II

(Πράξεις εγκριθείσες δυνάμει των συνθηκών ΕΚ/Ευρατόμ των οποίων η δημοσίευση δεν είναι υποχρεωτική)

ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

ΕΠΙΤΡΟΠΗ

ΑΠΟΦΑΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΤΡΟΠΗΣ

της 20ής Δεκεμβρίου 2006

σχετικά με την ενίσχυση προς το «Investbx» C 36/2005 την οποία σχεδιάζει να εφαρμόσει το Ηνωμένο Βασίλειο

[κοινοποιηθείσα υπό τον αριθμό Ε(2006) 5808]

(Το κείμενο στην αγγλική γλώσσα είναι το μόνο αυθεντικό)

(Κείμενο που παρουσιάζει ενδιαφέρον για τον ΕΟΧ)

(2008/126/ΕΚ)

Η ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΤΩΝ ΕΥΡΩΠΑΪΚΩΝ ΚΟΙΝΟΤΗΤΩΝ

Έχοντας υπόψη:

τη συνθήκη για την ίδρυση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, και ιδίως το άρθρο 88, παράγραφος 2, πρώτο εδάφιο,

τη συμφωνία για τον Ευρωπαϊκό Οικονομικό Χώρο, και ιδίως το άρθρο 62, παράγραφος 1, στοιχείο α)

αφού κάλεσε τα ενδιαφερόμενα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους σύμφωνα με τις εν λόγω διατάξεις [1] και αφού έλαβε υπόψη αυτές τις παρατηρήσεις,

Εκτιμώντας τα ακόλουθα:

1. ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ

(1) Με επιστολή της 26ης Ιουλίου 2005, που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 28 Ιουλίου 2005, οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου κοινοποίησαν στην Επιτροπή το προαναφερθέν μέτρο ενίσχυσης, σύμφωνα με το άρθρο 83, παράγραφος 3 της συνθήκης ΕΚ.

(2) Η Επιτροπή ζήτησε περαιτέρω πληροφορίες στις 19 Αυγούστου 2005 και στις 8 Σεπτεμβρίου 2005 πραγματοποιήθηκε συνάντηση μεταξύ εκπροσώπων του Ηνωμένου Βασιλείου και της Επιτροπής. Στη διάρκεια της εν λόγω συνάντησης οι εκπρόσωποι του ΗΒ έδωσαν πρόσθετες πληροφορίες.

(3) Στις 26 Σεπτεμβρίου 2005, η Επιτροπή έλαβε καταγγελία από την επιχείρηση PLUS Markets Group plc (πρώην Ofex Holdings plc) (στη συνέχεια «Ofex»).

(4) Με επιστολή της 20ής Οκτωβρίου 2005, η Επιτροπή ενημέρωσε το Ηνωμένο Βασίλειο σχετικά με την απόφασή της να κινήσει την προβλεπόμενη στο άρθρο 88, παράγραφος 2 της συνθήκης ΕΚ διαδικασία σχετικά με αυτό το μέτρο.

(5) Με επιστολή της 11ης Νοεμβρίου 2005, η Επιτροπή κοινοποίησε την απόφασή της να κινήσει την προβλεπόμενη στο άρθρο 88, παράγραφος 2 της συνθήκης ΕΚ διαδικασία στο ενδιαφερόμενο μέρος Ofex.

(6) Η απόφαση της Επιτροπής να κινήσει τη διαδικασία δημοσιεύθηκε στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης* [2]. Η Επιτροπή κάλεσε τα ενδιαφερόμενα μέρη να υποβάλουν τις παρατηρήσεις τους.

(7) Με επιστολή της 21ης Νοεμβρίου 2005, η οποία πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή την ίδια ημερομηνία, το Ηνωμένο Βασίλειο απάντησε στην απόφαση της Επιτροπής να κινήσει τη διαδικασία.

(8) Η Επιτροπή έλαβε παρατηρήσεις από 20 ενδιαφερόμενα μέρη:

α) από το The Share Centre με επιστολή της 10ης Νοεμβρίου 2005 η οποία πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 23 Νοεμβρίου 2005·

[1] ΕΕ C 288 της 19.11.2005, σ. 13.

[2] Βλ. υποσημείωση 1.

β) από την Ofex με επιστολές της 25ης Νοεμβρίου 2005, που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή την ίδια ημερομηνία, και της 15ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή την επόμενη ημέρα·

γ) από την Mazars με επιστολή της 24ης Νοεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 5 Δεκεμβρίου 2005·

δ) από τον Sir Albert Bore με επιστολή της 30ής Νοεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 6 Δεκεμβρίου 2005·

ε) από την Quoted Companies Alliance με επιστολή της 16ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή την ίδια ημέρα·

στ) από την Hembury Associates Ltd, με επιστολή της 16ης Δεκεμβρίου 2005, που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 19 Δεκεμβρίου 2005·

ζ) από την Hamilton Pratt, με επιστολή της 13ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 19 Δεκεμβρίου 2005·

η) από την Regione Emilia-Romagna, με επιστολή της 15ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 20 Δεκεμβρίου 2005·

θ) από την JP Jenkins, με επιστολή της 13ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 20 Δεκεμβρίου 2005·

ι) από την Aston Science Park, με επιστολή της 14ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 22 Δεκεμβρίου 2005·

ια) από την Robert Huggins Associates, με επιστολή της 13ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 22 Δεκεμβρίου 2005·

ιβ) από την Catapult Venture Managers, με επιστολή της 12ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 22 Δεκεμβρίου 2005·

ιγ) από την EEF West Midlands με επιστολή της 14ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 23 Δεκεμβρίου 2005·

ιδ) από την Ofex, με επιστολή της 19ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 23 Δεκεμβρίου 2005·

ιε) από την CEBRE, με επιστολή της 16ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 23 Δεκεμβρίου 2005·

ιστ) από το West Midlands Business Council, με επιστολή της 22ας Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 3 Ιανουαρίου 2006·

ιζ) από την Birmingham Forward, με επιστολή της 19ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 3 Ιανουαρίου 2006·

ιη) από την Συνομοσπονδία West Midlands Chambers of Commerce, με επιστολή της 20ής Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 3 Ιανουαρίου 2006·

κ) από την Advantage Growth Fund, με επιστολή της 5ης Ιανουαρίου 2006 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 10 Ιανουαρίου 2006·

κα) από το Πανεπιστήμιο του Warwick, με επιστολή της 16ης Δεκεμβρίου 2005 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 16 Ιανουαρίου 2006·

(9) Οι αντιπρόσωποι της Ofex ανέπτυξαν τη θέση τους σε συνεδρίαση με την Επιτροπή στις 16 Δεκεμβρίου 2005.

(10) Με επιστολές της 22ας Δεκεμβρίου 2005, της 13ης Ιανουαρίου 2006 και της 19ης Ιανουαρίου 2006, η Επιτροπή διαβίβασε τις παρατηρήσεις των ενδιαφερομένων μερών στο Ηνωμένο Βασίλειο, για να δώσει στις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου τη δυνατότητα να απαντήσουν.

(11) Στη συνάντηση μεταξύ των αρχών το HB και της Επιτροπής, στις 30 Ιανουαρίου 2006, οι αρχές του HB έδωσαν εξηγήσεις. Η Επιτροπή ζήτησε περαιτέρω πληροφορίες.

(12) Οι πληροφορίες αυτές καθώς και η απάντηση των αρχών του Ηνωμένου Βασιλείου στις παρατηρήσεις των τρίτων μερών ελήφθησαν με επιστολές της 3ης Φεβρουαρίου 2006, που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή την ίδια ημέρα, και της 7ης Φεβρουαρίου, η οποία πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 10 Φεβρουαρίου 2006.

(13) Η Επιτροπή ζήτησε περαιτέρω πληροφορίες από το Ηνωμένο Βασίλειο με επιστολές της 15ης Φεβρουαρίου 2006 και της 6ης Απριλίου 2006. Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου διεβίβασαν αυτές τις πληροφορίες με επιστολές της 2ας Μαρτίου 2006, που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή την επόμενη ημέρα, και της 7ης Απριλίου 2006, που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 12 Απριλίου 2006.

(14) Το Ηνωμένο Βασίλειο διεβίβασε πρόσθετες πληροφορίες με επιστολή της 3ης Μαΐου 2006 η οποία πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 11 Μαΐου 2006.

(15) Με ηλεκτρονικό μήνυμα και επιστολή της 25ης Μαΐου 2006, που περιείχαν τις ίδιες πληροφορίες και πρωτοκολλήθηκαν από την Επιτροπή στις 29 και 30 Μαΐου 2006 αντίστοιχα, η Ofex ισχυρίστηκε ότι η Advantage West Midlands (στη συνέχεια «AWM») ελάμβανε προκαταρκτικά μέτρα σε σχέση με το Investbx και ζήτησε από την Επιτροπή να αναβάλει την έκδοση της απόφασης μέχρις ότου η Ofex θα ήταν σε θέση να δώσει περισσότερες πληροφορίες. Με ηλεκτρονικό μήνυμα της 31ης Μαΐου 2006, που πρωτοκολλήθηκε την ίδια ημερομηνία, η Ofex ζήτησε να ενημερωθεί πριν την έκδοση της απόφασης και να της δοθεί η απόφαση πριν δημοσιευτεί. Με ηλεκτρονικό μήνυμα της 9ης Ιουνίου 2006, που πρωτοκολλήθηκε την ίδια ημέρα, και με επιστολή της 9ης Ιουνίου 2006 που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 13 Ιουνίου 2006, η Ofex επανέλαβε το αίτημά της να αναβληθεί η έκδοση της απόφασης.

(16) Με δύο ηλεκτρονικά μηνύματα της 4 Ιουλίου 2006, που πρωτοκολλήθηκαν από την Επιτροπή στις 6 Ιουλίου 2006, το Ηνωμένο Βασίλειο έδωσε περισσότερες πληροφορίες στην Επιτροπή.

(17) Με ηλεκτρονικό μήνυμα της 12ης Μαΐου 2006, που πρωτοκολλήθηκε από την Επιτροπή στις 13 Μαΐου 2006, η Ofex ενημέρωσε την Επιτροπή ότι υπήρχε δυνατότητα ελεύθερης πρόσβασης σε ένα διαδικτυακό τόπο του Investbx.

(18) Με επιστολή της 26ης Ιουλίου 2006, που πρωτοκολλήθηκε στην Επιτροπή την 1η Αυγούστου 2006, η Angelbourse ισχυρίστηκε ότι είναι μηχανισμός διαπραγμάτευσης μετοχών για μικρότερες εταιρείες και ότι το Investbx συνιστά αθέμιτο ανταγωνισμό. Η επιστολή ελήφθη αφού είχε παρέλθει διάστημα μεγαλύτερο των επτά μηνών μετά τη λήξη της προθεσμίας υποβολής των παρατηρήσεων τρίτων μερών και οι ισχυρισμοί της δεν τεκμηριώνονταν και, ως εκ τούτου, η Επιτροπή δεν την έλαβε υπόψη.

(19) Με ηλεκτρονικά μηνύματα της 3ης Αυγούστου 2006, που πρωτοκολλήθηκαν στην Επιτροπή την ίδια ημέρα, η Ofex ενημέρωσε την Επιτροπή σχετικά με την ύπαρξη και τις δραστηριότητες της Angelbourse.

(20) Με επιστολή της 7ης Αυγούστου 2006, η Επιτροπή ζήτησε περισσότερες πληροφορίες από το Ηνωμένο Βασίλειο.

(21) Με ηλεκτρονικά μηνύματα της 23ης Οκτωβρίου 2005, που πρωτοκολλήθηκαν στην Επιτροπή την ίδια ημέρα, το Ηνωμένο Βασίλειο απάντησε στο αίτημα της Επιτροπής.

2. ΛΕΠΤΟΜΕΡΗΣ ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΕΤΡΟΥ

(22) Με βάση τις πληροφορίες που έδωσε το Ηνωμένο Βασίλειο, η Επιτροπή συνοψίζει το κοινοποιηθέν μέτρο ως εξής:

2.1. **Στόχος του Investbx**

(23) Ο κύριος στόχος του μέτρου είναι η δημιουργία ενός μέσου που θα επιτρέπει στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις ([3]) οι οποίες βρίσκονται στο στάδιο της επέκτασης ([4]) (στο εξής «ΜΜΕ») στην περιφέρεια West Midlands του Ηνωμένου Βασιλείου να εξασφαλίσουν την κάλυψη του ελλείμματός τους σε ίδια κεφάλαια. ([5]) Το Investbx θα φέρει σε επαφή μεταξύ τους ΜΜΕ, φορείς παροχής υπηρεσιών και επενδυτές, προκειμένου να διευκολυνθούν οι εταιρείες να αντλούν κεφάλαια, δημιουργώντας ένα πρακτικό πλαίσιο έκδοσης και διαπραγμάτευσης νέων μετοχών. Ακόμη, το Investbx θα παρέχει και θα διευκολύνει την παροχή υπηρεσιών σε ΜΜΕ με τις τιμές της αγοράς, για να βελτιώσουν την ικανότητά τους να αντλούν κεφάλαια.

(24) Το μέτρο έχει στόχο να ξεπεραστεί η ανεπάρκεια της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ της περιφέρειας West Midlands, της τάξης μεγέθους από 0,5 εκατομμύρια GBP έως 2,0 εκατομμύρια GBP. Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου δήλωσαν ότι το ανώτατο όριο πρωτογενούς χρηματοδότησης των εταιρειών θα είναι 2 εκατομμύρια GBP ετησίως κατά το πρώτο πενταετές στάδιο, έτσι ώστε ο στόχος του μέτρου να εστιαστεί αυστηρά στην καταπολέμηση της ανεπάρκειας της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ. Ανησυχούν, ωστόσο, ότι η ανεπάρκεια της αγοράς μεταβάλλεται με την πάροδο του χρόνου, διότι οι ιδιώτες επενδυτές προτιμούν να χρηματοδοτούν ολοένα και περισσότερο μεγαλύτερα επενδυτικά σχέδια. Η έκθεση της CBI ([6]) υπολογίζει ότι η ανεπάρκεια της αγοράς αφορά χρηματοδοτήσεις με ποσά από 0,25 μέχρι 3 εκατομμύρια GBP. Κατά συνέπεια, η επιβολή ανώτατου ορίου 2 εκατομμυρίων GBP θα μπορούσε να δημιουργήσει, κατά την άποψη των αρχών του ΗΒ, πραγματικά εμπόδια για την μακροπρόθεσμη επιτυχία του σχεδίου Investbx, εφόσον θα αποκλείονται ορισμένες ΜΜΕ που θα χρειάζονται ενδεχομένως υψηλότερο επίπεδο επένδυσης. Εάν όντως έτσι συμβεί, ο AWM θα συλλέξει τα στοιχεία και θα τα υποβάλει στην Επιτροπή τροποποίηση ζητώντας αύξηση του ανώτατου ορίου.

(25) Στόχος του Investbx είναι να λειτουργήσει ως γέφυρα ανάμεσα σε ιδιώτες επενδυτές, περιλαμβανομένων των «επιχειρηματικών αγγέλων» (*business angels*) και των επενδυτών επιχειρηματικών κεφαλαίων, στους οποίους θα παρέχει μια πρόσθετη δυνατότητα εξόδου, και σε μεγαλύτερες εδραιωμένες αγορές. Το Investbx θα προετοιμάζει επιχειρήσεις που δέχονται επενδύσεις για να εισαχθούν προς διαπραγμάτευση στις μεγαλύτερες εδραιωμένες αγορές, και συγκεκριμένα στο Alternative Investment Market (Παράλληλη Αγορά) (στη συνέχεια «AIM») και το Χρηματιστήριο του Λονδίνου (στη συνέχεια «LSE»).

2.2. **Η νομική βάση του μέτρου**

(26) Η νομική βάση του μέτρου είναι ο Regional Development Agencies Act 1998 ([7]) (Νόμος για τους οργανισμούς περιφερειακής ανάπτυξης του 1998), Τμήμα 5.

2.3. **Προϋπολογισμός και διάρκεια**

(27) Ένας κυβερνητικός οργανισμός, ο West Midlands Regional Development Agency, («AWM»), θα χορηγήσει στο Investbx χρηματοδότηση ανώτατου ποσού 3 εκατομμυρίων GBP για μέγιστη περίοδο πέντε ετών. Το ποσό ενδέχεται να είναι χαμηλότερο ή/και η περίοδος να είναι μικρότερη, εάν το σχέδιο καταστεί αυτάρκες. Το Investbx θα χρησιμοποιήσει αυτή την επιχορήγηση για να καλύψει τις επενδυτικές του ενέργειες και άλλες δαπάνες εκκίνησης που ενδέχεται να μην καλυφθούν από τα έσοδα από τη δραστηριότητά του. Το Investbx θα χρησιμοποιήσει την επιχορήγηση σύμφωνα με σχέδιο χρηματοδότησης που προβλέπει αύξηση του αριθμού των ΜΜΕ οι οποίες θα εξυπηρετηθούν από το Investbx κατά την πρώτη πενταετή περίοδο (συνολικά 47 μέχρι το τέλος της πενταετούς περιόδου), καθώς και αύξηση εσόδων και μείωση της χρήσης της επιχορήγησης για αντιστάθμιση ζημιών μέχρις ότου, το αργότερο σε πέντε έτη, το Investbx παύσει να εμφανίζει ζημίες.

([3]) Ο ορισμός είναι σύμφωνος με τη σύσταση της Επιτροπής της 6ης Μαΐου 2003 σχετικά με τον ορισμό των μικροεπιχειρήσεων και μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΕΕ L 124 της 20.5.2003, σ. 36).

([4]) Οι ΜΜΕ στο στάδιο της επέκτασης είναι ΜΜΕ όπως ορίζονται στο σημείο 2.2 (η) των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια (κοινοτικές κατευθυντήριες γραμμές για τις κρατικές ενισχύσεις που χορηγούνται για την προώθηση των επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ΕΕ C 194 της 18.8.2006, σ. 2).

([5]) Η κάλυψη του ελλείμματος σε ίδια κεφάλαια αφορά επενδύσεις για την κάλυψη ελλείμματος της τάξης από 0,5 έως 2 εκατομμύρια GBP.

([6]) Confederation of British Industry: «*Improving access to finance — Enabling the enterprise revolution*» (Ιούλιος 2006).

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

(28) Σύμφωνα με τις προβλέψεις, ένα μέρος της επιχορήγησης θα χρησιμεύσει ως αποθεματικό. Μετά την εν λόγω περίοδο, το Investbx θα επιστρέψει τα υπόλοιπα αχρησιμοποίητα κεφάλαια στον AWM και ο AWM είτε θα πωλήσει τις μετοχές του Investbx στην αγορά με ανοικτό και χωρίς διακρίσεις διαγωνισμό είτε θα προβεί στο κλείσιμό του.

2.4. **Δικαιούχος του μέτρου**

(29) Ο άμεσος δικαιούχος του μέτρου είναι το Investbx. Το Investbx θα λάβει ανώτατο ποσό 3 εκατομμυρίων GBP υπό μορφή επιχορήγησης του AWM. Κάθε πλεόνασμα από το Investbx θα επανεπενδύεται στο Investbx προς όφελος της περιφερειακής οικονομίας, η προάσπιση της οποίας είναι και αποστολή του AWM. Ο AWM θα ασκεί ισχυρή επιρροή στο Investbx.

(30) Το Investbx θα είναι μια μετοχική εταιρεία. Το εταιρικό καθεστώς θα επιτρέπει στο Investbx να συνάπτει από μόνο του συμβάσεις. Το ότι θα έχει χωριστή νομική προσωπικότητα από τον AWM θα διευκολύνει μια πιθανή μεταβίβαση της εταιρείας στο μέλλον. Εάν το Investbx επιτύχει, θα πωληθεί και θα εξελιχθεί σε ιδιωτική εταιρεία. Εάν, κατά το χρονικό αυτό σημείο, υπάρχουν υπόλοιπα κεφάλαια από την αρχική επιχορήγηση, αυτά θα επιστραφούν στον AWM.

(31) Το Investbx θα διοικείται από εκτελεστική ομάδα 6 έως 8 ατόμων που θα είναι υπεύθυνα για την υλοποίηση του επιχειρηματικού σχεδίου. Σε ένα μη εκτελεστικό συμβούλιο θα συμμετέχουν επαγγελματίες της περιφέρειας West Midlands οι οποίοι θα διοριστούν ειδικά για τις γνώσεις και την εμπειρία τους στον τομέα της συνεργασίας με τις ΜΜΕ και τους στοχευόμενους επενδυτές.

2.5. **Η τρέχουσα αγορά στο Ηνωμένο Βασίλειο**

(32) Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, η παραδοσιακή αγορά για την αγορά και πώληση μετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο κυριαρχείται από το LSE, το οποίο ενεργεί κυρίως συναλλαγές μεγάλου όγκου μετοχών σε μια παγκόσμια αγορά. Οι ΜΜΕ παραγκωνίζονται όλο και περισσότερο από αυτή την αγορά, διότι προτιμούνται οι μετοχές μεγάλων εταιρειών (blue-chips).

(33) Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, το LSE προσπάθησε να αντιμετωπίσει αυτή την κατάσταση με τη δημιουργία της AIM το 1995. Η AIM λειτουργεί ως αγορά δεύτερης βαθμίδας που απευθύνεται σε νέες και μικρότερες επιχειρήσεις. Δεν απαιτούνται ούτε ελάχιστος όγκος συναλλαγών για να εισαχθεί μια εταιρεία σε αυτήν, ούτε ελάχιστα στοιχεία ενεργητικού ή κέρδη, ούτε ελάχιστη κεφαλαιοποίηση ούτε και όριο ελεύθερης διασποράς των μετοχών.

(34) Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, η Ofex κινείται εκτός του πεδίου δραστηριότητας του LSE και της AIM και η λειτουργία της ρυθμίζεται από την Financial Service Authority (στη συνέχεια «FSA») του Ηνωμένου Βασιλείου. Στόχος της Ofex είναι να παρέχει μια αποδοτικότερη και λιγότερο ελεγχόμενη εναλλακτική δυνατότητα σε σχέση με την AIM.

(35) Υπάρχουν στο Ηνωμένο Βασίλειο και ορισμένοι φορείς παροχής υπηρεσιών οι οποίοι διαπραγματεύονται μετοχές μη εισηγμένων εταιρειών ή αντλούν ίδια κεφάλαια, όπως οι The Share Centre (Fast Track Service-Φορέας ταχείας εξυπηρέτησης), Univits, JP Jenkins, ή Investor Champions.

(36) Παρά τις προαναφερόμενες εξελίξεις, το Ηνωμένο Βασίλειο ισχυρίζεται ότι εξακολουθεί να υφίσταται μια μακροπρόθεσμη ανεπάρκεια της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ που είναι εγκατεστημένες σε περιοχές εκτός της Νοτιοανατολικής Αγγλίας, όπως η περιφέρεια West Midlands η οποία παρουσιάζει ένα από τα χαμηλότερα επίπεδα εισηγμένων εταιρειών και συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Ο AWM ρώτησε την Ofex εάν μπορούσε να αντιμετωπίσει την ανεπάρκεια της αγοράς στην περιφέρεια West Midlands, διότι σε αυτή την περίπτωση ο AWM θα εγκατέλειπε το σχέδιό του να δημιουργήσει το Investbx. Όμως, η Ofex δεν απάντησε.

2.6. **Δραστηριότητες και τιμολογιακή πολιτική του Investbx**

(37) Σύμφωνα με τις αρχές του HB, το Investbx είναι ένα τελείως νέο μέτρο που παρόμοιο δεν έχει υπάρξει στο παρελθόν. Ενώ τα παραδοσιακά ταμεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών αποσκοπούν στην αύξηση της προσφοράς ιδίων κεφαλαίων, το Investbx αποσκοπεί στη βελτίωση της αποτελεσματικότητας στη διακίνηση των πληροφοριών για τις εταιρείες οι οποίες λαμβάνουν επενδύσεις. Το Investbx θα πρωτοπορήσει στη δημιουργία μιας αποτελεσματικής τοπικής αγοράς ιδίων κεφαλαίων, διευκολύνοντας τις επαφές μεταξύ επιχειρήσεων και επενδυτών, προσφέροντάς τους μια βιώσιμη, απλή και αποδοτική επιλογή άντλησης ιδίων κεφαλαίων, διαπραγμάτευσης των μετοχών τους και προβολής των δραστηριοτήτων τους. Αυτός ο μηχανισμός διαπραγμάτευσης θα είναι διαφορετικός από τις παραδοσιακές μετοχικές αγορές (και συγκεκριμένα το LSE με το AIM), αλλά και από την Ofex, διότι θα λειτουργεί μέσω μιας διαφανούς επιγραμμικής αγοράς ηλεκτρονικών δημοπρασιών, αντιστοιχίζοντας αγοραστές και πωλητές σε μια ενιαία τιμή μέσω ενός μηχανισμού μόνο εκτέλεσης εντολών. Σε αντίθεση με τις κύριες χρηματιστηριακές αγορές, αυτές οι επιγραμμικές δημοπρασίες θα πραγματοποιούνται μόνο ορισμένες φορές το μήνα. Ταυτόχρονα, το Investbx θα ενθαρρύνει επενδύσεις σε πιο μακροπρόθεσμη βάση, δίνοντας έμφαση στο βασικό στόχο της άντλησης κεφαλαίων για ΜΜΕ από την τοπική κοινότητα και όχι τόσο στην ικανότητα διαπραγμάτευσης μετοχών με μεγάλη συχνότητα, όπως συμβαίνει με τις υφιστάμενες αγορές του Λονδίνου. Κατά συνέπεια, το Investbx θα έχει τρεις διαφορετικές αποστολές: άντληση κεφαλαίων ή πρωτογενή χρηματοδότηση, ομαδοποίηση υπηρεσιών στήριξης των ΜΜΕ και εξασφάλιση μιας υπηρεσίας δευτερεύουσας διαπραγμάτευσης μετοχών με δημοπρασία, όταν θα γίνονται αποδεκτές για διαπραγμάτευση.

(38) Οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να αντλήσουν ίδια κεφάλαια θα λαμβάνουν βοήθεια από χρηματοοικονομικούς και νομικούς συμβούλους εγκατεστημένους στην περιοχή και από μία ομάδα συμβούλων του Investbx εγκατεστημένων στο West Midlands.

(39) Ο μηχανισμός διαπραγμάτευσης θα είναι η διαδικτυακή πύλη του Investbx (www.investbx.com), η οποία θα περιλαμβάνει επίσης ένα φάσμα ολοκληρωμένων υπηρεσιών, που θα λειτουργεί σε απευθείας σύνδεση σε 24ωρη βάση επτά ημέρες την εβδομάδα (24/7), με ειδικό προορισμό να ανταποκρίνεται στις ανάγκες ΜΜΕ, εισηγμένων ή μη.

