMV, der rejses kapital for, og mængden af den rejste kapital for hver enkelt SMV, så Kommissionen kan vurdere, hvorvidt foranstaltningen faktisk er velegnet til at tackle markedssvigt på under 2 mio. GBP. For at kunne evaluere virkningerne på udbudssiden skal de britiske myndigheder ligeledes angive mængden af investeringskapital, der rejses for hver investortype. For at kunne måle foranstaltningens rentabilitet og overvåge anvendelsen af statsmidlerne skal de britiske myndigheder tilsende Kommissionen Investbx' årsregnskaber. Ved udgangen af det femte år efter oprettelsen af Investbx skal de britiske myndigheder oplyse Kommissionen om, hvorvidt Investbx med held blev solgt til private investorer gennem en offentlig udbudsprocedure, eller om Investbx blev lukket —

VEDTAGET FØLGENDE BESLUTNING:

Artikel 1

Den støtte, som Det Forenede Kongerige påtænker at yde i form af et tilskud på 3 mio. GBP til fordel for Investbx, er forenelig med fællesmarkedet efter traktatens artikel 87, stk. 3, litra c).

Støtten kan følgelig godkendes.

Artikel 2

Det Forenede Kongerige sender hvert år en rapport om gennemførelsen af støtten, og rapporten skal indeholde følgende elementer:

— antallet af SMV, der blev rejst kapital for

— mængden af den rejste kapital for hver enkelt SMV

— mængden af investeringskapital, der rejses for hver investortype, og

— årsregnskab.

Ved udgangen af det femte år efter oprettelsen af Investbx skal Det Forenede Kongerige oplyse Kommissionen om, hvorvidt Investbx med held blev solgt til private investorer gennem en offentlig, åben og ikke-diskriminerende udbudsprocedure, eller om Investbx blev lukket.

Artikel 3

Denne beslutning er rettet til Det Forenede Kongerige Storbritannien og Nordirland.

Udfærdiget i Bruxelles, den 20. december 2006

På Kommissionens vegne

Neelie KROES

Medlem af Kommissionen