(40) Το Investbx δεν θα χορηγεί χρηματοδοτήσεις σε ΜΜΕ. Ούτε θα χορηγεί απευθείας κεφάλαια ή εγγυήσεις στους επενδυτές ή στους αποδέκτες επενδύσεων. Όλα τα ίδια κεφάλαια θα χορηγούνται από επενδυτές της αγοράς σε ιδιωτικές επιχειρήσεις αποδέκτες των επενδύσεων. Η λειτουργία του Investbx θα συνίσταται αποκλειστικά στη διευκόλυνση των συναλλαγών μεταξύ ιδιωτικών φορέων της αγοράς.

2.6.1. *Άντληση κεφαλαίων*

(41) Το Investbx θα βοηθάει στην άντληση κεφαλαίων για τις ΜΜΕ. Θα προωθεί σε συμβούλους οι οποίοι αναζητούν ΜΜΕ για να επενδύσουν σε αυτές, τις ΜΜΕ της εξεταζόμενης περιφέρειας που είναι κατάλληλες να δεχθούν επενδύσεις. Η άντληση κεφαλαίων, που αποκαλείται και πρωτογενής χρηματοδότηση, θα συνίσταται στην πώληση μετοχών οι οποίες έχουν εκδοθεί πρόσφατα από τις στοχευόμενες ΜΜΕ, με τη βοήθεια του Investbx, απευθείας στους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου έχουν δηλώσει ότι το ανώτατο όριο χρηματοδότησης ανά ΜΜΕ ετησίως θα είναι τα 2 εκατομμύρια GBP κατά το πρώτο πενταετές στάδιο.

(42) Κατά την άποψη των επαγγελματιών συμβούλων, οι οποίοι θα βοηθούν τις ΜΜΕ να αντλούν κεφάλαια και οι οποίοι παρείχαν συμβουλές καθ' όλη τη διαδικασία σχεδιασμού του Investbx, υπάρχει στην περιφέρεια West Midlands δυναμική για να χρηματοδοτούνται περισσότερες από 10 ΜΜΕ ετησίως με βάση τα όσα προβλέπονται για το Investbx. Σύμφωνα με το σχέδιο χρηματοδότησής του, κατά τα πρώτα πέντε έτη λειτουργίας του, εκτιμάται ότι θα συγκεντρωθούν τουλάχιστον 70 εκατομμύρια GBP για τουλάχιστον 47 εταιρείες.

(43) Οι ΜΜΕ θα καταβάλλουν προμήθεια 6 % επί των αντλούμενων κεφαλαίων. Η αμοιβή αυτή καθορίστηκε με βάση το χρηματοοικονομικό μοντέλο που θα επιτρέψει στο Investbx να παύσει να εμφανίζει ζημία εντός της πενταετούς περιόδου της συμφωνίας χρηματοδότησης. Επιπλέον, αυτό το ποσοστό εκτιμήθηκε με συγκριτική αξιολόγηση των αμοιβών σύμφωνα με τις υφιστάμενες περιπτωσιολογικές μελέτες για άντληση κεφαλαίων. Με βάση αυτή την αξιολόγηση διαπιστώθηκε ότι το ποσοστό του 6 % είναι ανώτερο από αυτό που απαιτούν ορισμένες άλλες εταιρείες. Εντούτοις, οι αρχές του ΗΒ επισημαίνουν ότι αυτού του τύπου η συγκριτική αξιολόγηση έχει περιορισμένη αξία διότι δεν υπάρχουν επαρκείς δυνατότητες σύγκρισης, εφόσον το Investbx είναι μοναδικό στο είδος του. Το Investbx θα είναι διαφορετικό από κάθε άλλο υφιστάμενο φορέα παροχής υπηρεσιών άντλησης κεφαλαίων στην περιφέρεια West Midlands. Ως εκ τούτου, θεωρείται ότι το Investbx θα μπορεί να χρεώνει προμήθεια 6 %, δηλαδή τουλάχιστον το ποσοστό που χρεώνουν οι υφιστάμενοι φορείς παροχής υπηρεσιών σε επιχειρήσεις.

2.6.2. *Η ομαδοποίηση υπηρεσιών στήριξης στις ΜΜΕ*

(44) Σύμφωνα με τις αρχές του ΗΒ, το Investbx θα φέρει σε επαφή διάφορους φορείς παροχής υπηρεσιών οι οποίοι θα βοηθούν τις ΜΜΕ στη διαδικασία άντλησης κεφαλαίων και κατά την περίοδο διαπραγμάτευσης των μετοχών τους. Το Investbx θα διαθέτει ένα συντονιστή συναλλαγών σε κάθε ΜΜΕ η οποία θα αποφασίσει να αντλήσει κεφάλαια μέσω του Investbx. Μια ασφαλής υπηρεσία κοινής χρήσης εγγράφων στον ιστότοπο του Investbx θα περιέχει όλα τα τυποποιημένα έγγραφα που θα χρειάζεται μια ΜΜΕ κατά τη διαδικασία άντλησης κεφαλαίων και συμμετοχής στο μηχανισμό διαπραγμάτευσης μετοχών. Τα υποδείγματα αυτά έχουν αναπτυχθεί σε συνεργασία με τους επαγγελματίες της περιοχής και έχουν απλουστευθεί έτσι ώστε να είναι εύχρηστα και αποδοτικά για τις ΜΜΕ.

(45) Κάθε ΜΜΕ που επιθυμεί να αντλήσει κεφάλαια μέσω του Investbx θα αξιολογείται από το Investbx. Η αξιολόγηση αυτή θα περιλαμβάνει εκτιμήσεις ως προς τη δυνατότητα μιας ΜΜΕ να προσελκύει επενδυτές για πρωτογενή χρηματοδότηση και κατά πόσον η ενδελεχής εξέταση έχει παρουσιάσει στοιχεία που θα συνηγορούσαν κατά της έγκρισης της χρηματοδότησης. Μετά από θετική αξιολόγηση, η ομάδα συμβούλων του Investbx θα έρχεται σε επικοινωνία με επενδυτές και με μέλη χρηματιστηρίων ([8]), οι οποίοι ενδεχομένως έχουν ορισμένους δικούς τους επενδυτές που επιθυμούν να συμμετάσχουν στη νέα έκδοση.

(46) Κατά τη διαδικασία συγκέντρωσης κεφαλαίων, το Investbx θα παρέχει υπηρεσίες έρευνας και μάρκετινγκ σε τιμές αγοράς, τις οποίες θα αναθέτει σε εξωτερικό φορέα. Το Investbx θα διαθέτει κατάλογο ανεξάρτητων χρηματοοικονομικών συμβούλων, νομικών συμβούλων, λογιστών, συμβούλων σε θέματα οικονομικών δημόσιων σχέσεων και ανεξάρτητων φορέων παροχής υπηρεσιών έρευνας που διαθέτουν την απαιτούμενη εμπειρία και άδεια ασκήσεως επαγγέλματος, από τον οποίο οι ΜΜΕ θα μπορούν να επιλέγουν οποιαδήποτε υπηρεσία χρειάζονται για την άντληση κεφαλαίων.

(47) Όλες οι ΜΜΕ που συνεργάζονται με το Investbx θα επωφελούνται από τη δημοσίευση ανεξάρτητης έρευνας. Ο διαδικτυακός τόπος του Investbx θα παρουσιάζει σε όλους τους δυνητικούς επενδυτές ή χρηματοοικονομικούς συμβούλους την κάθε ΜΜΕ παρέχοντας πληροφορίες από το έγγραφο πλήρους έγκρισης της χρηματοδότησης και ανεξάρτητη έρευνα. Η έρευνα που διενεργείται από ανεξάρτητο φορέα θα περιέχει ποσοτικές και ποιοτικές λεπτομερείς και εις βάθος πληροφορίες για την εταιρεία. Αυτός ο τύπος έρευνας σπάνια διατίθεται σε κάποιον άλλο φορέα πέρα από τους θεσμικούς διαχειριστές κεφαλαίων. Τα στοιχεία αυτά συνήθως συγκεντρώνονται για συναλλαγές μεγάλου όγκου μετοχών και διατίθενται μόνο σε θεσμικούς επενδυτές. Η έρευνα θα παρέχει επίσης λεπτομερή σχολιασμό για κάθε τομέα της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

(48) Οι ΜΜΕ θα καταβάλλουν αμοιβές των συμβούλων οι οποίοι τις βοηθούν να έλθουν σε επαφή με το Investbx. Οι ατομικές αμοιβές των επαγγελματιών συμβούλων θα έχουν ως βάση τις αγοραίες τιμές που εφαρμόζουν οι ιδιώτες στην αγορά οι οποίοι δεν λαμβάνουν καμία οικονομική αμοιβή από το Investbx.

2.6.3. *Δευτερεύουσα διαπραγμάτευση*

(49) Το Investbx θα παρέχει επίσης έναν μηχανισμό δευτερεύουσας διαπραγμάτευσης μετοχών με επιγραμμική δημοπρασία βάσει αντιστοίχησης εντολών. Στόχος αυτού του μηχανισμού είναι να παρέχει ρευστότητα σε μετοχές των εταιρειών μετά την άντληση κεφαλαίων στην πρωτογενή αγορά και την αποδοχή τους για διαπραγμάτευση στο Investbx.

([8]) Ένας εταίρος κοινοπραξίας είναι όμιλος επενδυτών που επενδύουν από κοινού σε μια εταιρεία.

(50) Μια αγορά με σύστημα αντιστοίχησης εντολών βασίζεται σε κατόχους μετοχών μιας ΜΜΕ οι οποίοι καταγράφουν ότι θα επιθυμούσαν να πωλήσουν ορισμένες από τις μετοχές τους και δηλώνουν την τιμή την οποία θα ήταν διατεθειμένοι να αποδεχτούν γι' αυτές τις μετοχές. Οι ενδιαφερόμενοι αγοραστές μετοχών της εν λόγω ΜΜΕ καταγράφουν επίσης το ενδιαφέρον τους μαζί με την τιμή που είναι πρόθυμοι να καταβάλουν για τις μετοχές.

(51) Τόσο οι αγοραστές όσο και οι πωλητές μπορούν να βλέπουν όλες τις τιμές της αγοράς και πώλησης των μετοχών των ΜΜΕ στον διαδικτυακό τόπο Investbx σε βάση 24/7 και μπορούν να τροποποιούν τις εντολές τους μέχρι και μία ώρα πριν από την πραγματοποίηση της δημοπρασίας. Οι δημοπρασίες πραγματοποιούνται με συχνότητα που καθορίζει η εταιρεία με βάση το ενδιαφέρον που έχει εκδηλωθεί για την διαπραγμάτευση των μετοχών της, ενδεχομένως σε εβδομαδιαία ή μηνιαία βάση. Αυτό, κατά την άποψη των αρχών του ΗΒ, ενθαρρύνει μια πιο μακροπρόθεσμη θεώρηση της επένδυσης στις ΜΜΕ και δεν είναι δυνατή ή άμεση αγορά και πώληση μετοχών.

(52) Με το σύστημα της διαπραγμάτευσης μετοχών με δημοπρασία, οι μετοχές πωλούνται απευθείας μεταξύ ιδιωτών επενδυτών, με αντιστοίχηση αγοραστών και πωλητών σε μια ενιαία τιμή. Με τον τρόπο αυτό, θα αποκλείεται το περιθώριο κέρδους του ειδικού διαπραγματευτή που συνίσταται στη διαφορά ανάμεσα στις τιμές αγοράς και πώλησης στο σύνηθες σύστημα διαπραγμάτευσης βάσει ζευγών εντολών (το LSE, το AIM και η Ofex είναι καθιερωμένες αγορές που λειτουργούν με βάση το σύστημα των ειδικών διαπραγματευτών, όπως εξηγείται στη συνέχεια, και στο εξής αποκαλούνται «καθιερωμένες αγορές»). Αυτή η διαφορά είναι συνήθως μεγαλύτερη για τις μετοχές η διαπραγμάτευση των οποίων δεν γίνεται τόσο συχνά και αφορά μικρότερα ποσά. Σύμφωνα με τις αρχές του ΗΒ, το μέγιστο άνοιγμα των τιμών στο Offex ήταν 75 % και το μέσο άνοιγμα τιμών των έξι εταιρειών που είναι εγκατεστημένες στο West Midlands των οποίων τις μετοχές διαπραγματευόταν η Ofex κατά τους προηγούμενες 12 μήνες πριν από τον Σεπτέμβριο του 2006 ήταν 16 %.

(53) Το Investbx θα αναθέσει τις δαπανηρές και σύνθετες λειτουργίες που αφορούν τη ρύθμιση και διαπραγμάτευση σε μια εξουσιοδοτημένη από την FSA εταιρεία. Για το σκοπό αυτό ορίστηκε το Share Centre η προσφορά του οποίου κρίθηκε καταλληλότερη γι' αυτή την αποστολή μετά από μια χωρίς διακρίσεις διαδικασία επιλογής που δημοσιεύθηκε στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*. Η αποστολή του Share Centre θα περιλαμβάνει: έγκριση από την FSA και συμμόρφωση· παροχή της υπηρεσίας επιγραμμικής διαπραγμάτευσης μετοχών· υπηρεσίες φορέα είσπραξης (είσπραξη χρημάτων από τους επενδυτές που εγγράφονται για νεοεκδιδόμενες μετοχές), διανομή μετοχών στους εργαζόμενους της επιχείρησης, παροχή του μηχανισμού διαπραγμάτευσης και πραγματοποίηση των περιοδικών δημοπρασιών.

(54) Οι αρχές του ΗΒ επιβεβαίωσαν ότι οι αμοιβές που χρεώνει το Investbx στις ΜΜΕ — αποδέκτες των επενδύσεων καθώς και στους επενδυτές για τις υπηρεσίες δευτερεύουσας διαπραγμάτευσης θα είναι ίσες με τις αγοραίες τιμές τις οποίες χρεώνει το Share Centre σε ιδιωτικές επιχειρήσεις. Το Share Centre θα κάνει έκπτωση στο Investbx.

2.7. **Έμμεσοι δικαιούχοι**

(55) Όλες οι υπηρεσίες πρωτογενούς και δευτερεύουσας διαπραγμάτευσης στο Investbx θα πραγματοποιούνται μεταξύ ιδιωτικών επιχειρήσεων, των επενδυτών και των αποδεκτών των επενδύσεων, οι οποίοι μπορούν να επωφελούνται από αυτό το μέτρο μόνο έμμεσα.

2.7.1. *Επενδυτές*

(56) Λαμβανομένης υπόψη της τάσης των θεσμικών επενδυτών να επενδύουν σε μεγαλύτερες επιχειρήσεις, οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου πιστεύουν ότι οι επενδυτές αυτοί δεν θα ενδιαφερθούν για τις υπηρεσίες του Investbx. Το Investbx, συνεπώς, εκτιμά ότι θα αντλεί κεφάλαια κυρίως από ιδιώτες επενδυτές, στους οποίους περιλαμβάνονται ιδιώτες που διαθέτουν μεγάλα κεφάλαια. Το Investbx θα απευθύνεται κυρίως, αλλά όχι αποκλειστικά, σε επενδυτές από την περιφέρεια West Midlands, εφόσον οι αρχές του ΗΒ πιστεύουν ότι αυτοί οι επενδυτές είναι πιθανότερο να επενδύσουν σε ΜΜΕ που είναι εγκατεστημένες στο West Midlands.

(57) Το Investbx απευθύνεται στους επενδυτές απευθείας ή μέσω διαμεσολαβητών ή μελών του χρηματιστηρίου. Σε κάθε περίπτωση, κανένας επενδυτής, ανεξάρτητα από το αν είναι θεσμικός ή ιδιώτης επενδυτής, δεν θα αποκλείεται ούτε θα υφίσταται άνιση διακριτική μεταχείριση από το Investbx.

(58) Οι ιδιώτες επενδυτές θα μπορούν επίσης να συμμετέχουν στην πρωτογενή αγορά κατά τη διαδικασία άντλησης κεφαλαίων και θα έχουν πρόσβαση στην παρουσίαση και ανεξάρτητη έρευνα για τις επιχειρήσεις που λαμβάνουν επενδύσεις. Οι ευκαιρίες αυτές, σύμφωνα με τις αρχές του ΗΒ, παρέχονται συνήθως μόνο στους θεσμικούς επενδυτές. Όλοι οι επενδυτές θα μπορούν να αποκτούν νέες μετοχές σε απευθείας σύνδεση ή μέσω χρηματοπιστωτικών ενδιάμεσων.

2.7.2. *ΜΜΕ που λαμβάνουν επενδύσεις*

(59) Μόνο οι ΜΜΕ της περιφέρειας West Midlands που διαθέτουν βιώσιμα επενδυτικά σχέδια και έχουν τουλάχιστον διετή εμπειρία διαπραγμάτευσης μετοχών μπορούν να αναζητήσουν «κεφάλαιο επέκτασης» ([9]) κάνοντας χρήση των υπηρεσιών του Investbx. Το Investbx μπορεί, κατ' εξαίρεση, να αποδεχθεί ΜΜΕ οι οποίες δεν διαθέτουν διετή εμπειρία διαπραγμάτευσης μετοχών, εάν έχουν λάβει επενδύσεις από ένα ιδιώτη επενδυτή κατά το στάδιο της ανάπτυξης των προϊόντων ή υπηρεσιών τους. Οι αρχές του ΗΒ έχουν διαβεβαιώσει ότι οι ΜΜΕ δεν θα είναι σε θέση να αντλούν ποσό μεγαλύτερο των 2 εκατομμυρίων GBP ετησίως και ότι δεν θα βρίσκονται στο στάδιο πέραν του κεφαλαίου επέκτασης, όπως ορίζεται στο σημείο 2.2 (η) των κοινοτικών κατευθυντήριων γραμμών για τις κρατικές ενισχύσεις που χορηγούνται για την προώθηση των επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (στη συνέχεια θα αναφέρονται ως «κατευθυντήριες γραμμές για τα επιχειρηματικά κεφάλαια») ([10]).

([9]) Όπως ορίζεται στις κοινοτικές κατευθυντήριες γραμμές για τις κρατικές ενισχύσεις που χορηγούνται για την προώθηση των επενδύσεων επιχειρηματικών κεφαλαίων σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ΕΕ C 194 της 18.8.2006, σ. 2.

([10]) ΕΕ C 194 της 18.8.2006, σ. 2.

(60) Για την προστασία των επενδυτών, οι εταιρείες που συμμετέχουν στο Investbx πρέπει να πληρούν ορισμένες κανονιστικές απαιτήσεις σύμφωνα με τον κανονισμό της FSA.

2.8. **Η διαδικασία επιλογής του φορέα παροχής των υπηρεσιών του μέτρου**

(61) Ο βασικός φορέας παροχής υπηρεσιών στο Investbx, το Share Centre, επελέγη με διαδικασία ανοικτού διαγωνισμού χωρίς διακρίσεις που δημοσιεύθηκε στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης* ([11]). Τρεις επιχειρήσεις υπέβαλαν επίσημες προσφορές: η Ofex, η Univits και το Share Centre. Ομάδα τριών ανεξάρτητων συμβούλων και τριών εσωτερικών αξιολογητών του AWM επανεξέτασαν την επιλογή βάσει 18 κριτηρίων αξιολόγησης της επιλογής. Με βάση αυτά τα κριτήρια, η προσφορά της Univits έλαβε τη χαμηλότερη βαθμολογία. Το Share Centre που υπέβαλε την καλύτερη προσφορά, και η Ofex που υπέβαλε τη δεύτερη καλύτερη προσφορά, εκλήθησαν σε συνέντευξη. Το Share Centre είχε σημαντικά υψηλότερη επίδοση από την Ofex κατά την αξιολόγηση και, σύμφωνα με τις αρχές του HB, επελέγη ως η εταιρεία που υπέβαλε την καλύτερη προσφορά.

(62) Λόγω της τεχνικής πολυπλοκότητας του σχεδίου και της σπουδαιότητας της αποστολής του φορέα διαχείρισης για την επιτυχία του επιχειρηματικού σχεδίου, ανατέθηκε και συμπληρωματική αξιολόγηση των δύο επικρατέστερων, η οποία ανέδειξε επίσης το Share Centre ως την εταιρεία που υπέβαλε την καλύτερη προσφορά.

(63) Σύμφωνα με τις αρχές του HB, ενημερώθηκαν όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη για την απόφαση του Φεβρουαρίου του 2004. Η Ofex ζήτησε να πληροφορηθεί γιατί δεν είχε επιλεγεί και δόθηκαν όλες οι δέουσες εξηγήσεις. Δεν υποβλήθηκε καμία επίσημη καταγγελία ούτε κινήθηκε νομική διαδικασία.

2.9. **Σύγκριση μεταξύ Investbx και Ofex**

(64) Βάσει των στοιχείων που έδωσαν οι αρχές του HB, τα οποία δεν αντικρούονται από τα στοιχεία που υπέβαλαν τα ενδιαφερόμενα μέρη, υπάρχουν οι ακόλουθες διαφορές μεταξύ του Investbx και του Ofex.

INVESTBX	OFEX
Γεωγραφική περιοχή λειτουργίας	
Αποκλειστικά ΜΜΕ από το West Midlands	Εθνικό και διεθνές επίπεδο
Ειδική ομάδα 6-8 ατόμων για το West Midlands	1 διευθυντής ανάπτυξης επιχειρήσεων με έδρα το Λονδίνο που καλύπτει και τις 9 περιφέρειες του HB
Αγορά στόχος	
Αποκλειστικά ΜΜΕ στο στάδιο της επέκτασης	Εταιρείες κάθε μεγέθους
Ανώτατο ποσό 2 εκατομμυρίων GBP ετησίως	Απεριόριστο
Παρεχόμενες υπηρεσίες	
Βασικός στόχος είναι η πρωτογενής άντληση κεφαλαίων για ΜΜΕ	Πρωτογενής και δευτερογενής αγορά διαπραγμάτευσης. Μεσίτες — πωλητές αντλούν κεφάλαια
Προϋπόθεση για τη συμμετοχή είναι η παροχή ανεξάρτητων υπηρεσιών έρευνας	Δεν υπάρχει παρόμοια απαίτηση
Μηχανισμός διαπραγμάτευσης με σύστημα αντιστοίχησης εντολών, περιοδικές δημοπρασίες με αντιστοίχηση αγοραστών και πωλητών σε μία ενιαία τιμή	Σύστημα διαπραγμάτευσης βάσει ανακοινούμενων ζευγών εντολών· επιγραμμική διαπραγμάτευση με μία τιμή αγοράς και διαφορετική τιμή πώλησης από τις οποίες προκύπτει το άνοιγμα των τιμών των μετοχών
Κανονιστικό πλαίσιο	
Το Investbx θα είναι εξουσιοδοτημένος αντιπρόσωπος του Share Centre που λειτουργεί ως σύστημα εναλλακτικής διαπραγμάτευσης	Η Ofex είναι σήμερα σύστημα εναλλακτικής διαπραγμάτευσης απευθείας εξουσιοδοτημένο από την FSA

3. **ΛΟΓΟΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΚΙΝΗΣΗ ΤΗΣ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ**

(65) Στην απόφασή της να κινήσει τη διαδικασία η Επιτροπή προσδιορίζει την ενίσχυση στο Investbx. Επιπλέον, αναγγέλλει διεξοδικότερο έλεγχο των πιθανών ενισχύσεων σε επενδυτές και ΜΜΕ.

(66) Σε αυτή την απόφαση η Επιτροπή αναφέρει ότι αν και το μέτρο αποσκοπεί στην αποκατάσταση της δυσλειτουργίας της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ, δεν εμπίπτει στο πεδίο εφαρμογής της ανακοίνωσης για τα επιχειρηματικά κεφάλαια ([12]). Εφόσον το Investbx δεν χορηγεί κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών σε ΜΜΕ, δεν είναι δυνατό να θεωρείται ταμείο κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Το εξεταζόμενο μέτρο αποσκοπεί στη δημιουργία της υποδομής ενός μηχανισμού διαπραγμάτευσης μεταξύ επενδυτών και ΜΜΕ. Η επιχορήγηση στο Investbx δεν χαρακτηρίζεται ως ενίσχυση βάσει των κατευθυντήριων γραμμών για τις περιφερειακές ενισχύσεις. Ακόμη, δεν εφαρμόζονται στην προκειμένη περίπτωση άλλες ρυθμίσεις, πλαίσια ή κατευθυντήριες γραμμές για τις κρατικές ενισχύσεις. Ως εκ τούτου, στην απόφασή της να κινήσει διαδικασία, η Επιτροπή αναφέρει ότι η αξιολόγηση της ενίσχυσης στο Investbx θα μπορούσε να βασιστεί απευθείας στο άρθρο 87, παράγραφος 3, στοιχείο γ) της συνθήκης ΕΚ. Συνεπώς, πρέπει να υπάρχει σαφώς προσδιορισμένη ανεπάρκεια της αγοράς, το μέτρο της ενίσχυσης πρέπει να στοχεύει στην κάλυψη αυτής της ανεπάρκειας, υπό την προϋπόθεση ότι δεν αλλοιώνει τους όρους των συναλλαγών κατά τρόπο που θα ήταν αντίθετο προς το κοινό συμφέρον.

([11]) ΕΕ S 206 της 25.10.2003, αριθ. 186003.

([12]) ΕΕ C 235 της 21.8.2001, σ. 3.

(67) Στην απόφασή της να κινήσει διαδικασία, η Επιτροπή εκφράζει αμφιβολίες σχετικά με τη συμβατότητα του μέτρου, ιδίως για το αν η ανεπάρκεια της αγοράς για ποσά από 0,5 έως 2 εκατομμύρια GBP, η οποία προσδιορίστηκε στην απόφαση της Επιτροπής για τα ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων ([13]), εξακολουθεί να ισχύει στο Ηνωμένο Βασίλειο και ιδίως στην περιφέρεια West Midlands.

(68) Τέλος, η Επιτροπή επιθυμεί να διερευνήσει διεξοδικότερα τις διαφορές μεταξύ του Investbx και των παραδοσιακών αγορών, ιδίως της Ofex. Δηλώνει ότι θα εξετάσει αν υπάρχει ανταγωνισμός με το LSE, το AIM και την Ofex καθώς και με τους φορείς χρηματοδότησης με δανειακά κεφάλαια. Στόχος είναι να ελεγχθεί αν οι στρεβλώσεις του ανταγωνισμού και η επίπτωση στο εμπόριο είναι περιορισμένα, προκειμένου να διασφαλιστεί ότι το μέτρο της ενίσχυσης δεν είναι αντίθετο προς το κοινό συμφέρον.

(69) Η Επιτροπή θα μπορούσε να αποφασίσει μόνο αφού εξετάσει τις παρατηρήσεις των τρίτων μερών αν το προταθέν από το Ηνωμένο Βασίλειο μέτρο στοχεύει σε μια σαφώς προσδιορισμένη ανεπάρκεια της αγοράς και αν επηρεάζει τους όρους του ανταγωνισμού και των συναλλαγών σε βαθμό αντίθετο με το κοινό συμφέρον.

4. ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΤΩΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ ΜΕΡΩΝ

(70) Η Επιτροπή έλαβε τις παρατηρήσεις από 20 ενδιαφερόμενα μέρη, σύμφωνα με το άρθρο 20, παράγραφος 2 του κανονισμού (ΕΚ) αριθ. 659/1999 του Συμβουλίου ([14]). Τα 17 από τα εν λόγω 20 ενδιαφερόμενα μέρη υποστήριξαν το μέτρο του Investbx. Τη στήριξή τους εξέφρασαν επιχειρήσεις, οι επαγγελματίες και οι επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών της περιφέρειας West Midlands, επαγγελματικές οργανώσεις, πανεπιστήμια και ακαδημαϊκοί εμπειρογνώμονες, χρηματιστές της περιφέρειας West Midlands, αλλά και η περιφερειακή διοίκηση. Εκτός από την Ofex, αρνητικές παρατηρήσεις για το μέτρο του Investbx εξέφρασαν οι JP Jenkins Stockbrokers και Quoted Companies Alliance.

4.1. **Θετικές παρατηρήσεις**

(71) Οι περισσότερες από τις 17 θετικές γνώμες επιβεβαίωσαν ότι υπάρχει ανεπάρκεια της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ της τάξης από 0,5 έως 2 εκατομμύρια GBP, ενώ ένα μόνο ενδιαφερόμενο μέρος ισχυρίστηκε ότι η ανεπάρκεια της αγοράς αφορά ποσά μέχρι 3 εκατ. GBP. Αναφέρεται ότι η ανεπάρκεια της αγοράς αφορά τόσο τη ζήτηση όσο και την προσφορά και δεν καλύπτεται ούτε από τους επιχειρηματικούς αγγέλους, οι οποίοι χορηγούν χαμηλά ποσά, ούτε από ιδιωτικά κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών τα οποία εστιάζονται σε συναλλαγές μεγαλύτερου όγκου μετοχών ή από καθιερωμένες αγορές όπως η AIM ή η Ofex, η δραστηριότητα των οποίων αναφέρεται ότι επικεντρώνεται στις περιφέρειες του Λονδίνου και της Νοτιοανατολικής Αγγλίας και δεν ενδιαφέρονται για την ανάπτυξη της τοπικής αγοράς των West Midlands. Οι ΜΜΕ που χρησιμοποιούν τους υφιστάμενους μηχανισμούς αντιμετωπίζουν το πρόβλημα της έλλειψης ενδιαφέροντος των επενδυτών λόγω του σχετικά χαμηλού όγκου των συναλλαγών και, κατά συνέπεια της ανεπαρκούς έρευνας για τις ΜΜΕ. Κατά την άποψη διαφόρων μερών, το Investbx είναι χρήσιμο και απαραίτητο μέτρο για να ξεπεραστεί η ανεπάρκεια της αγοράς και για να λειτουργήσει ως βατήρας για τη μετάβαση των επιχειρήσεων σε μεγαλύτερες καθιερωμένες αγορές. Παρέχοντας μια δυνατότητα εξόδου, θα αυξήσει το ενδιαφέρον ιδιωτών επενδυτών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.

(72) Διάφορα μέρη επιβεβαιώνουν την ανάγκη ύπαρξης μιας τοπικής αγοράς που θα έχει στόχο να καλύψει το κενό που αφήνουν οι μεγάλες εταιρείες και θα επωφελείται από τοπικά δίκτυα γνώσεων και πραγματογνωμοσύνης. Ορισμένα μέρη αναφέρουν ότι η κρατική ενίσχυση είναι απαραίτητη, διότι υπάρχει ανεπάρκεια της τοπικής αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις από τον ιδιωτικό τομέα. Περιπτωσιολογική μελέτη του Πανεπιστημίου του Warwick παρουσιάζει μία ΜΜΕ η οποία αναγκάστηκε να στραφεί στην αγορά της Αυστραλίας για την άντληση ιδίων κεφαλαίων για την ανάπτυξή της λόγω της αδυναμίας χρηματοδότησης στο West Midlands και του υψηλού κόστους εισόδου στις υφιστάμενες μετοχικές αγορές. Προβάλλεται το επιχείρημα ότι, εφόσον είναι οικονομικά ασύμφορο για τους επενδυτές να επισκέπτονται τακτικά άλλες περιοχές για σύναψη συμφωνιών και παρακολούθηση, το Investbx θα συμβάλει στο να βελτιωθεί η κατάσταση αντλώντας κεφάλαια κυρίως από τους τοπικούς επενδυτές, ιδίως από ιδιώτες που διαθέτουν μεγάλα κεφάλαια. Το Investbx περιγράφεται θετικά ως καινοτόμος, αποδοτικός μηχανισμός που θα μπορούσε να συμβάλει στη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας των ΜΜΕ και της κατάστασης στην περιφέρεια West Midlands μετά από μια σειρά οικονομικών αναταράξεων, μία από τις οποίες ήταν η κατάρρευση της MG Rover.

(73) Τα μέρη από άλλα κράτη μέλη εκφράζουν την υποστήριξή τους στο Investbx και πιστεύουν ότι θα αποτελέσει ένα πρότυπο σχέδιο από το οποίο μπορούν να συναχθούν συμπεράσματα και ορθές πρακτικές προς όφελος και άλλων περιφερειών των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων.

4.2. **Επικριτικές παρατηρήσεις**

(74) Η Quoted Companies Alliance (στη συνέχεια «QCA») ισχυρίζεται ότι ένα τοπικό χρηματιστήριο θα μείωνε τη ρευστότητα από άλλες αγορές και ότι *«δεν καταλαβαίνουν πώς ένα μικρό τοπικό χρηματιστήριο θα μπορούσε να ικανοποιήσει αυτά [εκτενείς ρυθμίσεις] χωρίς τεράστια επιβάρυνση των φορολογούμενων»*.

(75) Η JP Jenkins, μια ανεξάρτητη χρηματιστηριακή εταιρεία που εκτελεί μόνο εντολές, η οποία ειδικεύεται στην αντιστοίχηση πωλητών με αγοραστές μετοχών, ισχυρίζεται ότι το Investbx θα είναι ο άμεσος ανταγωνιστής και ότι η κρατική ενίσχυση θα νοθεύσει τον ανταγωνισμό και θα βλάψει τη θέση της JP Jenkins.

(76) Ο Jamie Whitehorn, Διευθύνων Σύμβουλος της Ofex πιστεύει ότι είναι ανακριβείς και δεν έχουν αποδειχθεί οι αιτίες και η ύπαρξη μιας υποτιθέμενης ανεπάρκειας της αγοράς για χρηματοδοτήσεις με ίδια κεφάλαια από 0,5 έως

([13]) Απόφαση της Επιτροπής C(2005)1144, ΕΕ L 91 της 29.3.2006, σ. 16.

([14]) Κανονισμός (ΕΚ) αριθ. 659/1999 του Συμβουλίου, της 22ας Μαρτίου 1999 για τη θέσπιση λεπτομερών κανόνων εφαρμογής του άρθρου 93 της συνθήκης ΕΚ, ΕΕ L 83 της 27.3.1999, σ. 1.

2 εκατομμύρια GBP. Όσον αφορά την ατελή ενημέρωση από την πλευρά τόσο της ζήτησης όσο και της προσφοράς, πιστεύει ότι δεν υπάρχουν αποδείξεις πρώτον ότι υπάρχει έλλειψη ενημέρωσης των ΜΜΕ για το πώς θα αποκτήσουν πρόσβαση στη χορήγηση μετοχικού κεφαλαίου και, δεύτερον, αδυναμία των επιχειρήσεων των West Midlands που διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια να αντλήσουν ίδια κεφάλαια από την Ofex ή το AIM και, τρίτον, ότι οι επενδυτές στερούνται *«την απαραίτητη και αξιόπιστη πληροφόρηση σχετικά με τους δυνητικούς αποδέκτες των επενδύσεων»*.

(77) Σύμφωνα με τις Ofex και QCA, σήμερα οι ΜΜΕ που προσπαθούν να αντλήσουν ίδια κεφάλαια λαμβάνουν υπηρεσίες από τις Ofex, AIM, JP Jenkins Limited, από δίκτυα χρηματιστών και ηλεκτρονικούς καταλόγους επενδυτών. Επιπλέον, ίδια κεφάλαια θα ήταν δυνατό να αντληθούν με τη χρησιμοποίηση του μητρώου «εξουσιοδοτημένων επενδυτών» που έχει στη διάθεσή της η Financial Services Authority.

(78) Η Ofex εξέφρασε τις ανησυχίες της ότι ορισμένες από τις πληροφορίες στις οποίες βασίζεται η προκαταρκτική αξιολόγηση της Επιτροπής είναι ατελείς, ανεπίκαιρες ή/και ασύμβατες με τον τρόπο λειτουργίας των αγορών ιδίων κεφαλαίων του ΗΒ.

(79) Η Ofex πιστεύει ότι οι μελέτες τις οποίες προβάλλει το Ηνωμένο Βασίλειο για τα ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων στα οποία αναφέρεται η Επιτροπή είναι ανεπίκαιρες όσον αφορά τις παρεχόμενες από την Ofex υπηρεσίες. Κατά την τελευταία διετία, οι υπηρεσίες της Ofex έχουν βελτιωθεί ριζικά. Αυτό αντανακλάται στην αύξηση του αριθμού των ΜΜΕ που χρησιμοποίησαν τις υπηρεσίες της Ofex το 2005 σε σύγκριση με το 2004 και όλα τα κεφάλαια που αντλήθηκαν ήταν της τάξης των 2 εκατομμυρίων GBP.

(80) Και αν ακόμη δεχτούμε την ύπαρξη ανεπάρκειας της αγοράς, η Ofex ισχυρίζεται ότι το Investbx δεν θα έλυνε τα υπάρχοντα προβλήματα. Το Investbx δεν είναι σε θέση να καλύψει το κενό πληροφόρησης διότι, λόγω των περιορισμών που επιβάλλουν οι κανονιστικές διατάξεις, δεν θα μπορούσε να δώσει περισσότερες πληροφορίες από αυτές που παρέχουν σήμερα η Ofex ή η AIM. Τα έξοδα συναλλαγών, δηλαδή οι αμοιβές παροχής υπηρεσιών και το κόστος δέουσας επιμέλειας είναι τα ίδια σε όλα τα χρηματιστήρια και οι αμοιβές της Ofex και του AIM αντιπροσωπεύουν μόνο μικρό ποσοστό της συνολικής δαπάνης για άντληση ιδίων κεφαλαίων.

(81) Επιπλέον, η Ofex θεωρεί ότι το εξεταζόμενο μέτρο δεν είναι το κατάλληλο μέσο διότι, εάν κλείσει, εντός πέντε ετών ο μηχανισμός συναλλαγών θα εξαφανιζόταν και θα χανόταν η επαφή μεταξύ των ΜΜΕ και των μετόχων τους. Συνεπώς, οι επενδυτές θα ήταν εγκλωβισμένοι, γεγονός που θα δημιουργούσε αβεβαιότητα προς τη λήξη της πενταετούς περιόδου.

(82) Ακόμη, η Ofex ισχυρίζεται ότι ένα σύστημα που βασίζεται σε δημοπρασίες έχει περιορισμούς που τον καθιστούν λιγότερο κατάλληλο για συναλλαγές σε σύγκριση με τα συστήματα διαπραγμάτευσης με ειδικούς διαπραγματευτές. Πρώτον, θα ήταν απαραίτητη μια διπλή σύμπτωση μεταξύ του πωλητή και του αγοραστή σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή για την πραγματοποίηση της πώλησης. Δεύτερον, αυτό το σύστημα δεν παράγει επαρκές βάθος εντολών που θα αποτελούσαν αξιόπιστη πηγή πληροφόρησης των επενδυτών για την τιμή της μετοχής. Όμως, στο σύστημα των ειδικών διαπραγματευτών, οι συναλλαγές μπορούν να πραγματοποιούνται ανά πάσα στιγμή.

(83) Η Ofex ισχυρίζεται ότι η λειτουργία του ενδιάμεσου σταδίου καλύπτεται πλήρως από την Ofex, την AIM και το LSE. Σύμφωνα με την Ofex, ο δηλωμένος στόχος της κάλυψης της εικαζόμενης ανεπάρκειας της αγοράς για χρηματοδότηση ΜΜΕ είτε δεν θα επιτυγχανόταν είτε υπάρχουν ήδη ορισμένες ανταγωνιστικές εναλλακτικές δυνατότητες στην αγορά που προσφέρουν συγκρίσιμα μέσα άντλησης ιδίων κεφαλαίων.

(84) Επιπλέον, η Ofex ισχυρίζεται ότι η προτεινόμενη κρατική ενίσχυση αποσκοπεί στην κάλυψη των λειτουργικών δαπανών του Investbx και όχι των επιχειρηματικών δαπανών των ΜΜΕ. Επίσης, η προτεινόμενη ενίσχυση δεν είναι ούτε προς όφελος των δυνητικών επενδυτών σε ΜΜΕ ούτε των ΜΜΕ που προσπαθούν να αντλήσουν κεφάλαια, αλλά προς όφελος του Investbx μέσω του οποίου λειτουργούν τα μέτρα. Η Ofex θεωρεί σημαντικό ότι το προτεινόμενο μέσο δεν λειτουργεί σύμφωνα με το μηχανισμό που είναι αποδεκτός από την ανακοίνωση για τα επιχειρηματικά κεφάλαια.

(85) Η Ofex υποστηρίζει ότι η προτεινόμενη ενίσχυση δεν θα δημιουργήσει κίνητρο, όπως υποστηρίζεται. Εάν οι εταιρείες που αναζητούν κεφάλαια και πιστεύουν ότι ο καλύτερος τρόπος για να το πετύχουν θα ήταν μέσω ενός μηχανισμού διαπραγμάτευσης των μετοχών τους, υπάρχουν ήδη μετοχικές αγορές γι' αυτόν τον σκοπό. Επιχειρήσεις στο West Midlands έχουν ήδη επωφεληθεί από αυτές τις δυνατότητες.

(86) Ακόμη, αναφορικά με την έκθεση του Υπουργείου Οικονομικών *«Bridging the Finance Gap»* (Η κάλυψη του κενού χρηματοδότησης) (Δεκέμβριος 2003), η Ofex ισχυρίζεται ότι οι επενδυτές δεν επηρεάζονται από τον τόπο εγκατάστασης μιας επιχείρησης, αλλά από το ίδιο το επιχειρηματικό σχέδιο.

(87) Η Ofex ισχυρίζεται ότι με το δικό της μηχανισμό οι ιδιώτες μικροεπενδυτές έχουν πρόσβαση και συμμετέχουν στη διαδικασία απόκτησης νέων μετοχών ΜΜΕ. Δεδομένου του μεγάλου ποσοστού επιχειρήσεων οι οποίες αντλούν ίδια κεφάλαια χαμηλότερα των 2 εκατομμυρίων GBP μέσω της Ofex, το Investbx θα ενεργεί περισσότερο ως άμεσος ανταγωνιστής της παρά ως συμπληρωματικός μηχανισμός. Η Ofex ανησυχεί, επιπλέον, ότι υπάρχει κίνδυνος το Investbx να «παραγκωνίσει» άλλες επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών λόγω της χορήγησης της κρατικής ενίσχυσης στο Investbx, συγκεκριμένα θα αποθαρρύνει άλλους δυνητικούς επενδυτές να χορηγούν πρόσθετα κεφάλαια σε άλλες υφιστάμενες ή δυνητικές αγορές διαπραγμάτευσης μετοχών. Το αποδίδουν αυτό στο γεγονός ότι η χορήγηση της κρατικής ενίσχυσης θα απάλλασσε το Investbx από την ανάγκη να αποκομίσει κέρδος, παρέχοντάς του τη δυνατότητα να επιλέξει ένα μοντέλο εσόδων που θα αποσκοπεί απλώς στο να καλύπτει μόνο πρόσθετες δαπάνες που δεν θα καλύπτονται από την κρατική ενίσχυση. Αντίθετα, οι ανταγωνιστές του (όπως η Ofex) χρηματοδοτούνται από ιδιώτες επενδυτές οι οποίοι προσδοκούν οικονομικό κέρδος και οι ανταγωνιστές αυτοί θα έπρεπε, συνεπώς, να επιτύχουν επαρκές περιθώριο κέρδους. Ισχυρίζεται ότι, σε αυτό το πλαίσιο, το Investbx θα περιορίσει ενδεχομένως την καινοτομία στις χρηματοοικονομικές αγορές. Ένας μηχανισμός που υποστηρίζεται από κρατική ενίσχυση η οποία δεν έχει ως κίνητρο το κέρδος δεν θα έχει, όπως εικάζεται, τις ίδιες εμπορικές ανάγκες να βελτιώσει τις υπηρεσίες του ή να εισαγάγει νέες υπηρεσίες προς όφελος των καταναλωτών.

(88) Εν ολίγοις, η Ofex ισχυρίζεται ότι δεν είναι δυνατό να θεωρηθεί ότι το προτεινόμενο μέτρο ενίσχυσης θα εξυπηρετεί το κοινό συμφέρον.

5. ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ ΤΟΥ ΗΝΩΜΕΝΟΥ ΒΑΣΙΛΕΙΟΥ

5.1. Παρατηρήσεις για την απόφαση να κινηθεί η διαδικασία

(89) Στις παρατηρήσεις τους για την απόφαση να κινηθεί διαδικασία, οι αρχές του HB υποστηρίζουν ότι το όλο εγχείρημα του Investbx βασίζεται στην ύπαρξη μιας σαφώς αναγνωρισμένης ανεπάρκειας της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ της τάξης των 0,5 έως 2 εκατομμυρίων GBP στην περιφέρεια West Midlands. Αν και έχουν συσταθεί ορισμένα ταμεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών με τη στήριξη του δημοσίου, εικάζεται ότι εξακολουθεί να υπάρχει έλλειψη ιδίων κεφαλαίων για τις ΜΜΕ. Οι αρχές του HB επισημαίνουν ότι όλα τα διαθέσιμα αποδεικτικά στοιχεία οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η ανεπάρκεια της αγοράς δεν θα αντιμετωπιστεί από τον ιδιωτικό τομέα και, ως εκ τούτου, ο μοναδικός τρόπος για να λυθεί αυτό το πρόβλημα είναι η τόνωση της αγοράς με δημόσια παρέμβαση.

(90) Για να αντιμετωπισθεί η ανεπάρκεια της αγοράς, το Investbx θα διαδραματίσει καταλυτικό ρόλο σε περιφερειακό επίπεδο στο να φέρει σε επαφή μεταξύ τους τις ΜΜΕ και επενδυτές μέσω ενός μηχανισμού επιγραμμικής διαπραγμάτευσης μετοχών, σε συνδυασμό με ένα σύνολο συμπληρωματικών υπηρεσιών που εστιάζονται στην πρωτογενή χρηματοδότηση ΜΜΕ. Εξ όσων γνωρίζουν οι αρχές του HB, δεν υπάρχει τίποτα αντίστοιχο με το Investbx σε όλη την Κοινότητα. Πρόκειται για καινοτόμο και μοναδικό πρότυπο σχέδιο που προσφέρει δυνητικές ωφέλειες για όλες τις περιφέρειες της Κοινότητας, παρέχοντάς τους τη δυνατότητα να παρατηρήσουν την πρόοδό του στην επίλυση της ανεπάρκειας της αγοράς και να διερευνήσουν αν οι περιφερειακοί μηχανισμοί επιγραμμικής διαπραγμάτευσης μετοχών αυτού του τύπου είναι βιώσιμοι και επωφελείς για τις περιφερειακές οικονομίες.

(91) Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου υποστηρίζουν ότι ο AWM επέλεξε δημοσίως το Share Centre, χρησιμοποιώντας μια διαδικασία επιλογής μέσω της *Επίσημης Εφημερίδας της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, για τη λειτουργία του Investbx. Αναφέρεται, ακόμη, ότι η Ofex στήριξε το σχέδιο τόσο πριν όσο και αμέσως μετά την αποτυχία της να κερδίσει τη σύμβαση για τη διαχείριση του Investbx. Υποστήριξαν ακόμα ότι η διαδικασία επιλογής πραγματοποιήθηκε με αντικειμενικό τρόπο και ότι σε κανένα στάδιο της διαδικασίας δεν θα ήταν δυνατό να αμφισβητηθεί η ορθότητά της.

(92) Οι αρχές του HB πιστεύουν ότι το Investbx θα προσελκύσει ένα νέο τύπο επενδυτών και από αυτή την άποψη δεν θα ανταγωνίζεται την Ofex στον τομέα της άντλησης κεφαλαίων. Το Investbx θα λειτουργεί ως ενδιάμεσο στάδιο για τη μετάβαση σε μεγαλύτερες αγορές και όχι ως ανταγωνιστής.

(93) Οι αρχές του HB αναφέρουν ότι σήμερα δεν παρέχονται υπηρεσίες γα επενδυτές, όπως αναφέρεται στην απόφαση για την κίνηση της διαδικασίας. Κατά συνέπεια, δεν θα υπάρχει στρέβλωση του ανταγωνισμού. Οι αρχές του HB ισχυρίζονται ότι το Investbx θα διαθέσει νέες μετοχές στο κοινό, στοιχείο που είναι αντίθετο με την πρακτική των μεγαλύτερων αγορών, όπου οι νεοεκδιδόμενες μετοχές κατά παράδοση διατίθενται σε λίγους οργανισμούς.

(94) Οι αρχές του HB επιβεβαιώνουν ότι το Investbx θα έχει διττό ρόλο (ενεργώντας ως βήμα συζητήσεων και πραγματοποιώντας συναλλαγές), κανέναν από τους οποίους δεν ασκεί σήμερα η Ofex ή οποιοσδήποτε άλλος οργανισμός. Η δομή του Investbx επελέγη διότι διασφαλίζει τον αποτελεσματικό έλεγχο του Investbx από τον AWM, και διότι δεν υπάρχει περίπτωση τρίτοι να επωφεληθούν από τη διαρροή κεφαλαίων και οποιαδήποτε κέρδη υπάρξουν από την πώληση του Investbx θα επιστραφούν τελικά στον AWM, εάν η επιχείρηση σημειώσει επιτυχία.

(95) Το επιχειρηματικό σχέδιο Investbx προβλέπει την πρωτογενή χρηματοδότηση τουλάχιστον 47 ΜΜΕ στην περιφέρεια West Midlands για περίοδο πέντε ετών με άντληση κεφαλαίων τουλάχιστον 70 εκατομμυρίων GBP. Σε σύγκριση με την Ofex, οι αρχές του HB κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα στην επιστολή τους της 21ης Νοεμβρίου 2005:

Σε επίπεδο Ηνωμένου Βασιλείου

— Εντός πέντε ετών από το 2000, η Ofex πραγματοποίησε συναλλαγές πρωτογενούς χρηματοδότησης μόλις 43,3 εκατομμυρίων GBP εντός της κατηγορίας από 0,5 εκατ. έως 2 εκατομμυρίων GBP για 39 εταιρείες οι οποίες είναι όλες εγκατεστημένες στο Ηνωμένο Βασίλειο.

— Εάν αφαιρεθούν οι δευτερεύουσες χρηματοδοτήσεις από το συνολικό κεφάλαιο που συγκεντρώθηκε, οι εταιρείες της Ofex αντλούν μόνο μικρά ποσά από τις πρωτογενείς εκδόσεις.

West Midlands

— Οι 10 εγκατεστημένες στο West Midlands εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Ofex αντιπροσωπεύουν μόνο το 7 % του συνολικού αριθμού των εισηγμένων εταιρειών στο Ofex (Νοέμβριος 2005).

— Εάν ληφθούν υπόψη μόνο οι εταιρείες που είναι εγκατεστημένες στο West Midlands, κατά το διάστημα από το 2001 έως το 2005, στο Ofex έχει αντληθεί συνολικό ποσό 12 εκατομμυρίων GBP (από πρωτογενή και δευτερεύουσα χρηματοδότηση) που αντιπροσωπεύει μόνο το 4,1 % των συνολικών κεφαλαίων τα οποία έχουν συγκεντρωθεί από το Ofex σε επίπεδο HB. Ποσό άνω του 50 % που συγκεντρώθηκε από το Ofex για εταιρείες που είναι εγκατεστημένες στα West Midlands αφορούσε τη χρηματοδότηση μίας μόνο εταιρείας.

— Μόνο 3,5 εκατομμύρια GBP πρωτογενούς χρηματοδότησης για 5 εταιρείες εγκατεστημένες στα West

Midlands έχουν συγκεντρωθεί στην Ofex σε περίοδο πέντε ετών από το 2000. Από τις 20 νεοεισαχθείσες εταιρείες στο Ofex το 2004, μόνο μία ήταν εγκατεστημένη στα West Midlands.

(96) Στην επιστολή τους της 21ης Νοεμβρίου 2005, οι αρχές του ΗΒ αναφέρουν ότι η δραστηριότητα άντλησης κεφαλαίων του Ofex αφορά το σύνολο της χώρας, σε αντίθεση με το Investbx που δραστηριοποιείται αποκλειστικά σε μία περιφέρεια, τα West Midlands. Από περισσότερες από 300 000 ΜΜΕ στα West Midlands, μόνο 57 εταιρειών οι μετοχές αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο AIM, 10 στο Ofex και από 5 έως 10 ενισχύονται ετησίως από τον κάθε μεγάλο ιδιώτη επενδυτή κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών. Οι αρχές του ΗΒ δεν έχουν πεισθεί ότι η Ofex ή οιοσδήποτε άλλος φορέας παροχής υπηρεσιών διαθέτει τους πόρους ή ειδικά σχέδια για να αντιμετωπίσει την ανεπάρκεια της αγοράς στα West Midlands, ούτε έχει την πρόθεση και το ενδιαφέρον να το πράξει. Όντως, διευθυντικά στελέχη της Ofex εκλήθησαν σε δύο διαφορετικές συνεδριάσεις να παρουσιάσουν τα σχέδιά τους για την αντιμετώπιση της ανεπάρκειας της αγοράς στα West Midlands, αλλά η Ofex δεν το έπραξε. Με βάση τα στοιχεία που έχουν στη διάθεσή τους οι αρχές του ΗΒ συμπεραίνουν ότι η Ofex δεν ασκούσε στο παρελθόν διόλου την προβλεπόμενη αποστολή του Investbx και είτε δεν μπορούσε είτε δεν θα το έπραττε και στο μέλλον. Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου συμπεραίνουν ότι η δημιουργία του Investbx δεν θα βλάψει την Ofex κατά κανένα τρόπο. Μια βασική αποστολή του Investbx είναι να ενεργεί ως είδος χρηματιστηρίου-τροφοδότη, μέχρις ότου οι εταιρείες «εξοικειωθούν» με τις απαιτήσεις μιας εισηγμένης εταιρείας και προετοιμαστούν για ενδεχόμενη εισαγωγή σε καθιερωμένα χρηματιστήρια.

(97) Σύμφωνα με τις αρχές του ΗΒ, δεν θα υπάρξει μεταφορά ενίσχυσης σε ΜΜΕ ή σε επενδυτές. Οι ΜΜΕ θα προσλάβουν απευθείας συμβούλους και θα καταβάλουν τις αμοιβές σε τιμές της αγοράς για τις υπηρεσίες που λαμβάνουν από τους συμβούλους.

(98) Οι αρχές του ΗΒ αναγνωρίζουν ότι το Investbx είναι δικαιούχος ενίσχυσης. Για να χαρακτηρισθεί η ενίσχυση συμβατή, πρέπει να υπάρχει μια σαφώς προσδιορισμένη ανεπάρκεια της αγοράς. Η σοβαρότερη έλλειψη ιδίων κεφαλαίων για μικρές επιχειρήσεις θεωρείται ότι αφορά ποσό από 0,5 εκατομμύρια έως 2 εκατομμύρια GBP. Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου αναφέρουν ότι αυτό έχει καταδειχθεί από ένα μεγάλο φάσμα ανεξάρτητων ερευνών, από την Επιτροπή σε προηγούμενες περιπτώσεις καθώς και από τις κατευθυντήριες γραμμές για τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών. Δεν έχουν υπόψη τους στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι στο μεταξύ έχει αλλάξει η εκτίμηση ότι υπάρχει ανεπάρκεια της αγοράς, η οποία επιβεβαιώθηκε από την απόφαση για τα επιχειρηματικά κεφάλαια. ([15]) Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου παραθέτουν ορισμένες δηλώσεις σημαντικών συντελεστών της κοινότητας των επαγγελματικών φορέων στο West Midlands που υποστηρίζουν την ανάγκη ύπαρξης του Investbx. Ένας σημαντικός επενδυτής κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών της περιφέρειας ανέφερε ότι από τις 500 έως 750 προτάσεις που ελάμβανε ετησίως, ποσοστό κατώτερο του 1 % των επιχειρήσεων λαμβάνουν χρηματοδότηση. Οι περισσότερες από τις εταιρείες οι αιτήσεις των οποίων απορρίπτονται διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια και, αν και δεν κρίνονται κατάλληλες για επενδύσεις από ιδιώτες επενδυτές, ενδέχεται να επιλεγούν για χρηματοδότηση μέσω του Investbx. Για να επισημάνουν ότι εξακολουθεί να υφίσταται αναμφίβολα ανεπάρκεια της αγοράς, οι αρχές στο ΗΒ επικαλούνται και άλλα έγγραφα [όπως το έγγραφο διαβούλευσης για τον προϋπολογισμό του Υπουργείου Οικονομικών με τίτλο «Bridging the Finance Gap», (Η κάλυψη του ελλείμματος χρηματοδότησης), το έγγραφο εργασίας της Προεδρίας του ΗΒ που δημοσιεύθηκε πριν από τη σύνοδο κορυφής για τα επιχειρηματικά κεφάλαια και η έρευνα των τάσεων της Συνομοσπονδίας των Βρετανικών ΜΜΕ].

(99) Αν και οι αρχές του ΗΒ δεν απέκλεισαν αρχικά συναλλαγές για ποσό μέχρι 5 εκατομμυρίων GBP, εφόσον αναγνώρισαν ότι η ανεπάρκεια της αγοράς αφορούσε χρηματοδότηση μέχρι αυτό το επίπεδο, σε ένα μεταγενέστερο στάδιο της διαδικασίας επιβεβαίωσαν ότι οι συναλλαγές στο Investbx κατά τα πρώτα πέντε έτη θα περιορίζονταν σε ποσό 2 εκατομμυρίων GBP ετησίως και κάθε συναλλαγή που θα υπερβαίνει τα 2 εκατ. GBP θα κοινοποιείται στην Επιτροπή.

(100) Κατά την άποψη των αρχών του ΗΒ, το κοινοποιηθέν μέτρο ενίσχυσης δεν στοχεύει στην ανεπάρκεια της αγοράς και υπερβαίνει τα παραδοσιακά μέσα ως προς τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίζει αυτή τη δυσκολία. Το Investbx σχεδιάζεται να λειτουργεί συμπληρωματικά με άλλους φορείς χρηματοδότησης και να προσελκύει και να χρησιμοποιεί και άλλες πηγές χρηματοδότησης προς όφελος των ΜΜΕ. Οι αρχές του ΗΒ θεωρούν ότι το προτεινόμενο σχέδιο έχει σαφώς χαρακτήρα κινήτρου από την άποψη ότι δεν θα δημιουργούνταν το Investbx χωρίς δημόσια παρέμβαση.

(101) Οι αρχές του ΗΒ θεωρούν ότι η σύσταση και αρχική χρηματοδότηση του Investbx δεν θα νοθεύσουν τον ανταγωνισμό, αλλά μάλλον θα συμβάλει στην κάλυψη μιας ανεπάρκειας της αγοράς η οποία σήμερα δεν αντιμετωπίζεται. Ακόμη και αν υπάρξει ισχυρισμός ότι το εξεταζόμενο μέτρο θα μπορούσε δυνητικά να νοθεύσει τον ανταγωνισμό, το περιορισμένο ποσό της χρηματοδότησης για ανώτατη περίοδο πέντε ετών, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι η δραστηριότητα του Investbx θα περιορίζεται μόνο σε μία περιφέρεια του Ηνωμένου Βασιλείου, σημαίνει ότι οποιαδήποτε παρόμοια στρέβλωση αντισταθμίζεται με το παραπάνω από τα δυνητικά οφέλη για όλες τις περιφέρειες της Κοινότητας. Στο τέλος της πενταετούς περιόδου, το Investbx θα πρέπει να καταστεί αυτοτροφοδοτούμενο και, όταν η επιχείρηση πωληθεί, τα ενδεχόμενα κέρδη θα επιστραφούν στον AWM.

(102) Οι αρχές του ΗΒ θεωρούν ότι η δραστηριότητα του Investbx θα έχει περιορισμένη επίπτωση στον ανταγωνισμό και δεν θα επηρεάσει δυσμενώς τις συναλλαγές, διότι το πεδίο δραστηριότητάς του αφορά μία μόνο από τις εννέα αγγλικές περιφέρειες. Θα λειτουργεί ως περιφερειακός συντελεστής και έτσι εξ ορισμού δεν θα μπορούσε να νοθεύσει καμία οικονομική δραστηριότητα εκτός της περιφέρειας West Midlands. Ακόμη, εάν το εγχείρημα του Investbx επιτύχει, παρόμοια επενδυτικά σχέδια και σε άλλες περιοχές της Κοινότητας θα μπορούσαν να προσελκύσουν το ενδιαφέρον του ιδιωτικού τομέα χωρίς να απαιτείται δημόσια παρέμβαση.

(103) Εάν το εξεταζόμενο σχέδιο επιτύχει και περιοριστεί η ανεπάρκεια της αγοράς, αυτό θα είναι ένας άριστος τρόπος να επιτευχθεί ο στόχος με ελάχιστη δημόσια δαπάνη ή στρέβλωση του ανταγωνισμού. Εάν το σχέδιο αποτύχει, πάλι ο ανταγωνισμός δεν θα έχει νοθευθεί, αλλά θα γίνει γνωστό είτε ότι το πρότυπο του Investbx δεν ήταν βιώσιμος τρόπος για να

([15]) Υπόθεση αριθ. 2006/250/ΕΚ — Ηνωμένο Βασίλειο — «Κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών», ΕΕ L 91 της 29.3.2006, σ. 16.

αντιμετωπισθεί η ανεπάρκεια της αγοράς ή ο τρόπος με τον οποίο ο AWM προσπάθησε να εφαρμόσει το πρότυπο δεν ήταν ο κατάλληλος και ότι θα πρέπει να αναζητηθεί μια άλλη προσέγγιση.

5.2. **Παρατηρήσεις του Ηνωμένου Βασιλείου για τα επικριτικά σχόλια τρίτων μερών**

(104) Όσον αφορά τις παρατηρήσεις της JP Jenkins, οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου κάνουν μια σαφή διάκριση ανάμεσα στο Investbx και σε αυτή την εταιρεία. Αναφέρουν ότι η JP Jenkins Stockbrokers λειτουργεί ως διαφορετικό πρότυπο επιχείρησης από αυτό του Investbx. Η JP Jenkins Stockbrokers είναι χρηματιστηριακή εταιρεία που εκτελεί μόνο εντολές και λειτουργεί ως ειδικός διαπραγματευτής, πραγματοποιώντας εξωχρηματιστηριακή αντιστοίχηση συναλλαγών σε μη εισηγμένες εταιρείες. Δεν υπάρχει κανονιστικό πλαίσιο γι' αυτή την αγορά. Πρωταρχικός στόχος του Investbx είναι η άντληση κεφαλαίων για ΜΜΕ· η JP Jenkins Stockbrokers δεν ασκεί αυτήν τη λειτουργία.

(105) Οι αρχές του ΗΒ έδωσαν τις ακόλουθες απαντήσεις στις παρατηρήσεις της QCA και της Ofex.

(106) Η κοινοποίηση της κρατικής ενίσχυσης, της 26ης Ιουλίου 2005, από τις αρχές του ΗΒ περιέχει μια συνολική και εμπεριστατωμένη περιγραφή της ανεπάρκειας της αγοράς. Ακόμη, παραθέτει τις εξής μελέτες που αποδεικνύουν ότι συνεχίζεται η ανεπάρκεια της αγοράς: the HM Treasury, *Pre-Budget Report της 5ης Δεκεμβρίου 2005*; DTI Small Business Service, *A Mapping study of Venture Capital Provision*; CBI, *Enabling the Enterprise evolution*. Υπάρχουν περισσότερες από 300 000 ΜΜΕ στην περιφέρεια West Midlands και κατά μέσο όρο μόνο μία εταιρεία εγκατεστημένη στα West Midlands συνεργαζόταν ετησίως με την Ofex κατά την τελευταία πενταετία. Παρομοίως, αν και υπάρχει ήδη δίκτυο ιδιωτών επενδυτών, από τις παρατηρήσεις των τρίτων μερών συνάγεται ότι οι ΜΜΕ χρειάζονται ένα πρόσθετο μέσο χρηματοδότησης που θα καλύψει το κενό στην συγκεκριμένη κατηγορία χρηματοδότησης, διότι το βήμα για την εισαγωγή σε μια καθιερωμένη αγορά αποδεικνύεται υπερβολικά επαχθές για το στάδιο ανάπτυξής τους.

(107) Οι αρχές του ΗΒ παραδέχονται ότι αυτό που συχνά εμποδίζει τις ΜΜΕ να αντλήσουν κεφάλαια από τις καθιερωμένες αγορές είναι το συνολικό άθροισμα του κόστους συναλλαγής. Σύμφωνα με τις παρατηρήσεις των τρίτων μερών, το κόστος εισαγωγής για διαπραγμάτευση αντιπροσωπεύει υπερβολικά υψηλό ποσοστό των αντλούμενων κεφαλαίων. Η παρέμβαση των αρχών του ΗΒ έχει διευκολύνει τις τοπικές επιχειρήσεις να συνεργαστούν στο πλαίσιο μιας διαδικασίας συμμόρφωσης με την ένταξη σε ένα σύστημα εναλλακτικής διαπραγμάτευσης και να επεξεργαστούν πρότυπα που μειώνουν το κόστος άντλησης κεφαλαίων. Το αθροιστικό κόστος δεν πρέπει να αποτελεί εμπόδιο στην εισαγωγή στο Investbx.

(108) Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, υπάρχουν στοιχεία ερευνών που δείχνουν ότι οι θεσμικοί επενδυτές προτιμούν συναλλαγές μεγάλου όγκου μετοχών σε μεγάλες μετοχικές αγορές. Ασχολούνται με συναλλαγές για τις οποίες θα ενδιαφέρονται οι θεσμικοί επενδυτές και οι οποίες θα χρησιμοποιούνται από τις ομάδες πωλήσεων των χρηματιστηριακών εταιρειών για να προσελκύουν το ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών. Όμως αυτά τα στοιχεία των ερευνών δεν είναι διαθέσιμα στους ιδιώτες επενδυτές. Επιπλέον, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα δεν ενδιαφέρονται για μετοχές μικρότερων εταιρειών, διότι ο όγκος των διαθέσιμων μετοχών γι' αυτούς είναι ανεπαρκής για να καταλάβουν μια σημαντική θέση. Αντίθετα, το Investbx θα παρέχει στοιχεία για μετοχές ΜΜΕ, αλλά επιπλέον οι ΜΜΕ θα αναθέτουν τη διενέργεια ανεξάρτητης έρευνας σε τιμές αγοράς προκειμένου να παρέχουν στους επενδυτές λεπτομερείς πληροφορίες για την εταιρεία που ζητεί την επένδυσή τους.

(109) Απαντώντας στο επιχείρημα ότι το Investbx θα περιορίσει τη ρευστότητα, οι αρχές του ΗΒ αναφέρουν ότι, ενώ *«η τεχνολογία της αγοράς πριν από 25 έτη δεν ήταν σε θέση να στηρίξει γεωγραφικά διαφορετικές αγορές, διότι η διαπραγμάτευση της ίδιας μετοχής σε διαφορετικές αγορές θεωρούνταν ότι κατακερματίζει την ρευστότητα της αγοράς, η έλευση του διαδικτύου παρέχει την ευκαιρία να αναστραφεί η κατάσταση και να διοχετεύεται το χρήμα των περιφερειακών επενδυτών σε τοπικές εταιρείες προς όφελος της περιφέρειας.»* Ένας μηχανισμός διαπραγμάτευσης μετοχών στο West Midlands δεν θα κατακερμάτιζε τη ρευστότητα, αντίθετα θα ενθάρρυνε τη συγκέντρωση ρευστότητας μέσω της διακίνησης μεγαλύτερου όγκου μετοχών σε μία ενιαία τιμή διαπραγμάτευσης σε εβδομαδιαία ή μηνιαία βάση.

(110) Απαντώντας στην παρατήρηση σχετικά με την προστασία των επενδυτών, οι αρχές του ΗΒ παραθέτουν τα μέτρα προστασίας των επενδυτών που ισχύουν στο Ηνωμένο Βασίλειο και εφαρμόζονται στους επενδυτές οι οποίοι επενδύουν στο Investbx. Οι εταιρείες που συμμετέχουν στο Investbx πρέπει να ικανοποιούν ένα σύνολο κανονιστικών κριτηρίων και απαιτήσεων διαφάνειας για τη λειτουργία του συστήματος εναλλακτικής διαπραγμάτευσης μετοχών. Όπως προαναφέρθηκε, το Investbx θα ικανοποιεί τις υποχρεώσεις που θέσπισε η FSA για την προστασία των επενδυτών μέσω ενός δοκιμασμένου μηχανισμού συμμόρφωσης που ανατίθεται στο Share Centre, το οποίο παρακολουθεί όλες τις σχετικές πτυχές λειτουργίας του Investbx. Το Share Centre, η λειτουργία του οποίου ρυθμίζεται από την FSA, θα ελέγχει το Investbx και θα εξασφαλίζει ότι το Investbx λειτουργεί με βάση τις βέλτιστες πρακτικές όπως αυτές ορίζονται στον κώδικα επιχειρηματικής πρακτικής της FSA. Πέρα από τις υποχρεωτικές πληροφορίες, το Investbx θα παρέχει στους επενδυτές περισσότερες πληροφορίες για τις ΜΜΕ από αυτές που είναι συνήθως δυνατό να παρέχονται. Αυτό δεν εμπίπτει στο κανονιστικό πλαίσιο και είναι ενδεικτικό της καινοτόμου προσέγγισης που εφαρμόζει το Investbx.

(111) Τα συστήματα που βασίζονται σε δημοπρασία μετοχών αποτελούν μια αναγνωρισμένη εναλλακτική δυνατότητα προς τα συστήματα διαπραγμάτευσης βάσει ζευγών εντολών και ανταποκρίνονται περισσότερο στις ανάγκες διαπραγμάτευσης μικρότερου όγκου μετοχών, όπως αναφέρεται στο έγγραφο του Dr Robert Huggins *«Regional Stock exchanges in the UK»*. Οι επενδυτές στους οποίους απευθύνονται οι εισηγμένες στο

Investbx ΜΜΕ ενδιαφέρονται για μεσοπρόθεσμες έως μακροπρόθεσμες ευκαιρίες και γι' αυτό το λόγο η παροχή πρόσθετων πληροφοριών σχετικά με τις προοπτικές της εταιρείας είναι σημαντική. Αυτή η εικόνα επενδυτή δεν απαιτεί την ίδια ικανότητα για συνεχή διαπραγμάτευση, όπως συμβαίνει με τους θεσμικούς επενδυτές. Εντούτοις, τα στοιχεία που αφορούν την επόμενη δημοπρασία απεικονίζονται και οι εντολές μπορούν να τροποποιούνται σε βάση 24/7 ανά πάσα στιγμή μέχρι τη δημοπρασία.

(112) Οι μέτοχοι της Ofex είναι κυρίως χρηματιστηριακές εταιρείες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που χρησιμοποιούν και επωφελούνται σημαντικά από το σύστημα διαπραγμάτευσης βάσει ζευγών εντολών με ειδικούς διαπραγματευτές. Όπως δείχνουν τα στοιχεία που έδωσε η Ofex, για να διατηρηθεί η ικανότητα διαπραγμάτευσης ανά πάσα στιγμή σε ένα σύστημα διαπραγμάτευσης βάσει ζευγών εντολών, ενδέχεται να παρατηρηθούν μεγάλα ανοίγματα τιμών μέχρι 75 %. Αντίθετα, το μοντέλο του Investbx θα αντιστοιχίζει αγοραστές και πωλητές σε μία ενιαία τιμή, κάτι που είναι προς όφελος τόσο των ΜΜΕ οι οποίες θα μπορούν να διαθέτουν μικρό αριθμό μετοχών, όσο και των επενδυτών οι οποίοι δεν θα ζημιώνονται από το άνοιγμα μεταξύ της τιμής αγοράς και πώλησης.

(113) Οι αρχές του ΗΒ υποστηρίζουν ότι η Ofex εξελίσσεται σε κύρια αγορά. Σε πρόσφατες δηλώσεις στον τύπο, η Ofex παραδέχτηκε ότι αντλούσε ίδια κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τις αλλαγές του συστήματός της διαπραγμάτευσης με στόχο να διευκολύνει τη διαπραγμάτευση μετοχών σε άμεσο ανταγωνισμό προς το AIM και το LSE. Ο νέος μηχανισμός παρέχει στην Ofex τη δυνατότητα να διαπραγματεύεται σημαντικά μεγαλύτερους όγκους ορισμένων εισηγμένων και μη εισηγμένων μετοχικών τίτλων βάσει ζευγών εντολών που διαμορφώνονται σε άλλες αγορές του Λονδίνου.

(114) Οι αρχές του ΗΒ υποστηρίζουν ότι οι επενδυτές δεν θα εγκλωβίζονταν, εάν το Investbx έκλεινε. Η έξοδος από το Investbx ορίζεται με τη συμφωνία χρηματοδότησης. Σε περίπτωση που το Investbx αναγκαστεί να κλείσει, θα μπορούσε να συνεχιστεί η διαπραγμάτευση μετοχών ΜΜΕ με τους ίδιους όρους στο μηχανισμό του Share Centre.

(115) Οι αρχές του ΗΒ θεωρούν ότι η ενίσχυση στο Investbx είναι η ελάχιστη απαιτούμενη για να αντιμετωπιστεί μια ανεπάρκεια της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ στην περιφέρεια West Midlands. Το Investbx δεν θα χορηγεί απευθείας κεφάλαια· δεν θα κάνει διακριτική επιλογή ΜΜΕ με βάση τις μετέπειτα επιδόσεις και την αποτίμησή τους στο σύστημα διαπραγμάτευσης του Investbx. Το Investbx δεν αμείβεται με βάση τη μελλοντική αποτίμηση μιας ΜΜΕ, όπως ένας ιδιώτης επενδυτής. Χωρίς την εξεταζόμενη ενίσχυση, το σχέδιο δεν θα εφαρμοζόταν. Είναι ένα εγχείρημα εξαιρετικά μεγάλου κινδύνου για να εφαρμοστεί με αποκλειστικά ιδιωτική στήριξη, διότι δεν υπάρχει προηγούμενο γι' αυτόν τον τρόπο επιχειρηματικής δραστηριότητας.

(116) Οι αρχές του ΗΒ διαφωνούν με τον ισχυρισμό ότι το μη κερδοσκοπικό επιχειρηματικό πρότυπο θα περιορίσει την καινοτομία στις χρηματοπιστωτικές αγορές. Οι αρχές του ΗΒ θα επιθυμούσαν το Investbx να δημιουργήσει και να αναπτύξει μια νέα κερδοφόρα επιχείρηση, αλλά παραδέχονται ότι στα πρώτα στάδιά της δεν θα είναι επικερδής και ότι αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η χρηματοδότηση είναι απαραίτητη. Εντούτοις, πρέπει να αποκομίσει κέρδος για να καταστεί αυτοτροφοδοτούμενο και βιώσιμο μακροπρόθεσμα, όταν λήξει η περιορισμένη χρηματοδότησή του από τον AWM. Η διαφορά είναι ότι τα κέρδη θα επανεπενδύονται αντί να διανέμονται στους μετόχους. Το Investbx θα αξιολογείται από τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου με βάση την ικανότητά του να επιτυγχάνει και να αξιοποιεί εμπορικά νέες υπηρεσίες προς όφελος των ΜΜΕ που είναι εγκατεστημένες στο West Midlands.

6. ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΡΟΥ

(117) Η Επιτροπή εξέτασε το μέτρο με βάση το άρθρο 87 της συνθήκης ΕΚ και ιδίως βάσει των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια. Τα αποτελέσματα αυτής της αξιολόγησης παρουσιάζονται στη συνέχεια.

6.1. **Νομιμότητα**

(118) Οι αρχές του ΗΒ κοινοποίησαν το μέτρο. Δήλωσαν ότι το Investbx δεν έχει συσταθεί, δεν έχει αρχίσει να λειτουργεί και δεν έχει λάβει καμία επιχορήγηση ή χρηματοδότηση.

(119) Ακόμη, οι αρχές του ΗΒ δήλωσαν ότι ο AWM προσέλαβε ένα άτομο που θα είναι μελλοντικά ο Διευθύνων Σύμβουλος του Investbx, ο οποίος όμως προς το παρόν εργάζεται ως μέλος του προσωπικού του AWM σε διάφορα σχέδια, ένα από τα οποία είναι η προπαρασκευαστική εργασία για το Investbx. Έχουν αρχίσει οι προπαρασκευαστικές εργασίες για την ανάπτυξη του μελλοντικού διαδικτυακού τόπου του Investbx. Λόγω τεχνικού προβλήματος, υπήρχε δυνατότητα πρόσβασης σε αυτό το διαδικτυακό τόπο, ο οποίος αναφέρεται ρητά ότι είναι υπό ανάπτυξη. Το πρόβλημα αυτό λύθηκε και ο δικτυακός τόπος δεν είναι ορατός στο κοινό.

(120) Το Investbx δεν έχει ακόμη συσταθεί ως εταιρεία και δεν έχει λάβει καμία χρηματοδότηση. Συνεπώς, δεν έχει χορηγηθεί ακόμη καμία ενίσχυση.

(121) Οι αρχές του ΗΒ δεσμεύθηκαν να μην χορηγήσουν την ενίσχυση πριν λάβουν την έγκριση της Επιτροπής. Ως εκ τούτου, έχουν τηρήσει τις υποχρεώσεις τους σύμφωνα με το άρθρο 88, παράγραφος 3 της συνθήκης ΕΚ:

6.2. **Ύπαρξη κρατικής ενίσχυσης**

(122) Μετά την απόφαση για την κίνηση της διαδικασίας, διαπιστώθηκε η ύπαρξη της ενίσχυσης σε τρία επίπεδα:

— στο επίπεδο του Investbx ως χρηματιστηριακής αγοράς,

— στο επίπεδο των επενδυτών και

— στο επίπεδο των ΜΜΕ που θα είναι οι αποδέκτες των επενδύσεων.

Η παρούσα αξιολόγηση θα πραγματοποιηθεί σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές για τα επιχειρηματικά κεφάλαια.

6.2.1. *Η ενίσχυση στο επίπεδο του Investbx*

(123) Η επένδυση και οι τρέχουσες δαπάνες θα χρηματοδοτούνται με κρατικούς πόρους μέσω του κρατικού αναπτυξιακού οργανισμού AWM. Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, κανένας ιδιώτης επενδυτής δεν ενδιαφέρθηκε να επενδύσει στο Investbx. Υπό τις συνήθεις συνθήκες της αγοράς, δεν θα ήταν δυνατό να αντληθεί με τους ίδιους ευνοϊκούς όρους το αρχικό κεφάλαιο που ελήφθη υπό μορφή ενίσχυσης. Αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο η χορήγηση χρηματοδότησης δεν αντιστοιχεί στην πρακτική ενός ιδιώτη επενδυτή. Έτσι, το Investbx λαμβάνει χρηματοδότηση την οποία δεν θα ήταν δυνατό να αντλήσει από τον ιδιωτικό τομέα σε τιμές αγοράς. Κατά συνέπεια, η επιχείρηση Investbx αποκτά ένα πλεονέκτημα με τους κρατικούς πόρους. Επειδή το μέτρο μπορεί να έχει επιπτώσεις σε άλλους φορείς παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και ιδίως στην Ofex, όπως εξετάζεται στη συνέχεια, το μέτρο μπορεί δυνητικά να νοθεύσει τον ανταγωνισμό. Κατά κανόνα, τα κεφάλαια και οι συναφείς υπηρεσίες μπορούν να χορηγούνται σε διασυνοριακό επίπεδο. Αυτό αποδεικνύεται από το παράδειγμα που παρουσίασε το Πανεπιστήμιο του Warwick μιας ΜΜΕ από τα West Midlands που αντλούσε χρηματοδότηση από την αγορά της Αυστραλίας καθώς και από τις προσπάθειες της Ofex να παράσχει τις υπηρεσίες της στο εξωτερικό. Αν και είναι μικρή η πιθανότητα ΜΜΕ εγκατεστημένες στα West Midlands να αναζητήσουν ίδια κεφάλαια μέχρι 2 εκατομμύρια GBP και να λάβουν υπηρεσίες από το εξωτερικό, αυτό δεν μπορεί να αποκλειστεί. Έτσι, το μέτρο θα μπορούσε εν δυνάμει να επηρεάσει το ενδοκοινοτικό εμπόριο. Ως εκ τούτου, το μέτρο συνιστά ενίσχυση στο Investbx κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 1 της συνθήκης ΕΚ.

6.2.2. *Ενίσχυση στο επίπεδο των επενδυτών*

(124) Το Investbx παρέχει ένα σύστημα επιγραμμικών δημοπρασιών που προσφέρει τη δυνατότητα σε όλους τους επενδυτές, θεσμικούς αλλά και ιδιώτες επενδυτές, να επενδύουν σε ΜΜΕ. Οι επενδυτές θα μπορούσαν ενδεχομένως να επωφεληθούν από τις πληροφορίες και τις υπηρεσίες που παρέχει το Investbx, τις οποίες δεν θα ήταν δυνατό να λάβουν με άλλο τρόπο. Κάθε ενδιαφερόμενος επενδυτής θα είναι σε θέση να χρησιμοποιεί το Investbx με τους ίδιους όρους, εκτός και αν εξαιρείται από τη νομοθεσία περί προστασίας των επενδυτών. Δεν απαιτείται ελάχιστο όριο επένδυσης ανά επενδυτή. Συνεπώς, ανεξάρτητα από το αν το μέτρο παρέχει πλεονέκτημα στους επενδυτές, δεν θα είναι επιλεκτικό σε αυτό το επίπεδο και, συνεπώς, δεν συνιστά για τους επενδυτές ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 1 της συνθήκης ΕΚ.

6.2.3. *Ενίσχυση στο επίπεδο των ΜΜΕ*

(125) Οι ΜΜΕ θα επωφεληθούν από το μέτρο, εφόσον θα είναι σε θέση να αντλούν ιδιωτικά ίδια κεφάλαια με όρους που δεν θα μπορούσαν να βρουν στην αγορά. Κανένας άλλος φορέας της αγοράς δεν παρέχει σήμερα δέσμη υπηρεσιών τις οποίες παρέχει το Investbx. Το γεγονός ότι οι ιδιώτες επενδυτές δεν είναι διατεθειμένοι να αναπτύξουν μια εταιρεία παρόμοια με το Investbx αποδεικνύει ότι το σχέδιο ενέχει κίνδυνο. Η δραστηριότητα αυτή συνεπάγεται σημαντικά γενικά έξοδα, τα οποία είναι δυνατό να καλυφθούν μόνο εάν το Investbx μπορέσει να επιτύχει ένα συγκεκριμένο όγκο δραστηριότητας· όμως, είναι αβέβαιο εάν επιτευχθεί αυτός ο όγκος δραστηριότητας. Η τιμή που καταβάλλουν συνήθως οι αποδέκτες των επενδύσεων πρέπει να είναι ανάλογη αυτού του υψηλού κινδύνου. Αν και οι περισσότερες από τις υπηρεσίες τις οποίες παρέχει το Investbx ανατίθενται σε εξωτερικούς φορείς της αγοράς και το Investbx εισπράττει περιθώριο κέρδους από αυτούς, η τιμή την οποία το Investbx χρεώνει στους αποδέκτες των επενδύσεων για τη δέσμη των παρεχόμενων υπηρεσιών είναι υπερβολικά χαμηλή για να εξασφαλίσει την κάλυψη των γενικών εξόδων της κατά την αρχική περίοδο λειτουργίας μέχρι τα πέντε έτη ή μέχρις ότου ένας απαραίτητος ελάχιστος αριθμός εταιρειών χρησιμοποιήσουν τις υπηρεσίες της. Κανένας επενδυτής της αγοράς δεν ανέλαβε αυτό τον κίνδυνο. Συνεπώς, το μέτρο μπορεί να προσφέρει ένα πλεονέκτημα στις ΜΜΕ που χρησιμοποιούν το Investbx για την εξεύρεση χρηματοδότησης διότι, λόγω της τιμολογιακής πολιτικής του Investbx, οι ΜΜΕ λαμβάνουν υπηρεσίες σε πλεονεκτικότερους όρους από αυτές που θα τους προσέφερε χωριστά ο κάθε υφιστάμενος συντελεστής της αγοράς. Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου ανέφεραν ότι οι υπηρεσίες που αφορούν τη χρήση ενός μηχανισμού διαπραγμάτευσης μετοχών, ενός συστήματος διανομής μετοχών στους εργαζόμενους της επιχείρησης, λογαριασμού μεριδίου, ανεξάρτητης έρευνας και υπηρεσιών μάρκετινγκ θα ανατίθεται σε ιδιωτικούς φορείς παροχής υπηρεσιών με τους όρους της αγοράς. Το πλεονέκτημα προέρχεται από την ομαδοποίηση αυτών των υπηρεσιών καθώς και από την άντληση κεφαλαίων από επενδυτές οι οποίοι ενδιαφέρονται να επενδύσουν σε ΜΜΕ εγκατεστημένες στο West Midlands. Το πλεονέκτημα αυτό παρέχεται από τους κρατικούς πόρους, διότι μόνο η χρηματοδοτούμενη από το κράτος σύσταση και διατήρηση του Investbx επιτρέπει τη δημιουργία του Investbx που παρέχει τις υπηρεσίες, οι οποίες δεν θα ήταν δυνατό να παρέχονται με τους ίδιους όρους από την αγορά. Επειδή οι αποδέκτες των επενδύσεων είναι πιθανό να δραστηριοποιούνται σε αγορές ανοικτές στον ανταγωνισμό σε κοινοτικό επίπεδο, το μέτρο θα μπορούσε δυνητικά να νοθεύσει τον ανταγωνισμό και να επηρεάσει το ενδοκοινοτικό εμπόριο. Άρα, η ΜΜΕ στην οποία θα πραγματοποιηθεί η επένδυση θα λαμβάνει ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 1 της συνθήκης ΕΚ.

6.3. **Συμβατότητα του μέτρου**

(126) Στο βαθμό που το μέτρο συνιστά κρατική ενίσχυση κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 1 της Συνθήκης, η συμβατότητά του πρέπει να εκτιμηθεί με γνώμονα τις εξαιρέσεις οι οποίες προβλέπονται από το άρθρο 87 παράγραφοι 2 και 3 της Συνθήκης. Οι προβλεπόμενες στο άρθρο 87, παράγραφος 2 της Συνθήκης εξαιρέσεις, οι οποίες αφορούν τις ενισχύσεις κοινωνικού χαρακτήρα σε μεμονωμένους καταναλωτές, οι ενισχύσεις για την επανόρθωση ζημιών που προκαλούνται από θεομηνίες ή άλλα έκτακτα γεγονότα και οι ενισχύσεις προς την οικονομία ορισμένων περιοχών της Ομοσπονδιακής Δημοκρατίας της Γερμανίας, δεν εφαρμόζονται στην παρούσα περίπτωση. Ούτε το εξεταζόμενο μέτρο μπορεί να υπαχθεί στην εξαίρεση η οποία προβλέπεται από το άρθρο 87, παράγραφος 3, στοιχείο α) της Συνθήκης για ενισχύσεις που αφορούν την προώθηση της οικονομικής ανάπτυξης περιοχών, στις οποίες το βιοτικό επίπεδο είναι ασυνήθως χαμηλό ή στις οποίες επικρατεί σοβαρή υποαπασχόληση. Παρομοίως, το μέτρο δεν είναι δυνατό να θεωρηθεί ότι αποτελεί σημαντικό σχέδιο κοινού ευρωπαϊκού ενδιαφέροντος ή ότι αποσκοπεί στην άρση σοβαρής διαταραχής της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου, όπως προβλέπεται στο άρθρο 87, παράγραφος 3, στοιχείο β) της Συνθήκης· ούτε έχει ως στόχο την προώθηση του πολιτισμού και τη διατήρηση της πολιτιστικής κληρονομιάς, όπως προβλέπεται από το άρθρο 87, παράγραφος 3 στοιχείο δ) της Συνθήκης.

(127) Το άρθρο 87, παράγραφος 3, στοιχείο γ) της Συνθήκης προβλέπει ότι επιτρέπονται οι ενισχύσεις που διευκολύνουν την ανάπτυξη ορισμένων οικονομικών δραστηριοτήτων ή οικονομικών περιοχών, εφόσον δεν αλλοιώνουν τους όρους των συναλλαγών κατά τρόπο που θα αντέκειτο προς το κοινό συμφέρον. Η Επιτροπή επισημαίνει ότι το εξεταζόμενο μέτρο αποσκοπεί στη δημιουργία μιας αγοράς και τη χορήγηση ενίσχυσης για περίοδο πέντε ετών σε ένα μηχανισμό επιγραμμικής διαπραγμάτευσης μετοχών για τους επενδυτές και τις ΜΜΕ. Συνεπώς, το μέτρο αποσκοπεί στη δημιουργία ενός επενδυτικού πλαισίου που θα μπορούσε να διευκολύνει το συντονισμό μεταξύ επενδυτών και στοχευόμενων ΜΜΕ, των οποίων θα μπορούσε, συνεπώς, να βελτιώσει την πρόσβαση σε επιχειρηματικά κεφάλαια.

(128) Το άρθρο 87, παράγραφος 3, στοιχείο γ) εφαρμόζεται στην περίπτωση του επιχειρηματικού κεφαλαίου σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές για τα επιχειρηματικά κεφάλαια. Αυτές οι κατευθυντήριες γραμμές εφαρμόζονται σε όλα τα κοινοποιούμενα μέτρα επιχειρηματικών κεφαλαίων για τα οποία η Επιτροπή οφείλει να εκδώσει απόφαση μετά τη δημοσίευση των κατευθυντήριων γραμμών στην *Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης*, ακόμη και όταν τα εν λόγω μέτρα, όπως το παρόν, είχαν κοινοποιηθεί πριν από τη δημοσίευση των κατευθυντήριων γραμμών. ([16]) Το Investbx διευκολύνει την αντιστοίχηση μεταξύ επενδυτών και στοχευόμενων ΜΜΕ και μπορεί να βελτιώσει την πρόσβασή τους σε επιχειρηματικά κεφάλαια. Συνεπώς, είναι ένα επενδυτικό όχημα κατά την έννοια του σημείου 5.1, στοιχείο στ) των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια. Σύμφωνα με αυτή τη διάταξη ένα μέτρο που αποτελεί επενδυτικό όχημα πρέπει να υπόκειται σε ενδελεχή αξιολόγηση βάσει του τμήματος 5 των κατευθυντήριων γραμμών. Κατά την αξιολόγηση της συμβατότητας του μέτρου βάσει του τμήματος 5 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή ακολουθεί τη μέθοδο που ορίζεται στο σχέδιο δράσης για τις κρατικές ενισχύσεις ([17]), η οποία προσδιορίστηκε διεξοδικότερα και συγκεκριμενοποιήθηκε στα σημεία 5.2, 5.3 και 5.4 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια. Θα εκτιμήσει κατά πόσο το μέτρο της ενίσχυσης αποσκοπεί σε ένα σαφώς προσδιορισμένο αντικειμενικό κοινό συμφέρον, ιδίως την επανόρθωση μιας ανεπάρκειας της αγοράς, εάν η εξεταζόμενη ενίσχυση είναι κατάλληλη για την επίτευξη του προσδιορισμένου στόχου του κοινού συμφέροντος, εάν είναι απαραίτητη και αν έχει χαρακτήρα κινήτρου, εάν έχει αναλογικό χαρακτήρα και εάν οι στρεβλώσεις του ανταγωνισμού και η επίπτωση στο εμπόριο είναι περιορισμένα, έτσι ώστε να διασφαλιστεί ότι το μέτρο της ενίσχυσης δεν είναι αντίθετο προς το κοινό συμφέρον. Κατά συνέπεια, η Επιτροπή θα εξετάσει ορισμένες θετικές και αρνητικές πτυχές. Σύμφωνα με τη δεύτερη παράγραφο του σημείου 5 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, κανένα στοιχείο από μόνο του δεν είναι καθοριστικό ούτε και ένα σύνολο στοιχείων είναι δυνατό να θεωρηθούν επαρκή από μόνα τους για να εξασφαλίσουν τη συμβατότητα του μέτρου. Σε ορισμένες περιπτώσεις, το εφαρμοστό και η βαρύτητα που προσδίδεται σε αυτά τα στοιχεία ενδέχεται να εξαρτώνται από τη μορφή του μέτρου.

(129) Δεν εφαρμόζεται κανένας από τους άλλους ισχύοντες κανονισμούς, κανονιστικά πλαίσια ή κατευθυντήριες γραμμές για τις κρατικές ενισχύσεις. Όντως, ορισμένες περιοχές της περιφέρειας West Midlands μπορούν να υπαχθούν στην εξαίρεση η οποία προβλέπεται από το άρθρο 87, παράγραφος 3, στοιχείο γ) της συνθήκης ΕΚ ([18]), και η Επιτροπή επισημαίνει επίσης ότι η εν λόγω περιφέρεια έχει πληγεί από την κρίση της βιομηχανίας Rover. Εντούτοις, η ενίσχυση στο Investbx δεν αποτελεί ενίσχυση για την περιφερειακή ανάπτυξη.

6.3.1. *Είναι το μέτρο της ενίσχυσης ένας σαφώς προσδιορισμένος στόχος κοινού συμφέροντος;*

(130) Σύμφωνα με το σημείο 5.2.1 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή αξιολογεί κατά πόσο το μέτρο της ενίσχυσης στοχεύει σε μία σαφώς προσδιορισμένη ανεπάρκεια της αγοράς. Για μέτρα που συνεπάγονται ειδικά την ύπαρξη επενδυτικού πλαισίου, η Επιτροπή απαιτεί να παρέχονται πρόσθετες αποδείξεις της ανεπάρκειας της αγοράς. Οι εν λόγω αποδείξεις πρέπει να βασίζονται σε μελέτες που αποδεικνύουν το επίπεδο του ελλείμματος ιδίων κεφαλαίων και οι αποδείξεις πρέπει να αφορούν την προσφορά επιχειρηματικών κεφαλαίων καθώς και τη σημασία του κλάδου των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών στην τοπική οικονομία.

(131) Όπως αναφέρεται στο σημείο 1.3.2 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή θεωρεί ότι βασική αιτία της ανεπάρκειας της αγοράς στις αγορές επιχειρηματικών κεφαλαίων οφείλεται κυρίως σε ασύμμετρη πληροφόρηση. Όσον αφορά την πρόσβαση μικρών και νέων επιχειρήσεων σε ίδια κεφάλαια, οι βασικές δυσκολίες χρηματοδότησης συνίστανται στο υψηλό κόστος συναλλαγής και διαμεσολάβησης καθώς και στην απροθυμία ανάληψης κινδύνων από τους επενδυτές όσον αφορά τις επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου. Γενικά, η δυσλειτουργία της αγοράς υπάρχει όταν, λόγω της ανεπαρκούς αντιστοίχησης της προσφοράς και της ζήτησης επιχειρηματικών κεφαλαίων, ο όγκος των κεφαλαίων είναι υπερβολικά περιορισμένος και οι επιχειρήσεις δεν εξασφαλίζουν χρηματοδότηση, παρά το γεγονός ότι διαθέτουν ένα πολύτιμο επιχειρηματικό σχέδιο και προοπτικές ανάπτυξης.

(132) Ο στόχος του εξεταζόμενου μέτρου της ενίσχυσης είναι να αντιμετωπίσει μια ανεπάρκεια της αγοράς για κεφαλαιακές επενδύσεις σε ΜΜΕ της κλίμακας από 0,5 εκατομμύρια έως 2 εκατομμύρια GBP στην περιφέρεια West Midlands.

(133) Για να αποδειχθεί ότι η διαθεσιμότητα επιχειρηματικών κεφαλαίων αυτής της τάξης μεγέθους είναι περιορισμένη, παρά τη ζήτηση ιδίων κεφαλαίων από βιώσιμες επιχειρήσεις, το σημείο 5.2.1 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια παραθέτει ένα ενδεικτικό σύνολο στοιχείων. Στην ακόλουθη εκτίμηση αν όντως υπάρχει ανεπάρκεια της αγοράς, η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη ιδίως την κερδοφορία των επενδύσεων ιδιωτών επενδυτών, την ανάπτυξη της επένδυσης με κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τα τελευταία έτη και την κατανομή των επενδύσεων σε κατηγορίες ανάλογα με το ύψος τους και σε συνδυασμό με την κατηγορία ποσών στην οποία έχει διαπιστωθεί ανεπάρκεια της αγοράς. Η Επιτροπή εξετάζει επίσης στοιχεία που αφορούν την περιφέρεια West Midlands, ιδίως την περιφερειακή κατανομή των επενδύσεων

([16]) Κατευθυντήριες γραμμές για επιχειρηματικά κεφάλαια, σημείο 7.2 τρίτη παράγραφος.

([17]) Απόφαση της Επιτροπής COM(2005) 107 τελικό της 7 Ιουνίου 2005.

([18]) Απόφαση της Επιτροπής της 26 Ιουλίου 2000 για την κρατική ενίσχυση αριθ. N 265/2000 — Ηνωμένο Βασίλειο σχετικά με το χάρτη περιφερειακών ενισχύσεων του ΗΒ για την περίοδο 2000 — 2006 (ΕΕ C 272 της 23.9.2000, σ. 43).

κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, τη ζήτηση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών και το βαθμό ικανοποίησης της ζήτησης που διαπιστώνεται στις κεφαλαιαγορές. Για το σκοπό αυτό, η Επιτροπή αναλύει μελέτες που έχουν υποβληθεί από τις αρχές του ΗΒ.

(134) Επισημαίνεται ακόμη ότι το μέτρο της ενίσχυσης θα στηρίξει μια περιφέρεια σε διαδικασία διαρθρωτικών αλλαγών με τη δημιουργία μιας επιγραμμικής περιφερειακής μετοχικής αγοράς για τις ΜΜΕ.

6.3.1.1. ***Αποδεικτικά στοιχεία για την ανεπάρκεια της αγοράς την οποία αφορά το μέτρο***

(135) Το Investbx στοχεύει στην εξεύρεση ιδίων κεφαλαίων στην περιφέρεια West Midlands για ποσά μεγέθους από 0,5 εκατομμύρια GBP έως 2 εκατομμύρια GBP. Οι συντελεστές της αγοράς, σύμφωνα με τις παρατηρήσεις των αρχών του Ηνωμένου Βασιλείου και πολλών τρίτων μερών, θεωρούν ότι η ανεπάρκεια της αγοράς είναι σοβαρότερη σε αυτή την τάξη μεγέθους. Πιστεύουν ότι οι επενδύσεις αυτής της κλίμακας είναι υπερβολικά μεγάλες για τους περισσότερους ιδιώτες επενδυτές, όπως οι επιχειρηματικοί άγγελοι που έχουν πρόσβαση σε περιορισμένους χρηματοδοτικούς πόρους ([19]), και υπερβολικά μικρή για τους περισσότερους επίσημους επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών οι οποίοι θεωρούν αποτρεπτικό το κόστος αξιολόγησης ενδεχόμενων επενδύσεων, όταν μια επιχείρηση αναζητά μόνο ένα μικρό ποσό ιδίων κεφαλαίων. ([20]) Σύμφωνα με τις χρηματοοικονομικές προβλέψεις του Investbx, όπως παρουσιάζονται από τις αρχές του ΗΒ, το μέσο μέγεθος χρηματοδότησης εκτιμάται ότι θα είναι 1,66 εκατομμύρια GBP μέχρι το πέμπτο έτος λειτουργίας.

(136) Στην απόφασή της για το καθεστώς ενισχύσεων των ταμείων επιχειρηματικών κεφαλαίων ([21]), η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι υπάρχει ανεπάρκεια της αγοράς στο τμήμα μεταξύ 250 000 GBP (357 000 ευρώ) έως 2 εκατ. GBP (2,9 εκατ. ευρώ) στο Ηνωμένο Βασίλειο, με βάση τα στοιχεία που περιέχονται στις μελέτες *Performance Measurement Survey 2003* ([22]) *, Report on Investment Activity 2003* ([23]), με βάση πληροφορίες που έδωσαν οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου και τις παρατηρήσεις τρίτων μερών που επιβεβαίωσαν την ύπαρξη της ανεπάρκειας της αγοράς.

(137) Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, υπάρχει όντως ανεπάρκεια της αγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο και ιδίως στην περιφέρεια West Midlands, και η εκτίμηση αυτή ενισχύεται από τους ακόλουθους παράγοντες, όπως αναφέρεται σε έκθεση της ECOTEC ([24]):

— οι ιδιωτικές εταιρείες χορήγησης κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών δεν μπορούν να επιτύχουν το επίπεδο κερδών που απαιτούν για επενδύσεις κατώτερες των 2 εκατ. GBP·

— η ανεπάρκεια της αγοράς στο τμήμα κεφαλαίων από 250 000 GBP έως 2 εκατομμύρια GBP είναι πραγματική και δημιουργήθηκε μετά το 1999/2000 διότι τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στράφηκαν προς μεγαλύτερες επενδύσεις·

— ελάχιστες ιδιωτικές επενδύσεις σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών πραγματοποιούνται στην τάξη μεγέθους από 250 000 GBP έως 2 εκατομμύρια GBP·

— παρατηρείται σημαντική ζήτηση για χρηματοδότηση από ΜΜΕ για κεφάλαια αυτού του μεγέθους για τα οποία υπάρχει ανεπάρκεια αγοράς.

6.3.1.1.1. *Κέρδη για ιδιώτες επενδυτές και επενδύσεις σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο*

(138) Η κερδοφορία των ιδιωτικών επενδύσεων και των επενδύσεων σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών σε διάφορες κατηγορίες επενδύσεων είναι ένας από τους δείκτες για την ανάλυση της ανεπάρκειας της αγοράς, εφόσον η χαμηλή κερδοφορία των επενδύσεων στην κατηγορία μεγέθους όπου υπάρχει ανεπάρκεια της αγοράς θα στρέψει τους επενδυτές σε περισσότερο επικερδείς μεγάλες επενδύσεις. Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία της British Venture Capital Association (στη συνέχεια «BVCA») ([25]), τα κέρδη από επενδύσεις σε ίδια κεφάλαια και σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο ήταν τα ακόλουθα. Παρομοίως, το 2003, οι επενδύσεις σε εξαγορές μεσαίου μεγέθους (στη συνέχεια «MBOs») (με επένδυση κεφαλαίων από 10 εκατομμύρια GBP έως 100 εκατομμύρια GBP) και σε μεγάλες εξαγορές (με επένδυση κεφαλαίων μεγαλύτερων των 100 εκατομμυρίων GBP) έχουν αποδώσει πολύ μεγαλύτερα κέρδη βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα σε σχέση με τις επενδύσεις σε πρώιμο στάδιο και στο στάδιο της ανάπτυξης επιχειρήσεων (π.χ. το 2004, οι αποδόσεις τριετίας σε επενδύσεις σε πρώιμη φάση ήταν - 13,2 %, σε επενδύσεις στο στάδιο της ανάπτυξης - 5,3 %, ενώ ανήλθαν σε 13,7 % σε εξαγορές μεσαίου μεγέθους και σε 16,1 % για μεγάλες εξαγορές). Ως εκ τούτου, από τις ιδιωτικές επενδύσεις σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών, είναι ελκυστικότερο για τους επενδυτές να επενδύουν σε εξαγορές με ποσό μεγαλύτερο των 10 εκατομμυρίων GBP σε σχέση με τις επενδύσεις σε πρώιμη φάση ή στο στάδιο ανάπτυξης των επιχειρήσεων.

([19]) Οι ιδιώτες επενδυτές κατά κανόνα επενδύουν ποσά από 10 000 GBP έως 250 000 GBP σε νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις ή σε επιχειρήσεις στο αρχικό στάδιο που παρουσιάζουν αναπτυξιακή δυναμική. 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]) Κρατική ενίσχυση υπόθεσης C 17/2004, ΕΕ L 91 της 29.3.2006, σ. 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]) Pricewaterhouse Coopers: «*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2004*» (2005) and «*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*» (2006).

(139) Αν και στην έκθεση της BVCA του 2005 για τα κέρδη των ιδιωτών επενδυτών και από τις επενδύσεις σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο χρησιμοποιήθηκε διαφορετική μεθοδολογία ([26]), οι μεσοπρόθεσμες αποδόσεις των επενδύσεων σε επιχειρήσεις σε πρώιμη φάση και σε στάδια κοινών επιχειρήσεων εξακολούθησαν να είναι αρνητικές. Οι μεσοπρόθεσμες αποδόσεις των επενδύσεων στο στάδιο της ανάπτυξης επιχειρήσεων και για μικρές εξαγορές ήταν πολύ χαμηλότερες από τις μεσοπρόθεσμες αποδόσεις επενδύσεων σε εξαγορές μεσαίου μεγέθους και σε μεγάλες εξαγορές.

6.3.1.1.2. *Η επενδυτική δραστηριότητα σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο*

(140) Σύμφωνα με τη μελέτη της BVCA για την ιδιωτική επενδυτική δραστηριότητα σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στο Ηνωμένο Βασίλειο ([27]), το μέσο μέγεθος της επένδυσης στο Ηνωμένο Βασίλειο αυξήθηκε το 2005 στο επίπεδο των 5,2 εκατομμυρίων GBP (σε σύγκριση με 4,1 εκατομμύρια GBP το 2004, 3,2 εκατομμύρια GBP το 2003, 3,7 εκατομμύρια GBP το 2002 και 3,6 εκατομμύρια GBP το 2001).

(141) Σύμφωνα με την προαναφερθείσα μελέτη της BVCA, το ποσό των ιδιωτικών επενδύσεων σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών που έλαβαν εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου αυξήθηκε ουσιαστικά κατά τα τελευταία έτη (ανήλθε σε 6 813 εκατ. GBP το 2005, 5 336 εκατ. GBP το 2004, 4 074 εκατ. GBP το 2003). Εντούτοις, το ποσό που επενδύεται στην κατηγορία ποσών από 0,5 εκατ. GBP έως 2 εκατ. GBP δεν παρουσίασε αύξηση, αλλά αντίθετα μειώθηκε το 2005 (313 εκατ. GBP το 2005, 330 εκατ. GBP το 2004 και 286 εκατ. GBP το 2003). Το 2005, το 2 % του συνολικού ποσού ιδιωτικών κεφαλαίων που έλαβαν οι εταιρείες του ΗΒ αφορούσε επενδύσεις κατώτερες των 0,5 εκατ. GBP, το 5 % διατέθηκε σε επενδύσεις του μεγέθους από 0,5 έως 2 εκατ. GBP και το υπόλοιπο 94 % διατέθηκε σε επενδύσεις μεγαλύτερες των 2 εκατ. GBP. Το ποσοστό του ποσού που επενδύεται στην κατηγορία επενδύσεων μεταξύ 0,5 και 2 εκατομμυρίων GBP σε σύγκριση με το συνολικό ποσό των επενδύσεων ήταν χαμηλότερο το 2005 σε σχέση με τα προηγούμενα έτη (5 % το 2005, 6 % το 2004, 7 % το 2003, 10 % το 2002 και το 2001).

(142) Όσον αφορά τον αριθμό των επιχειρήσεων που λαμβάνουν επενδύσεις, το ποσοστό επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται με ποσά από 0,5 εκατ. έως 2 εκατ. GBP σε σύγκριση με τον συνολικό αριθμό επιχειρήσεων που λαμβάνουν επενδύσεις παρουσιάζει επίσης πτωτική τάση στο Ηνωμένο Βασίλειο (23 % το 2005, 25 % το 2004, 25 % το 2003, 30 % το 2002 και 31 % το 2001), σύμφωνα με τη μελέτη της BVCA. Σε απόλυτους αριθμούς, το 2005 ο αριθμός επιχειρήσεων που έλαβαν επενδύσεις από 0,5 % έως 2 εκατ. GBP ήταν ο χαμηλότερος των τελευταίων πέντε ετών (302 το 2005, 321 το 2004, 317 το 2003, 361 το 2002 και 399 το 2001).

(143) Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου παρέπεμψαν σε διάφορα έγγραφα και μελέτες τα οποία αναφέρονται στην ύπαρξη ανεπάρκειας της αγοράς στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπως:

— το έγγραφο εργασίας του Υπουργείου Οικονομίας «*Bridging the Finance Gap*» ([28]) (Η κάλυψη του κενού χρηματοδότησης) επιβεβαίωσε ότι υπάρχει έλλειμμα στην κατηγορία χρηματοδότησης 0,25 εκατ. GBP έως 2 εκατ. GBP. Η έκθεση βασιζόταν σε μελέτες, σε στοιχεία της BVCA και σε ακαδημαϊκές μελέτες ([29]). Όσον αφορά τις έρευνες, το 97 % των ερωτηθέντων σε σχέση με την έκθεση «*Bridging the Finance Gap*» απάντησαν ότι οι ΜΜΕ εξακολουθούν να πλήττονται από σημαντική ανεπάρκεια της αγοράς και πολλοί από αυτούς υποστήριξαν ότι η σοβαρότητα της έλλειψης κεφαλαίων διαφέρει ανάλογα με το μέγεθος, τον τομέα δραστηριότητας και το στάδιο ανάπτυξης της επιχείρησης. «*Οι απαντήσεις στην έρευνα για την κάλυψη του κενού χρηματοδότησης κατέστησαν σαφές ότι εξακολουθεί να υπάρχει μια μεγάλη ομάδα μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ) που δεν είναι κατάλληλες για χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια και οι οποίες δεν είναι σήμερα σε θέση να αποκτήσουν τα ίδια κεφάλαια που τους είναι απαραίτητα. Πρόβλημα αντιμετωπίζουν επίσης και οι επιχειρήσεις που αναζητούν μικρά ποσά επένδυσης για να εκσυγχρονίσουν ή να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητές τους*». Η έκθεση αναφέρει ότι ορισμένες ΜΜΕ «δεν είναι κατάλληλες για χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια» και όταν μια επιχείρηση δεν παράγει ακόμα επαρκή έσοδα για να καταβάλει τους τόκους, ή/και η επιχείρηση αναπτύσσει νέες τεχνολογίες ή προϊόντα με ουσιαστικό αναπτυξιακό δυναμικό, αλλά και με σημαντικό κίνδυνο, η άντληση ιδίων κεφαλαίων μπορεί να είναι η καταλληλότερη μορφή χρηματοδότησης. Όπως αναφέρει η έκθεση, οι επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών μπορεί να αντιμετωπίσουν σημαντικές δαπάνες για τον εντοπισμό των κατάλληλων επενδυτικών ευκαιριών, ιδίως όσον αφορά τις δαπάνες για έρευνα, δέουσας επιμέλειας και παρακολούθησης για επενδύσεις σε μικρές και νεώτερες επιχειρήσεις. «*Σε σύγκριση με μεγάλες εταιρείες που είναι εισηγμένες σε χρηματιστήρια, η ροή πληροφοριών για τις μικρές, μη εισηγμένες εταιρείες που αναζητούν*

([26]) Στην έκθεση του 2005, τα στατιστικά στοιχεία διαχωρίζονται στα κεφάλαια που έκλεισαν πριν από το 1996 και μετά το 1996. Τα κεφάλαια που έκλεισαν μετά το 1996 κατατάχθηκαν εκ νέου σε κατηγορίες επενδύσεων (για επιχειρήσεις στο στάδιο της εκκόλαψης, της έναρξης και τα πρώιμα στάδια λειτουργίας), σε μικρές εξαγορές ((MBOs/MBIs για ποσά κατώτερα των 10 εκατ. GBP και επενδύσεις στα στάδια της επέκτασης), εξαγορών μεσαίου μεγέθους (MBOs/MBIs για επενδύσεις 10-100 εκατ. GBP) και μεγάλες εξαγορές (MBOs/MBIs για επενδύσεις άνω των 100 εκατ. 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) and ECOTEC: «*Advantage Enterprise and Innovation Fund: Analysis of Market Demand, a final report to Advantage West Midlands*» (2004).

επενδύσεις είναι περιορισμένη». Η έκθεση αναφέρει ότι λόγω της ασύμμετρης πληροφόρησης, οι δυνητικοί επενδυτές δεν μπορούν να εκτιμήσουν σωστά τη σχέση κέρδους — κινδύνου που ενέχουν οι επιχειρήσεις και μπορεί να είναι απρόθυμοι να επενδύσουν σε επιχειρηματικά κεφάλαια. Η έκθεση καταλήγει στο συμπέρασμα ότι το υψηλό κόστος συναλλαγής και τα κατ' αναλογία υψηλότερα έξοδα για την εξασφάλιση πληροφοριών σχετικά με τις μικρότερες επιχειρήσεις κάνουν τους επενδυτές να στρέφουν το ενδιαφέρον τους προς μεγαλύτερες επενδύσεις. Η διαρθρωτική δυσκολία για τη χορήγηση χρηματοδότησης και συμβουλών από κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών σε μικρότερες εταιρείες που παρουσιάζουν υψηλότερο κίνδυνο υποδηλώνει ότι οι επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών θα στρέψουν την προσοχή τους προς μεγαλύτερες επενδύσεις μεταγενέστερης φάσης.

— Η έρευνα που πραγματοποίησε η ECOTEC ([30]) επαναλαμβάνει την ύπαρξη ανεπάρκειας της αγοράς για χρηματοδοτήσεις της τάξης από 0,5 εκατ. GBP έως 5 εκατ. GBP, ενώ τις σοβαρότερες δυσκολίες αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις που αναζητούν ίδια κεφάλαια μέχρι 2 εκατ. GBP.

— Πρόσφατες εκθέσεις της Συνομοσπονδίας Βρετανικών Βιομηχανιών («CBI») καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι εξακολουθεί να υπάρχει σαφής δυσκολία πρόσβασης σε χρηματοδότηση. *«Εξακολουθούν να υπάρχουν ανεπάρκειες της αγοράς και ανωμαλίες στο σύστημα οι οποίες πρέπει να αντιμετωπιστούν» ... «Κατά τα τελευταία έτη, σύμφωνα με τα στοιχεία, αυξάνεται η ανεπάρκεια της αγοράς για χρηματοδοτήσεις της τάξης από 500 000 GBP έως 3 εκατομμύρια GBP. Από πρόσφατα στοιχεία της BVCA δεν συνάγεται ότι η ανεπάρκεια περιορίζεται, εφόσον το μέσο μέγεθος της επένδυσης σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών εξακολουθεί να αυξάνεται.»* ([31])

Ορισμένες μελέτες αναφέρουν ότι παρατηρείται ανεπάρκεια της αγοράς και για χρηματοδοτήσεις με ποσά κατώτερα των 0,5 εκατ. GBP και μεγαλύτερα των 2 εκατ. GBP. Εντούτοις, καμία μελέτη δεν αμφισβητεί την ύπαρξη της ανεπάρκειας της αγοράς για χρηματοδοτήσεις μεγέθους από 0,5 έως 2 εκατομμύρια GBP, που είναι και η κατηγορία χρηματοδότησης με κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στην οποία στοχεύει το Investbx. Αυτή η κατηγορία θεωρείται ότι αντιμετωπίζει τις σοβαρότερες δυσκολίες.

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

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

(144) Οι αρχές του HB παρέθεσαν επίσης ορισμένες μελέτες και έρευνες σχετικές με διάφορες πτυχές του μειονεκτήματος που αντιμετωπίζουν οι μικρές επιχειρήσεις οι οποίες επιθυμούν να εισαχθούν σε ένα χρηματιστήριο:

— Άρθρο του Brian Zivicky ([32]) αναφέρει ότι ελάχιστες μικρές εισηγμένες εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου παρακολουθούνται από αναλυτές, διότι ο μικρός όγκος συναλλαγών δεν δικαιολογεί το κόστος διενέργειας έρευνας.

— Έκθεση της Jaffe Associates για λογαριασμό της Quoted Company Alliance ([33]) αναφέρει ότι οι μικρές εισηγμένες εταιρείες ανταγωνίζονται για ένα μικρό και φθίνον ποσοστό επένδυσης μετοχικών κεφαλαίων στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η ικανότητα διαπραγμάτευσης μεγάλου όγκου μετοχών αποτελεί καθοριστικό κίνητρο για τις αποφάσεις των επενδυτών, γεγονός που αποβαίνει αυτομάτως σε βάρος των μικρότερων επιχειρήσεων.

— Σε έρευνα που πραγματοποίησε η SWR Worldwide ([34]) διαπιστώθηκε ότι οι εκδότες μετοχικών τίτλων και οι επενδυτές γνώριζαν σαφώς το γεγονός ότι οι τρέχοντες μηχανισμοί παροχής χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στις ΜΜΕ θα μπορούσαν να βελτιωθούν, ιδίως όσον αφορά το να έλθουν σε επαφή μεταξύ τους οι εκδότες και οι επενδυτές. Η μελέτη έδειξε ότι ο σημαντικότερος παράγοντας κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων είναι η ποιότητα και ποσότητα της πληροφόρησης. Οι περισσότεροι διαχειριστές κεφαλαίων, επενδυτές που διαθέτουν μεγάλα κεφάλαια και επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών απάντησαν ότι τα υπάρχοντα χρηματιστήρια δεν είναι αποτελεσματικά στο να εξασφαλίζουν πρόσβαση στις ΜΜΕ ή να παρέχουν ρευστότητα για μετοχικούς τίτλους που προσφέρουν οι ΜΜΕ.

— Έγγραφο του Tim Mocroft ([35]) αναφέρει ότι *«... η εισαγωγή προς διαπραγμάτευση και οι κανονιστικές απαιτήσεις των παραδοσιακών χρηματιστηρίων είναι δαπανηρές, αλλά δεδομένου του μεγέθους των εταιρειών και των χρηματικών ποσών που αντλούνται, τα έξοδα συνήθως μπορούν να διατεθούν. Και οι δύο παράγοντες, ωστόσο, επιβάλλουν ένα όριο στο μέγεθος της εταιρείας η οποία μπορεί να έχει πράγματι πρόσβαση στις βασικές αγορές που εξυπηρετούν το Ηνωμένο Βασίλειο — ιδίως στον επίσημο κατάλογο του London Stock Exchange και του AIM [...]. Συνήθως, μια*

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

([33]) Jaffe Associates on behalf of 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).

αρχική προσφορά μετοχών (IPO) σε κάποια από τις δύο αγορές έχει κόστος της τάξης των 500 000 GBP· με έξοδα αυτού του μεγέθους, είναι ασύμφορη η άντληση σχετικά μικρών ποσών ιδίων κεφαλαίων».

— Η έκθεση Deloitte «*Η βελτίωση της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση*», ([36]) διαπίστωσε, βάσει συνεντεύξεων με ενδιαφερομένους, ότι η γενική γνώση και η πληροφόρηση για τις δυνατότητες χρηματοδότησης από τις ΜΜΕ είναι μικρή. Από τις συνεντεύξεις διαπιστώθηκε ότι η απροθυμία για την πραγματοποίηση επενδύσεων ήταν το βασικό εμπόδιο για την πρόσβαση σε χρηματοδότηση στην περιφέρεια West Midlands. Η ετοιμότητα για επενδύσεις συνδέεται με τη στάση των επιχειρήσεων για τα θέματα της χρηματοδότησης, της ποιότητας των επιχειρηματικών εγγράφων και τη γενικότερη ικανότητα ενός σχεδίου να προσελκύει επενδύσεις. Αυτό έχει επιπτώσεις τόσο στη ζήτηση όσο και στην προσφορά: μπορεί να αποθαρρύνει τις επιχειρήσεις να αναζητήσουν χρηματοδότηση από φόβο μήπως απορριφθεί και μπορεί να περιορίσει την προσφορά, διότι ένας δυνητικός επενδυτής αντιμετωπίζει μεγαλύτερο κίνδυνο εάν θεωρήσει ότι δεν υπάρχει επαρκής ετοιμότητα για επένδυση.

6.3.1.2. ***Η ανεπάρκεια της αγοράς στην περιφέρεια West Midlands***

(145) Αν και οι ανωτέρω πληροφορίες αφορούν αναλύσεις στο επίπεδο του ΗΒ, το αντικείμενο της αξιολόγησης της Επιτροπής είναι αν υπάρχει ανεπάρκεια της αγοράς στην περιφέρεια την οποία στοχεύει το Investbx, τη West Midlands. Σε αυτό το πλαίσιο, εκτός από τα προαναφερθέντα στοιχεία, ελήφθησαν υπόψη και άλλες πτυχές της προσφοράς και της ζήτησης επενδύσεων σε περιφερειακό επίπεδο.

(146) Τα περισσότερα τρίτα μέρη αναφέρουν στις παρατηρήσεις τους ότι υφίσταται όντως ανεπάρκεια της αγοράς στην περιφέρεια West Midlands. Επιπλέον, στην απάντησή τους στις παρατηρήσεις των τρίτων μερών, οι αρχές του ΗΒ παρουσίασαν στοιχεία που βασίζονται σε εκτίμηση επενδυτών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών οι οποίοι είναι εγκατεστημένοι στην περιοχή και υποστηρίζουν ότι υπάρχει όντως ανεπάρκεια της αγοράς για τη χρηματοδότηση της κατηγορίας από 0,5 εκατ. GBP έως 2 εκατ. GBP και ισχυρίζονται ότι από τις 500 έως 750 προτάσεις που λαμβάνουν ετησίως, χρηματοδοτείται ποσοστό μικρότερο του 1 %, αν και οι περισσότερες από τις εταιρείες οι αιτήσεις των οποίων απορρίπτονται διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια και θα μπορούσαν να λάβουν χρηματοδότηση, εάν υπήρχε ένας μηχανισμός σαν αυτόν που προτείνει το Investbx.

6.3.1.2.1. *Περιφερειακή κατανομή των επενδύσεων*

(147) Σύμφωνα με στοιχεία που δημοσιεύθηκαν στην έκθεση της BVCA για την επενδυτική δραστηριότητα το 2005, το συνολικό ποσό των ιδιωτικών επενδύσεων σε κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών στην περιφέρεια West Midlands ανήλθε στο 4 % του συνολικού ποσοστού για το ΗΒ, ενώ οι περιφέρειες Νοτιοανατολικής Αγγλίας και Λονδίνου μαζί αντιπροσώπευαν το 44 % του συνόλου των επενδύσεων στο ΗΒ. Όσον αφορά τις επενδύσεις σε πρώιμα στάδια, το ποσοστό στα West Midlands ήταν 1 % επί της συνολικής επένδυσης στο ΗΒ για επιχειρήσεις σε πρώιμο στάδιο, ενώ στις περιφέρειες Νοτιοανατολικής Αγγλίας και Λονδίνου ανήλθε στο 49 %. Οι επενδύσεις στο στάδιο της επέκτασης στα West Midlands αντιπροσώπευαν το 2 % και στις περιφέρειες Νοτιοανατολικής Αγγλίας και Λονδίνου το 42 % των συνολικών επενδύσεων στο ΗΒ. Τα στοιχεία αυτά πρέπει να εξεταστούν σε συνάρτηση με τη συμβολή της κάθε περιφέρειας στο συνολικό ΑΕγχΠ του ΗΒ, τα πιο πρόσφατα στοιχεία για το οποίο είναι τα στοιχεία της Eurostat για το 2003 που δείχνουν ότι η συμβολή της περιφέρειας West Midlands είναι 8 %, ενώ της Νοτιοανατολικής Αγγλίας και του Λονδίνου μαζί αντιπροσώπευαν το 34 % του ΑΕγχΠ του ΗΒ το 2003. Αυτό δείχνει ότι η χορήγηση κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών για επενδύσεις σε πρώιμα στάδια και στα στάδια της επέκτασης επιχειρήσεων στα West Midlands σε σχέση με την οικονομική δραστηριότητα είναι πολύ χαμηλότερες απ' ό,τι στις περιοχές της Νοτιοανατολικής Αγγλίας και του Λονδίνου.

(148) Σύμφωνα με ανάλυση ([37]) της συνολικής χρηματιστηριακής αξίας εταιρειών που είναι εισηγμένες στο LSE και το AIM στις διάφορες περιφέρειες, η περιφέρεια Midlands παρουσιάζει ένα από τα χαμηλότερα επίπεδα συνολικής κεφαλαιοποίησης της αγοράς. Το 2003, η περιφερειακή χρηματιστηριακή αξία ως ποσοστό του ΑΕγχΠ ήταν στην περιφέρεια του Λονδίνου 621 %, στην περιφέρεια South East 139 %, για το σύνολο του ΗΒ 153 %, ενώ στην περιφέρεια West Midlands μόνο 25 %. Σε σχέση με την οικονομική της επίδοση, η περιφέρεια Midlands παρουσιάζει χαμηλό ποσοστό κεφαλαιοποίησης σε σχέση με τις περιφέρεις του ΗΒ.

6.3.1.2.2. *Ζήτηση ιδίων κεφαλαίων από ΜΜΕ στα West Midlands*

(149) Είναι δύσκολο να προσδιοριστεί από τα στατιστικά στοιχεία αν υπάρχουν μη ικανοποιούμενες αιτήσεις χρηματοδότησης εταιρειών οι οποίες διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια. Για να ξεπεραστεί αυτό το πρόβλημα, οι μελέτες έχει αποδειχθεί ότι αποτελούν το βέλτιστο μέσο έρευνας σχετικά με τη ζήτηση ιδίων κεφαλαίων από εταιρείες με βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια.

(150) Οι αρχές του ΗΒ έχουν πραγματοποιήσει ορισμένες διαβουλεύσεις, σεμινάρια και έρευνες σχετικά με τη ζήτηση ιδίων κεφαλαίων από ΜΜΕ των West Midlands. Τον Απρίλιο του 2003 πραγματοποιήθηκε έρευνα που κατέδειξε ότι το 73 % από τις 41 επιχειρήσεις της περιφέρειες οι οποίες απάντησαν στην έρευνα θεωρούσαν την πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές ως σημαντικό πρόβλημα για τις ΜΜΕ και το 88 % από αυτές πίστευαν ότι οι καθιερωμένες χρηματαγορές δεν ικανοποιούσαν τις ανάγκες χρηματοδότησης των ΜΜΕ. Ακόμη, το 68 % των επιχειρήσεων που απάντησαν θεωρούσαν ότι η Ofex αποτελούσε πηγή κεφαλαίων για ελάχιστες ΜΜΕ και το 73 % από αυτές ενδιαφέρονταν να συμμετάσχουν στο σχέδιο του Investbx.

(151) Το Νοέμβριο του 2003, πραγματοποιήθηκε συνεδρίαση σχετικά με το Investbx στο Birmingham, στο οποίο συμμετείχαν 81 αντιπρόσωποι της επιχειρηματικής κοινότητας. Πραγματοποιήθηκε και άλλη συνάντηση στο Λονδίνο, στο Κέντρο Μελετών Χρηματοοικονομικής

([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).

Καινοτομίας (SFI), στο οποίο εκλήθησαν να συμμετάσχουν 27 αντιπρόσωποι της κοινότητας των επιχειρηματιών. Οι απόψεις που εκφράστηκαν στο SFI εξέφρασαν την ομόφωνη υποστήριξή τους για το σχέδιο. Το Μάιο του 2004, ζητήθηκαν οι υπηρεσίες 21 ειδικευμένων εταιρειών συμβούλων για να παρουσιάσουν λεπτομερές σχέδιο ανάπτυξης της πρότασης για το Investbx και να αναφέρουν πόσοι από τους πελάτες τους θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στο Investbx. 13 εταιρείες ανέφεραν ότι, κατά την εκτίμηση τους, θα πρότειναν από ένα έως έξι πελάτες από το πελατολόγιό τους οι οποίοι θα μπορούσαν να εντάσσονται ετησίως στο Investbx. Εάν ληφθεί υπόψη ότι μόνο ένα μικρό ποσοστό εταιρειών έλαβαν μέρος στις ομάδες εργασίας, οι αρχές του HB θεωρούν, ότι σύμφωνα με μια συντηρητική εκτίμηση της ζήτησης με βάση τις χρηματοοικονομικές προβολές του Investbx, θα μπορούσαν να χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια δέκα ΜΜΕ ετησίως. Εφόσον οι επαγγελματίες σύμβουλοι αμείβονται μόνο εάν οι επιχειρήσεις αντλήσουν με επιτυχία κεφάλαια, έχουν κάθε συμφέρον να προτείνουν μόνο εταιρείες με βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια, έτσι ώστε να εντάσσονται στο Investbx μόνο οι εταιρείες εκείνες που κατά την άποψή τους θα μπορούσαν να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των επενδυτών.

(152) Αναφορικά με την άντληση ιδίων κεφαλαίων για ΜΜΕ στην περιφέρεια West Midlands της κατηγορίας μεγέθους από 0,5 έως 2 εκατ. GBP, που αποτελεί και τον πρωταρχικό στόχο του Investbx, οι υφιστάμενες μετοχικές αγορές που χορηγούν ίδια κεφάλαια σε ΜΜΕ δεν ικανοποιούν επαρκώς τη ζήτηση σύμφωνα με τις αρχές του HB και, συνεπώς, δεν λύνουν το πρόβλημα της ανεπάρκειας της αγοράς. Αν και εξασφάλισαν κεφαλαιακές επενδύσεις σε ορισμένες ΜΜΕ των West Midlands, δεν παρέχουν επαρκή κάλυψη των αναγκών σε αυτή την περιφέρεια και καμία από αυτές δεν εστιάζεται στις ανάγκες των ΜΜΕ σε περιφερειακό επίπεδο. Οι αρχές του HB θεωρούν ότι όλα τα διαθέσιμα στοιχεία οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η ανεπάρκεια της αγοράς δεν θα αντιμετωπιστεί από τον ιδιωτικό τομέα. Σε δύο διαφορετικές συνεδριάσεις, που πραγματοποιήθηκαν με πρωτοβουλία του AWM, εκλήθησαν διευθυντικά στελέχη της Ofex να παρουσιάσουν τα σχέδιά τους για την αντιμετώπιση της ανεπάρκειας της αγοράς στα West Midlands, αλλά σύμφωνα με τις αρχές του HB, η Ofex είτε δεν ήταν σε θέση είτε δεν ενδιαφέρθηκε να το πράξει.

(153) Σήμερα, 7 επιχειρήσεις από τα West Midlands είναι εισηγμένες στο Ofex και μόνο για 5 από αυτές πραγματοποιούνται συναλλαγές ([38]). Οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου πιστεύουν ότι η Ofex δεν έχει επιλύσει το πρόβλημα της ανεπάρκειας της αγοράς ούτε ότι καλύπτει τη σημερινή ζήτηση χρηματοδότησης στην περιοχή, η οποία εκτιμάται ότι αφορά τουλάχιστον 10 επιχειρήσεις ετησίως. Ο αριθμός των νεοεισηγμένων ΜΜΕ στην Ofex από τα West Midlands ήταν μόνο μία το 2005 και μία το 2004, ενώ εκτιμάται ότι στο Investbx θα εισάγονται 5 έως 12 νέες επιχειρήσεις ετησίως στο West Midlands.

Συμπέρασμα για την ανεπάρκεια της αγοράς

(154) Η Επιτροπή θεωρεί ότι, σύμφωνα με το σημείο 5.2.1 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, έχουν παρασχεθεί επαρκή αποδεικτικά στοιχεία με βάση διάφορες μελέτες, τα οποία οδηγούν στο συμπέρασμα ότι πράγματι υπάρχει ανεπάρκεια αγοράς στην περιφέρεια West Midlands για χρηματοδοτήσεις της τάξης από 0,5 εκατ. GBP έως 2 εκατ. GBP.

6.3.2. *Είναι το προτεινόμενο μέσο ενίσχυσης κατάλληλο για την επίτευξη του στόχου του κοινού συμφέροντος;*

(155) Σύμφωνα με το σημείο 5.2.2 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή αξιολογεί εάν το μέτρο είναι ικανό να περιορίσει την διαπιστωθείσα ανεπάρκεια της αγοράς. Επιπλέον, η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη τυχόν μελέτες αξιολόγησης επιπτώσεων και εξετάζει τη δυνατότητα να επιτευχθούν οι ίδιοι στόχοι με άλλα μέσα.

6.3.2.1. ***Στόχευση στην ανεπάρκεια της αγοράς***

(156) Λαμβανομένης υπόψη της ενίσχυσης στο επίπεδο του Investbx, η προτεινόμενη ενίσχυση αντιμετωπίζει την προαναφερθείσα ανεπάρκεια της αγοράς, μέσω της δημιουργίας ενός περιφερειακού ηλεκτρονικού μηχανισμού επιγραμμικής διαπραγμάτευσης μετοχών που θα παρέχει στις ΜΜΕ τη δυνατότητα να παρουσιάζονται, να αντλούν κεφάλαια και να διαπραγματεύονται τις μετοχές τους. Ταυτόχρονα, θα επιτρέψει στους επενδυτές να λαμβάνουν απευθείας λεπτομερή και ανεξάρτητη πιστοποιημένη πληροφόρηση για τις ΜΜΕ. Ως εκ τούτου, το Investbx θα βελτιώσει την επάρκεια της πληροφόρησης και θα βοηθήσει τους επενδυτές να διαμορφώσουν μια ακριβέστερη εικόνα ως προς τη σχέση κινδύνου — κέρδους των επενδύσεων στις ΜΜΕ και θα μειώσει το κόστος συναλλαγής των επενδυτών για την απόκτηση πληροφοριών για τις ΜΜΕ, με το να συμβουλεύονται έγγραφα τα οποία κοινοποιούνται δημοσίως για όλες τις ΜΜΕ.

(157) Το Investbx αποσκοπεί στην άντληση ιδίων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση ειδικά των ΜΜΕ της περιφέρειας West Midlands. Το επιχειρηματικό σχέδιο του Investbx προβλέπει πρωτογενή χρηματοδότηση τουλάχιστον 47 ΜΜΕ στα West Midlands σε περίοδο πέντε ετών, και την άντληση ποσού τουλάχιστον 70 εκατομμυρίων GBP. Σε σύγκριση με την Ofex, που ισχυρίζεται ότι δραστηριοποιείται επίσης στην περιφέρεια West Midlands και σε παρόμοιο μέγεθος συναλλαγών, οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου κατέληξαν στα ακόλουθα συμπεράσματα στις παρατηρήσεις τους στην απόφαση της Επιτροπής να κινήσει τη διαδικασία:

— Σε διάστημα πέντε ετών από το 2000, στο πλαίσιο του Ofex συγκεντρώθηκε ποσό πρωτογενούς χρηματοδότησης μόνο 43,3 εκατομμυρίων GBP στην τάξη μεγέθους από 0,5 εκατ. GBP έως 2 εκατ. GBP για 39 εταιρείες σε ολόκληρο το Ηνωμένο Βασίλειο.

— Εάν αφαιρεθεί το ποσό της δευτερεύουσας χρηματοδότησης από τα συνολικά κεφάλαια που έχουν αντληθεί, οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Ofex αντλούν μικρά μόνο ποσά μέσω από πρωτογενείς εκδόσεις τίτλων (π.χ. 0,8 εκατ. GBP σε όλο το HB το 2004).

— Εάν ληφθούν υπόψη μόνο οι εταιρείες που είναι εγκατεστημένες στην περιφέρεια West Midlands, το συνολικό ποσό που έχει συγκεντρωθεί στο Ofex (από πρωτογενή και δευτερεύουσα χρηματοδότηση) ανέρχεται σε 12 εκατ. GBP σε περίοδο πέντε ετών, από το 2001 έως το 2005.

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

— Μόνο 3,5 εκατ. GBP πρωτογενούς χρηματοδότησης για 5 εταιρείες που είναι εγκατεστημένες στα West Midlands αντλήθηκαν στην Ofex από το 2000 και μετά.

(158) Το Investbx εστιάζει τη δράση του σε περιφερειακό επίπεδο με ένα τοπικό δίκτυο φορέων παροχής υπηρεσιών και επενδυτών, το οποίο έχει εξαιρετικά μεγάλη σημασία για την επένδυση κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών σε ΜΜΕ οι οποίες βρίσκονται στο στάδιο της επέκτασης. Η επένδυση αυτή απαιτεί συχνά στενή παρακολούθηση και άμεση επαφή ανάμεσα στον επενδυτή και στην ΜΜΕ που είναι αποδέκτης της επένδυσης. Σύμφωνα με θεωρητικές και εμπειρικές μελέτες, πρέπει να επισημανθεί ότι η εγγύτητα του επενδυτή με τη χρηματοδοτούμενη επιχείρηση αποτελεί σημαντικό στοιχείο της επενδυτικής επιλογής. ([39]) Θα μπορούσε επίσης να αναφερθεί ότι ένας τοπικός επενδυτής μπορεί να ενθαρρυνθεί να επενδύσει σε μια τοπική επιχείρηση όχι μόνο λόγω πλεονεκτήματος ως προς την πληροφόρηση, αλλά διότι θα είναι σε θέση να παράσχει στους αποδέκτες των επενδύσεων ένα συγκεκριμένο πλεονέκτημα, συνδέοντάς τους με το τοπικό δίκτυο της περιοχής τους καθώς και να επωφεληθεί από τις εξωγενείς παράγοντες σε άλλες επιχειρήσεις ή ακόμη και λόγω του τοπικού πατριωτισμού. Η περιφερειακή στόχευση αποδεικνύεται από το γεγονός ότι το Investbx εξυπηρετεί ΜΜΕ αποκλειστικά από την περιφέρεια West Midlands, διαθέτει μία ομάδα 6-8 ατόμων εγκατεστημένων στα West Midlands καθώς και ένα μη εκτελεστικό συμβούλιο που αποτελείται από επαγγελματίες οι οποίοι ειδικεύονται στον τομέα της συνεργασίας με τις ΜΜΕ

(159) Το Investbx θα παρέχει στις ΜΜΕ ολοκληρωμένες υπηρεσίες, οι οποίες περιλαμβάνουν άντληση κεφαλαίων, μάρκετινγκ και ανεξάρτητη έρευνα, καθώς και σύνδεση σε ένα δίκτυο τοπικών επαγγελματιών που θα στηρίζουν τις ΜΜΕ να εισάγονται επιτυχώς στο μηχανισμό διαπραγμάτευσης μετοχών. Για να εισαχθούν στο Investbx, σε αντίθεση με τις καθιερωμένες χρηματαγορές, οι ΜΜΕ θα πρέπει να παρέχουν μια ανεξάρτητη και τυποποιημένη έκθεση έρευνας, η οποία θα διευκολύνει τους επενδυτές να συλλέγουν πληροφορίες σχετικές με τις ΜΜΕ. Αυτό το σύνολο υπηρεσιών, μαζί με την ανεξάρτητη έκθεση που θα είναι πάντοτε διαθέσιμη στους επενδυτές, θα δώσει στις ΜΜΕ περισσότερες ευκαιρίες άντλησης κεφαλαίων στα πλαίσια του Investbx.

(160) Επιπλέον, το Investbx προβάλλει μια καινοτόμο αντίληψη της δευτερεύουσας διαπραγμάτευσης η οποία διαφέρει από αυτή των καθιερωμένων μετοχικών αγορών από πολλές απόψεις. Ενώ το LSE, το AIM και το Ofex χρησιμοποιούν κλασσικούς μηχανισμούς ειδικών διαπραγματευτών με ένα σύστημα διαπραγμάτευσης βάσει ζευγών εντολών, με τιμές αγοράς και τιμές πώλησης, το Investbx δεν έχει ειδικούς διαπραγματευτές οι οποίοι θα αποκόμιζαν έσοδα με βάση το περιθώριο ανάμεσα στις τιμές αγοράς και τις τιμές πώλησης, είτε πωλώντας μεγάλους όγκους μετοχών είτε πωλώντας σε μεγάλο άνοιγμα τιμών. Η αντιστοίχηση μεταξύ επενδυτών και ΜΜΕ θα επιτυγχάνεται μέσω μιας ηλεκτρονικής αγοράς επιγραμμικών δημοπρασιών σε μια ενιαία τιμή που κατά τρόπο αποκλείει το κόστος συναλλαγής που σε διαφορετική περίπτωση θα δημιουργούνταν με το άνοιγμα ανάμεσα στις τιμές πώλησης και τις τιμές αγοράς. Ακόμη, σε σύγκριση με τα *Recognised Investment Exchanges* (RIE) (Αναγνωρισμένα χρηματιστήρια για επενδύσεις) όπως το AIM και το LSE, το Investbx, που είναι εξουσιοδοτημένος αντιπρόσωπος ενός συστήματος εναλλακτικής διαπραγμάτευσης (The Share Centre) υπόκειται σε χαλαρότερη ρύθμιση της FSA. Το καθεστώς αυτό απαιτεί χαλαρότερη συμμόρφωση με τις κανονιστικές διατάξεις και επιτρέπει ευκολότερη και, αναλογικά με το αντλούμενο ποσό της χρηματοδότησης των 2 εκατ. GBP), λιγότερο δαπανηρή πρόσβαση των ΜΜΕ σε ένα μηχανισμό διαπραγμάτευσης μετοχών.

(161) Το συνολικό κόστος άντλησης μικρών ιδίων κεφαλαίων θα είναι χαμηλότερο σε σχέση με τις μεγαλύτερες καθιερωμένες μετοχικές αγορές. Το Ηνωμένο Βασίλειο αναδεικνύει αυτό το στοιχείο αναφέροντας ως παράδειγμα το γεγονός ότι για την άντληση κεφαλαίου 2,5 εκατ. GBP, το συνολικό κόστος συναλλαγής για τα λαμβανόμενα κεφάλαια είναι περίπου 10 % στο Investbx ενώ είναι 24 % στο AIM. Ακόμη, οι αρχές του ΗΒ αναφέρουν ότι το είδος των υπηρεσιών που λαμβάνονται γι' αυτή την τιμή διαφέρει, π.χ. η ανάθεση ανεξάρτητης έρευνας η οποία κοινοποιείται στη συνέχεια σε ιδιώτες επενδυτές δεν πραγματοποιείται σε καμία από τις καθιερωμένες αγορές. Ενώ είναι σημαντικό να διατηρούνται τα έξοδα σε επίπεδο προσιτό στις επιχειρήσεις, αυτά δεν είναι το αποκλειστικό ή και το βασικό κίνητρο για να επιλέξουν οι ΜΜΕ να ενταχθούν στο Investbx. Η επιλογή για πολλές ΜΜΕ των West Midlands θα είναι ανάμεσα στο Investbx ή στο τίποτα. Η διαθεσιμότητα έρευνας σε επενδυτές αποτελεί ποιοτικό πλεονέκτημα του Investbx, που εκτιμάται ότι θα αυξήσει τις πιθανότητες των ΜΜΕ να αντλούν κεφάλαια. Εντούτοις, το Investbx θα είναι αποδοτικότερο από αρκετές απόψεις σε σχέση με το Ofex. Αυτό θα οφείλεται ιδίως στα χαμηλότερα έξοδα έρευνας και μάρκετινγκ που συνδέονται με τον τυποποιημένο χαρακτήρα και τη δυνατότητα προσαρμογής των υπηρεσιών στις ανάγκες των ΜΜΕ στο στάδιο της πρωτογενούς χρηματοδότησης και με την κατάργηση του ανοίγματος ανάμεσα στις τιμές αγοράς και πώλησης κατά το στάδιο της δευτερεύουσας χρηματοδότησης.

(162) Το Investbx θα διαθέτει έγγραφα εισαγωγής για διαπραγμάτευση και λεπτομερούς ανεξάρτητης έρευνας για όλες τις ΜΜΕ προς όλους τους δυνητικούς επενδυτές ή χρηματοοικονομικούς συμβούλους. Οι πληροφορίες αυτές θα διατίθενται στο διαδικτυακό τόπο του Investbx. Συνήθως, οι πληροφορίες αυτές προετοιμάζονται μόνο για μεγαλύτερους όγκους μετοχών και διατίθενται μόνο σε θεσμικούς επενδυτές. Αυτή η χωρίς διακρίσεις παροχή πληροφοριών, και ιδίως της ανεξάρτητης έρευνας, σε όλους τους επενδυτές αποτελεί, σύμφωνα με τις αρχές του ΗΒ, έναν από τους βασικούς παράγοντες της προσδοκώμενης επιτυχίας του μέτρου.

(163) Βελτιώνοντας την πληροφόρηση και την αποτελεσματικότητα των συναλλαγών, το Investbx στοχεύει περισσότερο στην αιτία της ανεπάρκειας της αγοράς παρά στις συνέπειές της.

([39]) Ο παράγοντας αυτός αναλύεται τόσο από τον Harald Hau, ο οποίος δείχνει ότι οι ιδιώτες επενδυτές που επενδύουν σε τοπικές επιχειρήσεις τείνουν να αποκομίσουν υψηλότερα κέρδη σε σύγκριση με άλλους επενδυτές οι οποίοι είναι εγκατεστημένοι σε μεγαλύτερη γεωγραφική απόσταση, και από τους Degryse και Ongena, οι οποίοι έχουν αναλύσει συμβάσεις τραπεζικών δανείων και ανακάλυψαν ότι οι τράπεζες προσφέρουν καλύτερους όρους δανεισμού σε πελάτες οι οποίοι είναι εγκατεστημένοι σε μικρή απόσταση. Harald Hau: *Location Matters: An Examination of Trading Profits*, The Journal of Finance, (2001) Vol. 56, No. 5, σ. 1959-1983; Hans Degryse, Steve Ongena: «*Distance, Lending Relationship, and Competition*», EFA 2003 Annual Conference Paper No. 260 (2002).

(164) Ακόμη, το Investbx προσπαθεί να δημιουργήσει μια γέφυρα ανάμεσα στις πηγές πρωτογενούς χρηματοδότησης και τις μεγαλύτερες καθιερωμένες αγορές, λειτουργεί δηλαδή σαν «βατήρας». Η λειτουργία αυτή θα ήταν επωφελής όχι μόνο για τους αποδέκτες των επενδύσεων, αλλά και για τους επενδυτές σε παρακείμενες αγορές, παρέχοντας δυνατότητες εξόδου για τις επενδύσεις τους. Από τα διαθέσιμα στοιχεία δεν συνάγεται ότι η Ofex λειτουργεί ως ενδιάμεσο στάδιο προς μεγαλύτερες αγορές στην περιφέρεια West Midlands. Στον ιστότοπο της Ofex αναφέρεται ότι 54 εταιρείες μετακινήθηκαν από την Ofex στο AIM κατά το διάστημα από το 2001 έως το 2004. Όμως, από το 2003 έως το 2005 μόνο μία εταιρεία από τη περιφέρεια των West Midlands μετακινήθηκε από το Ofex στο AIM.

(165) Η ικανότητά του να παρέχει περισσότερο διαφανείς πληροφορίες για τους επενδυτές και να περιορίζει ορισμένα έξοδα άντλησης κεφαλαίων και διαπραγμάτευσης μετοχών σε σύγκριση με μεγαλύτερες αγορές αποδεικνύει την καταλληλότητα του Investbx να μετριάζει την ανεπάρκεια της αγοράς.

(166) Εξετάζοντας την ενίσχυση στο επίπεδο των ΜΜΕ, το μέτρο θα διευκολύνει τη χρηματοδότηση ΜΜΕ με ίδια κεφάλαια που, λόγω της ανεπάρκειας της αγοράς, είναι δύσκολο να αποκτήσουν, παρά το γεγονός ότι διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια.

6.3.2.2. ***Αξιολόγηση επιπτώσεων και χρησιμοποίηση εναλλακτικών μέσων***

(167) Σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό πρόγραμμα του Investbx, κατά τα πρώτα πέντε έτη της ύπαρξής του, θα αντλήσει κεφάλαια τουλάχιστον 70 εκατομμυρίων GBP για τουλάχιστον 47 εταιρείες. Οι ΜΜΕ οι οποίες έχουν αντλήσει ίδια κεφάλαια θα γίνουν αποδεκτές στον μηχανισμό διαπραγμάτευσης του Investbx.

(168) Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, όταν από τις έρευνες διαπιστώθηκε ότι υπήρχε ζήτηση που δεν μπορούσε να ικανοποιηθεί, πριν θεσπίσουν το μέτρο, οι αρχές του ΗΒ προσπάθησαν να μετριάσουν την ανεπάρκεια της αγοράς με τη βοήθεια της υφιστάμενης δομής της αγοράς. Αντιπρόσωποι της Ofex εκλήθησαν σε συνεδρίαση στον AWM στις 12 Ιουλίου 2005 και τους ζητήθηκε να αποδείξουν ότι ήταν σε θέση να αντιμετωπίσουν την ανεπάρκεια της αγοράς στην περιφέρεια των West Midlands. Εάν το έπρατταν, ο AWM δεν θα αναμειγνυόταν. Η Ofex αποφάσισε να μην δώσει τις ζητούμενες πληροφορίες και, κατά συνέπεια, ο AWM συμπέρανε ότι η Ofex είτε δεν διέθετε ειδικά σχέδια για την αντιμετώπιση της ανεπάρκειας της αγοράς είτε δεν διέθετε αρκετούς πόρους για την αντιμετώπισή της ή και τα δύο. Ελλείψει ιδιωτικού ενδιαφέροντος για την αντιμετώπιση αυτής της ανεπάρκειας, κρίνεται απαραίτητη μια κρατική παρέμβαση.

(169) Η Επιτροπή αντιμετωπίζει θετικά το γεγονός ότι, σύμφωνα με το σημείο 5.2.2 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, το μέτρο είναι σε θέση να περιορίσει την διαπιστωθείσα ανεπάρκεια της αγοράς. Ακόμη, η Επιτροπή λαμβάνει υπόψη ότι έχουν εξεταστεί και άλλα μέσα, αλλά δεν είχαν τα επιθυμητά αποτελέσματα, και επισημαίνει ότι το εξεταζόμενο μέτρο εκτιμάται ότι θα έχει θετική επίπτωση στον περιορισμό της ανεπάρκειας της αγοράς.

6.3.3. *Δημιουργία κινήτρων και αναγκαιότητα της ενίσχυσης*

(170) Σύμφωνα με το σημείο 5.2.3 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή αξιολογεί τον χαρακτήρα κινήτρου και την αναγκαιότητα της ενίσχυσης. Ένα μέτρο έχει χαρακτήρα κινήτρου, εάν συμβάλει στο να αλλάξει η συμπεριφορά προς όφελος της συνολικής αύξησης των επιχειρηματικών κεφαλαίων. Στις κατευθυντήριες γραμμές για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή ανακοίνωσε ότι θα λαμβάνει επίσης υπόψη τον μη κερδοσκοπικό χαρακτήρα της επενδυτικής απόφασης, ιδίως την εμπορική διαχείριση (σημείο 5.2.3.1 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια), την ύπαρξη επιτροπής επενδύσεων (σημείο 5.2.3.2), το μέγεθος του μέτρου (σημείο 5.2.3.3) και τη συμμετοχή «επιχειρηματικών αγγέλων» στο στάδιο της εκκόλαψης (σημείο 5.2.3.4 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια).

(171) Η παρούσα περίπτωση αφορά έναν μηχανισμό επενδύσεων που διευκολύνει την αντιστοίχηση ανάμεσα σε ιδιώτες επενδυτές και στις στοχευόμενες ΜΜΕ. Η επενδυτική απόφαση λαμβάνεται εξ ολοκλήρου από τους ιδιώτες επενδυτές και οι ΜΜΕ απλώς λαμβάνουν τα ιδιωτικά ίδια κεφάλαια. Οι επενδυτικές αποφάσεις που αφορούν την άντληση κεφαλαίων για ΜΜΕ αποσκοπούν εξ ολοκλήρου στο κέρδος.

(172) Ως αγορά ιδίων κεφαλαίων, η λειτουργία του Investbx διαφέρει από τη λειτουργία των ταμείων επιχειρηματικών κεφαλαίων. Στην περίπτωση των ταμείων επιχειρηματικών κεφαλαίων, η διαχείριση έχει μεγάλη σημασία για τις επενδυτικές αποφάσεις. Το ίδιο το Investbx δεν χορηγεί καμία χρηματοδότηση σε ΜΜΕ ούτε λαμβάνει επενδυτικές αποφάσεις. Ως εκ τούτου, τα κριτήρια αυτά έχουν μικρότερη σημασία.

(173) Αναφορικά με την εμπορική διαχείριση (σημείο 5.2.3.1 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια), αφενός, εφόσον οι διαχειριστές του Investbx δεν θα λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις για την άντληση κεφαλαίων για τις ΜΜΕ, το στοιχείο αυτό δεν έχει σημασία στην προκειμένη περίπτωση. Από την άλλη πλευρά, το Ηνωμένο Βασίλειο διαβεβαίωσε ότι η ομάδα διαχείρισης του Investbx θα αποτελείται από επαγγελματίες που έχουν αποδεδειγμένη πείρα και επιδόσεις σε επενδύσεις κεφαλαιαγοράς, στοιχείο που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη θετικά

(174) Όσον αφορά την ύπαρξη επιτροπής επενδύσεων (σημείο 5.2.3.2 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια), από τη φύση του Investbx προκύπτει ότι καμία επιτροπή επενδύσεων δεν θα εμπλέκεται στη λήψη αποφάσεων για επενδύσεις σε ΜΜΕ. Ταυτόχρονα, η Επιτροπή αξιολογεί θετικά το ότι το σχέδιο Investbx αναδείχθηκε με τη συμμετοχή συμβούλων από την επιχειρηματική κοινότητα των West Midlands.

(175) Αναφορικά με το μέγεθος του μέτρου (σημείο 5.2.3.3 Κατευθυντήριες γραμμές για τα επιχειρηματικά κεφάλαια), η Επιτροπή επισημαίνει ότι το Investbx δεν θα χορηγεί κεφάλαια σε ΜΜΕ από το δικό του προϋπολογισμό. Για την άντληση κεφαλαίων θα απευθύνεται στην αγορά. Σύμφωνα με το χρηματοοικονομικό πρόγραμμα, το ποσό της ενίσχυσης εκτιμάται ότι θα είναι επαρκές για να μπορέσει το Investbx να επιτύχει σε διάστημα πέντε ετών το κρίσιμο μέγεθος για να χρησιμοποιεί οικονομίες κλίμακας και για να καταστεί κερδοφόρο. Αυτό αποτιμάται θετικά.

(176) Όσον αφορά τη συμμετοχή επιχειρηματικών αγγέλων στα προλειτουργικά κεφάλαια (σημείο 5.2.3.4 Κατευθυντήριες γραμμές για τα επιχειρηματικά κεφάλαια), αφενός, το παρόν μέτρο δεν προβλέπει προλειτουργικές επενδύσεις και ως εκ τούτου το εν λόγω κριτήριο δεν εφαρμόζεται. Από την άλλη πλευρά, οι δυνητικοί επιχειρηματικοί άγγελοι όπως και άλλοι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιούν το Investbx για να επενδύουν σε ΜΜΕ.

(177) Σε σχέση με την αναγκαιότητα του μέτρου, η Επιτροπή καταρχάς επισημαίνει ότι κανένας ιδιωτικός φορέας της αγοράς δεν ήταν πρόθυμος να αναλάβει την πρωτοβουλία του Investbx χωρίς τη χορήγηση κρατικής ενίσχυσης. Αυτό μπορεί να συναχθεί από το γεγονός ότι η δημιουργία μιας περιφερειακής αγοράς με επιγραμμική διαπραγμάτευση μετοχών για τις ΜΜΕ ενέχει σημαντικούς κινδύνους στο αρχικό στάδιο μέχρις ότου επιτευχθούν οικονομίες κλίμακας. Συνεπώς, για να αντιμετωπιστεί η ανεπάρκεια της αγοράς με τη δημιουργία του Investbx και με τη στήριξή του για να παύσει να εμφανίζει ζημία μέσα στην πρώτη πενταετία λειτουργίας του, η χορήγηση της κρατικής ενίσχυσης θεωρείται απαραίτητη.

(178) Στη συνέχεια, η Επιτροπή αξιολογεί διεξοδικότερα τη δημιουργία κινήτρων.

(179) Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις που βασίζονται σε έρευνες των αρχών του ΗΒ, κάθε έτος τουλάχιστον 10 ΜΜΕ από τα West Midlands, οι οποίες διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια, αναζητούν ίδια κεφάλαια, αλλά δεν τα αποκτούν. Το Investbx αποσκοπεί στην εξασφάλιση ιδίων κεφαλαίων για τουλάχιστον 47 ΜΜΕ κατά τα πρώτα πέντε έτη της λειτουργίας του. Ακόμη, η χορήγηση ιδίων κεφαλαίων στην τάξη μεγέθους από 0,5 εκατ. έως 2 εκατ. GBP είναι πιθανόν να έχει θετικές επιπτώσεις στις παραπλήσιες χρηματοοικονομικές αγορές. Οι επιχειρηματικοί άγγελοι και άλλοι ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι συνήθως χορηγούν χρηματοδοτήσεις με ποσά κατώτερα των 0,5 εκατ. GBP, θα μπορούν να χρησιμοποιούν το Investbx ως νέα δυνατότητα εξόδου για την επένδυσή τους, ενώ οι μεγαλύτερες καθιερωμένες αγορές και οι επενδυτές που επιλέγουν συναλλαγές μεγαλύτερου όγκου μετοχών, όπως το AIM και τα ταμεία επιχειρηματικών κεφαλαίων, ενδέχεται να ωφεληθούν από τις εταιρείες οι οποίες θα αναπτυχθούν με τη βοήθεια του Investbx και θα χρειάζονται μεγαλύτερες χρηματοδοτήσεις με ποσά άνω των 2 εκατ. GBP μέσω της εισαγωγής σε ένα χρηματιστήριο. Το μέτρο αφορά ένα πρότυπο σχέδιο που, εάν επιτύχει, μπορεί να συμβάλει στην υλοποίηση παρόμοιων σχεδίων και σε άλλες περιφέρειες.

(180) Η δημιουργία κινήτρων από την ενίσχυση στο Investbx είναι εμφανής από το γεγονός ότι αυτό δεν θα υπήρχε χωρίς κρατική ενίσχυση, όπως ισχυρίζονται το Ηνωμένο Βασίλειο και η Ofex. Ακόμη, μία σαφής καταληκτική ημερομηνία για την ενίσχυση είναι ένα κίνητρο για το Investbx να γίνει κερδοφόρο και εμπορικά βιώσιμο. Το μέτρο έχει στόχο να αλλάξει τη συμπεριφορά των επενδυτών καθώς και των ΜΜΕ, βελτιώνοντας τις ανταλλαγές πληροφοριών μεταξύ τους σχετικά με τις πιθανές αντιστοιχίσεις τους.

(181) Το μέτρο του Investbx δεν συνιστά χορήγηση ενίσχυσης στο επίπεδο επενδυτών· συνεπώς, δεν στρεβλώνει τον μηχανισμό δημιουργίας κινήτρων για την επιλογή των αποδοτικότερων ενισχύσεων. Σε αντίθεση με άλλα μέτρα κρατικών ενισχύσεων, π.χ. τις άμεσες ενισχύσεις για επενδύσεις σε ΜΜΕ, τα κίνητρα για τους επενδυτές παραμένουν ανόθευτα.

(182) Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αρχών του ΗΒ, τουλάχιστον 47 εταιρείες εκτιμάται ότι θα λάβουν ίδια κεφάλαια με τους όρους του Investbx κατά την πρώτη πενταετία. Χωρίς την ενίσχυση, οι περισσότερες από αυτές είναι πιθανό να αποθαρρυνθούν εξαιτίας των όρων που επικρατούν στην αγορά, και ιδίως της έλλειψης πληροφόρησης, της πολυπλοκότητας των διαδικασιών και των τιμών που επικρατούν. Χάρη στη δημιουργία του νέου μηχανισμού άντλησης ιδίων κεφαλαίων και την ομαδοποίηση όλων των συναφών υπηρεσιών και τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης των μετοχών τους στη συνέχεια, εκτιμάται ότι οι ΜΜΕ θα αντλήσουν περισσότερα ίδια κεφάλαια για την επέκτασή τους. Αυτός είναι ο χαρακτήρας κινήτρου του μέτρου.

(183) Η Επιτροπή θεωρεί ότι, σύμφωνα με το σημείο 5.2.3 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, το μέτρο είναι απαραίτητο και δημιουργεί κίνητρο.

6.3.4. *Αναλογικότητα της ενίσχυσης*

(184) Σύμφωνα με το σημείο 5.2.4 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή αξιολογεί την αναλογικότητα της ενίσχυσης. Η Επιτροπή εξετάζει κατά πόσο η ενίσχυση δεν υπερβαίνει αυτό που είναι απαραίτητο για την εξασφάλιση περισσότερων επιχειρηματικών κεφαλαίων, και ιδίως αν οι επενδυτές δεν υπεραποζημιώνονται και ο κίνδυνος ζημίας δεν βαρύνει εξ ολοκλήρου τον δημόσιο τομέα, ενώ τα κέρδη θα πηγαίνουν στους άλλους επενδυτές. Επιπλέον, η Επιτροπή κρίνει ότι ένας ανοικτός διαγωνισμός ή δημόσια πρόσκληση στους επενδυτές θα επηρεάσει θετικά την αξιολόγηση.

(185) Θα υπάρξει δημόσια πρόσκληση στους επενδυτές να χρησιμοποιούν το Investbx και οι πληροφορίες για το Investbx θα διατίθενται ελεύθερα σε όλους τους επενδυτές στο διαδικτυακό τόπο του Investbx. Το μέτρο δεν θα είναι κλειστό, αλλά ανοικτό σε όλους τους επενδυτές.

(186) Σε σύγκριση με τα προγράμματα επιχειρηματικών κεφαλαίων που εφαρμόζουν συνήθως τα κράτη μέλη για να περιορίσουν την ανεπάρκεια της αγοράς, το μέγεθος της δημόσιας χρηματοδότησης είναι πολύ περιορισμένο. Τα περιφερειακά προγράμματα επιχειρηματικών κεφαλαίων που καλύπτουν περιφέρειες παρόμοιου μεγέθους με αυτό των West Midlands αφορούν συνήθως πολύ υψηλότερα ποσά ενίσχυσης από τα προβλεπόμενα στο παρόν μέτρο ([40]). Επιπλέον, το Investbx δεν χορηγεί ίδια κεφάλαια σε ΜΜΕ. Το μέτρο απλώς εισάγει ένα νέο τύπο μετοχικής αγοράς για επενδύσεις σε ΜΜΕ που διευκολύνει τις συναλλαγές μεταξύ ιδιωτών σε συνθήκες αγοράς. Από αυτή την άποψη, το Investbx φαίνεται ιδιαίτερα αποτελεσματικό στην αντιμετώπιση της ανεπάρκειας της αγοράς.

([40]) Ενδεικτικά αναφέρεται η υπόθεση κρατικής ενίσχυσης C 17/2004 — Ηνωμένο Βασίλειο («Ταμεία Επιχειρηματικών Κεφαλαίων»), ΕΕ L 91 της 29.3.2006, σ. 16, και υπόθεση κρατικής ενίσχυσης αριθ. C 72/2003 — Ηνωμένο Βασίλειο («Invest Northern Ireland Venture 2003»), ΕΕ L 236 της 13.9.2005, σ. 14.

(187) Το μέγεθος της ενίσχυσης υπολογίζεται κατά τρόπο που να επιτρέπει στο Investbx να επιτυγχάνει οικονομίες κλίμακας για να αποκτήσει επαρκές μέγεθος που θα του επιτρέψει να μην εμφανίζει ζημία μετά από πέντε έτη. Έχει οριστεί ανώτατο όριο ενίσχυσης τριών εκατομμυρίων GBP. Το ποσό αυτό θα καλύπτει μόνο τη διαφορά ανάμεσα στα προσδοκώμενα έσοδα από τη δραστηριότητα του Investbx και στα έξοδα που πραγματοποιεί το Investbx τα πρώτα πέντε έτη. Η ενίσχυση θα περιορίζεται στο ποσό που είναι απαραίτητο για την κάλυψη της δυνητικής ζημίας. Εάν οι επιδόσεις του Investbx είναι τόσο καλές όσο για να καλυφθούν οι διοικητικές του δαπάνες πριν δαπανηθεί το συνολικό ποσό της ενίσχυσης, θα επιστρέψει το υπολειπόμενο μέρος της ενίσχυσης στον AWM.

(188) Η Επιτροπή χαρακτηρίζει θετικά το γεγονός ότι το μέτρο έχει περιορισμένη πενταετή εφαρμογή. Μετά την παρέλευση αυτής της περιόδου, η περιφερειακή αρχή, ο AWM, είτε θα προβεί στο κλείσιμο του Investbx είτε θα πωλήσει τις μετοχές του με ανοικτό και χωρίς διακρίσεις διαγωνισμό, στον οποίο θα μπορούν να λάβουν μέρος όλοι οι φορείς της αγοράς, συμπεριλαμβανομένης της Ofex. Στην περίπτωση αυτή, ο AWM θα ανακτήσει τουλάχιστον ένα μέρος της συνολικής ενίσχυσης και, ενδεχομένως, ακόμη και μεγαλύτερο ποσό από την τιμή πώλησης του Investbx.

(189) Η Επιτροπή θεωρεί ότι η ενίσχυση περιορίζεται στο ελάχιστο απαραίτητο και ως εκ τούτου είναι αναλογική.

6.3.5. *Οι στρεβλώσεις του ανταγωνισμού και η επίπτωση στο εμπόριο θα είναι περιορισμένα για να εξασφαλιστεί ότι το μέτρο της ενίσχυσης δεν είναι συνολικά αντίθετο προς το κοινό συμφέρον*

(190) Σύμφωνα με το σημείο 5.3 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή θα αξιολογήσει τις αρνητικές επιπτώσεις του μέτρου για να τις αντιπαραβάλει με τις θετικές επιπτώσεις. Στη συνέχεια εξετάζονται οι πιθανές επιπτώσεις παραγκωνισμού δυνητικών ανταγωνιστών και άλλες αρνητικές επιπτώσεις.

6.3.5.1. ***Δυνητικοί ανταγωνιστές και σε ποιο βαθμό είναι δυνατόν να παραγκωνιστούν***

(191) Η βασική υπηρεσία την οποία παρέχει το Investbx είναι να εξασφαλίζει ίδια κεφάλαια για ΜΜΕ της κατηγορίας μεγέθους από 0,5 έως 2 εκατομμύρια GBP. Οι συναφείς υπηρεσίες τις οποίες παρέχει το Investbx είναι επικουρικές προς τον πρωταρχικό στόχο της διάθεσης ιδίων κεφαλαίων σε ΜΜΕ. Αν και υπάρχουν ορισμένα πλεονεκτήματα για επενδύσεις σε τοπικές ΜΜΕ, η σχετική γεωγραφική αγορά για τα ίδια κεφάλαια αυτής της κατηγορίας καλύπτει τουλάχιστον ολόκληρο το Ηνωμένο Βασίλειο, εφόσον οι ΜΜΕ που έχουν ήδη λάβει τέτοια χρηματοδότηση την έλαβαν από πηγές εγκατεστημένες σε άλλες περιοχές του Ηνωμένου Βασιλείου, όπως το Λονδίνο. Αν και έχει αναφερθεί ένα παράδειγμα χρηματοδότησης από το εξωτερικό ([41]), η σχετική αγορά ιδίων κεφαλαίων για την τάξη μεγέθους από 0,5 εκατ. έως 2 εκατομμύρια GBP είναι κατά κανόνα εθνική.

(192) Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τις πιθανές επιπτώσεις της ενίσχυσης στους ανταγωνιστές. Στους ανταγωνιστές οι οποίοι χορηγούν ή διευκολύνουν τη χορήγηση ιδίων κεφαλαίων με ποσά από 0,5 έως 2 εκατομμύρια GBP περιλαμβάνονται ενδεχομένως οι «επιχειρηματικοί άγγελοι», επενδυτές κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, χρηματιστές, συστήματα εναλλακτικής διαπραγμάτευσης καθώς και τα βασικά χρηματιστήρια AIM και LSE.

(193) Σε σύγκριση με τις χρηματοδοτήσεις από «επιχειρηματικούς αγγέλους», το Investbx αφενός διευκολύνει τη χορήγηση μεγαλύτερων ιδίων κεφαλαίων και, από την άλλη πλευρά, απαιτεί μεγαλύτερο επίπεδο διαφάνειας και ανεξάρτητων μελετών από τους ιδιώτες επενδυτές. Αν και ορισμένα δίκτυα «επιχειρηματικών αγγέλων» ή μελών χρηματιστηρίων χορηγούν ενδεχομένως τα ίδια ποσά ιδίων κεφαλαίων, ο ανταγωνισμός τους με το Investbx στην προκειμένη περίπτωση είναι μάλλον περιορισμένος, διότι οι εν λόγω «επιχειρηματικοί άγγελοι» χορηγούν ίδια κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος από το Investbx, εφόσον δεν απαιτούν το ίδιο επίπεδο έρευνας και διαφάνειας. Ακόμη, οι «επιχειρηματικοί άγγελοι» θα μπορούσαν και να επωφεληθούν από το παρόν μέτρο, επενδύοντας μέσω του Investbx. Η Επιτροπή έχει λάβει μόνο θετικά σχόλια από την Κοινότητα των «επιχειρηματικών αγγέλων».

(194) Τα ιδιωτικά ταμεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, όπως έχει αναλυθεί προηγουμένως, επικεντρώνονται κυρίως σε μεγαλύτερες συναλλαγές. Το Investbx θα διευκολύνει την ανάπτυξη ΜΜΕ οι οποίες στη συνέχεια θα μπορούσαν να εξαγοραστούν από ταμεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών ή επενδυτές σε μεγαλύτερες καθιερωμένες αγορές. Δεν μπορούμε να αποκλείσουμε ότι υπάρχει κάποιος ανταγωνισμός με αυτά τα κεφάλαια επιχειρηματικών συμμετοχών που χορηγούν μικρά ποσά ιδίων κεφαλαίων. Από τους εκπροσώπους του κλάδου των κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, και συγκεκριμένα από τις Catapult Venture Managers Ltd. και Advantage Growth Fund, η Επιτροπή έλαβε μόνο θετικές παρατηρήσεις. Εφόσον τα βασικά χαρακτηριστικά του Investbx είναι ότι αντλεί κεφάλαια για τις ΜΜΕ από επενδυτές και το ότι λειτουργεί ως μηχανισμός διαπραγμάτευσης μετοχών, δεν χορηγεί το ίδιο χρηματοδοτήσεις στις στοχευόμενες εταιρείες. Ως εκ τούτου, είναι μόνο σε πολύ περιορισμένο βαθμό ανταγωνιστικό προς τα ταμεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών.

(195) Από τον κλάδο των χρηματιστών η Επιτροπή έλαβε επικριτικά σχόλια από την JP Jenkins, η οποία ισχυρίζεται ότι το Investbx θα είναι άμεσος ανταγωνιστής και θα ωφελείται από το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που της παρέχει η κρατική ενίσχυση, γεγονός που θα είχε ως αποτέλεσμα τη στρέβλωση του ανταγωνισμού ζημιώνοντας τη θέση της JP Jenkins. Ως προς αυτό, η Επιτροπή επισημαίνει ότι η δήλωση των αρχών του ΗΒ ότι η JP Jenkins λειτουργεί με ένα διαφορετικό επιχειρηματικό πρότυπο από αυτό του Investbx. Η JP Jenkins είναι χρηματιστηριακή εταιρεία που εκτελεί μόνο εντολές και ενεργεί ως ειδικός διαπραγματευτής που πραγματοποιεί εξωχρηματιστηριακή αντιστοίχηση συναλλαγών σε μη εισηγμένους τίτλους. Επιπλέον, δεν υπάρχει κανονιστική υποχρέωση γι' αυτή την αγορά. Συνεπώς, οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου αναφέρουν ότι η JP Jenkins δεν ασκεί τη λειτουργία της άντλησης κεφαλαίων για ΜΜΕ, που είναι ο πρωταρχικός στόχος του Investbx. Τα ίδια επιχειρήματα ισχύουν και για τη δραστηριότητα άλλων χρηματιστηριακών εταιρειών που εκτελούν μόνο εντολές. Όσον αφορά τους

([41]) Έγγραφο του Warwick University ανέφερε μια περιπτωσιολογική μελέτη, σύμφωνα με την οποία μία ΜΜΕ από τα West Midlands έλαβε χρηματοδότηση ιδίων κεφαλαίων από την Αυστραλία.

ισχυρισμούς της JP Jenkins, σε κάθε περίπτωση, τον Ιούνιο του 2006, πριν απαλείψει τη δυνατότητα έρευνας από τις περιφέρειες στο διαδικτυακό της τόπο, η JP Jenkins διαπραγματευόταν μετοχές 157 εταιρειών, μόνο τέσσερις από τις οποίες ήταν εγκατεστημένες στην περιφέρεια West Midlands. Συνεπώς, η Επιτροπή θεωρεί ότι η δυνητική επίπτωση της λειτουργίας του Investbx στην JP Jenkins είναι τουλάχιστον πολύ περιορισμένη.

(196) Το Investbx προορίζεται να δραστηριοποιηθεί στην αγορά διαπραγμάτευσης μετοχών για άντληση ιδίων κεφαλαίων για εταιρείες οι οποίες δεν μπορούν να εισαχθούν στο βασικό χρηματιστήριο του Ηνωμένου Βασιλείου. Η LSE δεν θεωρείται δυνητικός ανταγωνιστής του Investbx, εφόσον οι εταιρείες που θα διαπραγματεύονται στα δύο χρηματιστήρια θα είναι διαφορετικές και ως προς το μέγεθός τους και ως προς τα άλλα χαρακτηριστικά που απαιτούνται από το LSE. Πιο συγκεκριμένα, για να είναι δυνατό να εισαχθούν για διαπραγμάτευση στο LSE, οι εταιρείες πρέπει να πληρούν ορισμένα κριτήρια, όπως το 25 % των μετοχών τους να κατέχεται από φορείς του δημοσίου, να διαθέτουν τριετή εμπειρία στον τομέα της διαπραγμάτευσης μετοχών και κεφάλαιο κίνησης τουλάχιστον για τους επόμενους 12 μήνες ή ελάχιστη χρηματιστηριακή αξία. Επιπλέον, το AIM δεν ενδείκνυται για άντληση κεφαλαίων κατώτερων από 2 εκατομμύρια GBP, διότι το άμεσο κόστος άντλησης ενός τέτοιου ποσού μπορεί να αντιπροσωπεύει κατά μέσο όρο ποσοστό από 20 έως 26 % των αντλούμενων ιδίων κεφαλαίων. Δεν παρέχει τις ίδιες υπηρεσίες σε ΜΜΕ με αυτές που παρέχει το Investbx. Συνεπώς, οι ΜΜΕ που αντλούν κεφάλαια 2 εκατ. GBP αποθαρρύνονται να χρησιμοποιήσουν το AIM.

(197) Τα υφιστάμενα συστήματα εναλλακτικής διαπραγμάτευσης, όπως το Ofex και το Share Centre μπορούν επίσης να χορηγούν πρωτογενή και δευτερεύουσα χρηματοδότηση σε ΜΜΕ. Όσον αφορά την κατάσταση του ανταγωνισμού στο σύνολο της αγοράς, οι επιπτώσεις από τη λειτουργία του Investbx θα περιορίζονται σε μία μόνο περιφέρεια του Ηνωμένου Βασιλείου. Ακόμη, στην περιφέρεια αυτή, η χορήγηση και διαμεσολάβηση για την απόκτηση ιδίων κεφαλαίων είναι λιγότερο αναπτυγμένη σε σχέση με το σύνολο του Ηνωμένου Βασιλείου. Ειδικότερα, όσον αφορά τον πιθανό ανταγωνισμό με την Ofex, η Επιτροπή υπενθυμίζει ότι σήμερα μόνο το 5 % των εταιρειών που πραγματοποιούν συναλλαγές στο Ofex είναι εγκατεστημένες στο West Midlands. Κατά το διάστημα από το 2000 έως το 2005, 10 εταιρείες συνολικά από αυτή την περιφέρεια έγιναν αποδεκτές στο Ofex. Από τις υφιστάμενες εισηγμένες εταιρείες μόνο δύο έγιναν αποδεκτές από το 2003 και μετά. Η Ofex δραστηριοποιείται σε εθνική κλίμακα και στοχεύει στη διεθνή διαπραγμάτευση και δεν είναι δυνατό να αποκλειστεί το ενδεχόμενο ότι θα χρησιμοποιήσει τον αναβαθμισμένο μηχανισμό της για τη διαπραγμάτευση μεγαλύτερου όγκου μετοχών και μετοχών μεγάλων εταιρειών οι οποίες είναι ενδεχομένως εισηγμένες σε άλλα χρηματιστήρια. Επιπλέον, όπως ανέφεραν οι αρχές του ΗΒ, κατά την εξαετία 2000-2005, η Ofex έχει αντλήσει μόνο 3,5 εκατ. GBP πρωτογενούς χρηματοδότησης για τις 5 εταιρείες που είναι εγκατεστημένες στο West Midlands. Την ίδια περίοδο, η Ofex συγκέντρωσε συνολικά 43,3 εκατομμύρια GBP πρωτογενούς χρηματοδότησης στο εσωτερικό της κατηγορίας από 0,5 εκατ. έως 2 εκατ. GBP για 39 εταιρείες του Ηνωμένου Βασιλείου. Κατά συνέπεια, η στρέβλωση του ανταγωνισμού σε όρους όγκου πρωτογενούς χρηματοδότησης και αριθμού ΜΜΕ που θα μπορούσαν δυνητικά να μεταπηδήσουν από το Ofex στο Investbx στα West Midlands είναι πολύ περιορισμένη.

(198) Η Επιτροπή θεωρεί ότι δεν θα υπήρχε καμία στρέβλωση του ανταγωνισμού, εάν το Investbx δεν σημείωνε καμία επιτυχία και δεν συγκέντρωνε καθόλου κεφάλαια ή/και δεν διαπραγματευόταν μετοχές καμίας ΜΜΕ. Σε αυτή την περίπτωση, το μέτρο θα ήταν απλώς αναποτελεσματικό, αλλά δεν θα προκαλούσε στρέβλωση του ανταγωνισμού.

(199) Στο επίπεδο των ΜΜΕ οι οποίες λαμβάνουν επενδύσεις μέσω του Investbx, η στρέβλωση του ανταγωνισμού είναι επίσης περιορισμένη. Το πλεονέκτημα αυτών των επιχειρήσεων περιορίζεται στην περιφέρεια των West Midlands και στην βελτιωμένη πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες λόγω της ενοποίησης των παρεχόμενων υπηρεσιών, οι οποίες ούτως ή άλλως παρέχονται με τους όρους της αγοράς και με την άντληση κεφαλαίων από ενδιαφερόμενους ιδιώτες επενδυτές σε τοπικό επίπεδο, για τις οποίες σε κάθε περίπτωση οφείλουν να καταβάλουν το 6 % των αντλούμενων κεφαλαίων. Ακόμη, η πρόσβαση στο Investbx είναι ελεύθερη για κάθε ΜΜΕ από τα West Midlands που πληροί τους καθορισμένους κανόνες διαφάνειας και παρέχει μια ανεξάρτητη μελέτη που βασίζεται σε έρευνα. Σε τελική ανάλυση, οι ιδιώτες επενδυτές είναι αυτοί που θα αποφασίσουν ποια ΜΜΕ διαθέτει το καταλληλότερο επιχειρηματικό σχέδιο για να επενδύσουν σε αυτήν.

6.3.5.2. *Άλλες στρεβλώσεις του ανταγωνισμού*

(200) Όσον αφορά τις άλλες στρεβλώσεις του ανταγωνισμού, όπως αυτές αναφέρονται στο σημείο 5.3.2 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, η Επιτροπή εξετάζει αν το μέτρο θα έχει ως αποτέλεσμα να αποκτήσουν οι στοχευόμενες ΜΜΕ σημαντική ισχύ στην αγορά, ή να επιβιώνουν μη αποτελεσματικές επιχειρήσεις ή κλάδοι ή να υπάρχει υπερπροσφορά κεφαλαίων και αν η ενίσχυση μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα την αναποτελεσματική κατανομή των συντελεστών παραγωγής μεταξύ των περιφερειών.

(201) Όπως αναφέρεται στο τμήμα της εκτίμησης της ύπαρξης ενίσχυσης στο επίπεδο των ΜΜΕ, οι στοχευόμενες ΜΜΕ θα λαμβάνουν επιχειρηματικό κεφάλαιο από ιδιώτες επενδυτές χωρίς κανένα στοιχείο ενίσχυσης. Το μόνο πλεονέκτημα που θα αποκομίσουν συνίσταται στο ότι θα λαμβάνουν υπηρεσίες τις οποίες δεν θα μπορούσαν να λάβουν υπό διαφορετικές συνθήκες στην αγορά. Το πλεονέκτημα αυτό ως εκ φύσεως δεν μπορεί από μόνο του να έχει ως αποτέλεσμα την απόκτηση ισχύος στην αγορά. Παρομοίως, ο ιδιωτικός χαρακτήρας των επενδυτικών αποφάσεων θα εξασφαλίσει ότι το μέτρο αυτό δεν θα έχει ως αποτέλεσμα την επιβίωση αναποτελεσματικών επιχειρήσεων ή τομέων ούτε την τροποποίηση της κατανομής των συντελεστών παραγωγής μεταξύ των περιφερειών.

6.3.5.3. *Άλλοι παράγοντες που περιορίζουν τη στρέβλωση του ανταγωνισμού*

(202) Η Επιτροπή θεωρεί ότι η ενίσχυση των 3 εκατομμυρίων GBP στο Investbx είναι δυνατό να στρεβλώσει τον ανταγωνισμό, αλλά υπάρχουν ορισμένες πτυχές που περιορίζουν τη ζημία που μπορεί να προκληθεί στους ανταγωνιστές. Το μέτρο είναι περιορισμένο ως προς το χορηγούμενο ποσό της ενίσχυσης, τη γεωγραφική εφαρμογή του και τη χρονική διάρκεια.

(203) Πρώτον, η ενίσχυση στο Investbx θα περιοριστεί αυστηρά στο ανώτατο ποσό των τριών εκατομμυρίων GBP. Αυτό το ποσό της ενίσχυσης δεν θα αυξηθεί και περιορίζεται σε αυτό που είναι απαραίτητο για να καλυφθεί η δυνητική ζημία στη φάση εκκίνησης του Investbx.

(204) Δεύτερον, προσφέρει τις υπηρεσίες του σε ΜΜΕ που είναι εγκατεστημένες μόνο στην περιφέρεια West Midlands, ενώ άλλες αγορές κεφαλαίων, όπως η Ofex, προσφέρουν τις υπηρεσίες τους σε ολόκληρο το Ηνωμένο Βασίλειο, και στο εξωτερικό. Συνεπώς, οποιαδήποτε δυνητική στρεβλωτική επίπτωση θα περιοριζόταν σε ένα μικρό τμήμα των καθιερωμένων αγορών.

(205) Τρίτον, η ενίσχυση υπόκειται επίσης σε χρονικό περιορισμό, την πενταετία. Μετά την παρέλευση αυτής της περιόδου, ο AWM είτε θα πωλήσει τις μετοχές του Investbx σε ιδιώτες επενδυτές με τη διαδικασία ανοικτού διαγωνισμού χωρίς διακρίσεις ή θα προβεί στο κλείσιμο του Investbx και, κατά συνέπεια, η δυνητική στρέβλωση θα εξαλειφθεί. Σε περίπτωση πώλησης, εάν υπάρχουν υπολειπόμενα ποσά από την αρχική ενίσχυση, αυτά θα επιστραφούν στον AWM. Αν και το Investbx δεν καλύπτει μόνο μια αρχική επένδυση, αλλά και δαπάνες εκκίνησης για διάστημα πέντε ετών, η Επιτροπή θεωρεί ότι το ποσό αυτό είναι απαραίτητο. Εφόσον ο εκτιμώμενος αριθμός των νέων ΜΜΕ που θα εισάγονται ετησίως για διαπραγμάτευση στο Investbx είναι περιορισμένος, είναι λογικό να υποθέσουμε ότι οι οικονομίες κλίμακας θα είναι δυνατόν να επιτευχθούν και το Investbx θα μπορέσει να ισοσκελίσει μόνο όταν ο αριθμός των διαπραγματευόμενων ΜΜΕ επιτύχει μια κρίσιμη μάζα μετά από αρκετά έτη.

(206) Στις συμπληρωματικές παρατηρήσεις της, η Ofex εξέφρασε την ανησυχία της ότι μετά την παρέλευση της πενταετούς περιόδου υπάρχει κίνδυνος να μην βρεθεί κανένας αγοραστής για το Investbx με αποτέλεσμα οι εταιρείες που θα είναι ενταγμένες στον μηχανισμό διαπραγμάτευσής του να χάσουν τη διαπραγματευτική τους ικανότητα και οι μέτοχοί τους να μην είναι πλέον σε θέση να πωλήσουν τις μετοχές τους και να «εγκλωβιστούν». Οι αρχές του ΗΒ διαβεβαίωσαν ότι, σε περίπτωση ενδεχόμενου κλεισίματος του Investbx, το Share Centre είναι υποχρεωμένο να διατηρήσει το μηχανισμό διαπραγμάτευσής που χρησιμοποιεί το Investbx και οι ΜΜΕ θα έχουν τη δυνατότητα να συνεχίσουν να τον χρησιμοποιούν με τους ίδιος όρους με αυτούς που ισχύουν για το Investbx. Οι μέτοχοι, σε αντίθεση με τους ισχυρισμούς της Ofex θα έχουν τη δυνατότητα να συνεχίσουν να διαπραγματεύονται τις μετοχές τους και δεν θα εγκλωβιστούν.

(207) Τέταρτον, το μέτρο αφορά αποκλειστικά τις ΜΜΕ στο στάδιο της επέκτασης. Στόχος του μέτρου είναι να προσελκύσει περισσότερες ΜΜΕ στην μετοχική αγορά, οι οποίες δεν συμμετείχαν σε αυτήν, και με τον τρόπο αυτό να δημιουργήσει νέες επενδυτικές ευκαιρίες. Επιπλέον, οι αρχές του ΗΒ δεσμεύτηκαν να περιορίσουν το μέγεθος της συναλλαγής στο ανώτατο ποσό των 2 εκατομμυρίων GBP ετησίως, ενώ στις καθιερωμένες αγορές αυτό το επίσημο ανώτατο όριο δεν υφίσταται.

(208) Τέλος, η στρέβλωση του ανταγωνισμού περιοριζόταν με την επιλογή του βασικού φορέα παροχής υπηρεσιών με ανοικτή διαδικασία χωρίς διακρίσεις. Υποβλήθηκαν μόνο τρεις προσφορές, μεταξύ των οποίων και μία από την Ofex. Η επιλογή του φορέα παροχής υπηρεσιών Investbx πραγματοποιήθηκε βάσει ίσων κριτηρίων για όλους τους συμμετέχοντες. Η προσφορά του Share Centre ήταν η καλύτερη και σύμφωνα με τα ποιοτικά κριτήρια και ως προς την τιμή.

(209) Το γεγονός ότι το Investbx θα λειτουργήσει για τις επιχειρήσεις που λαμβάνουν επενδύσεις ως «βατήρας» για να μπορέσουν να εισαχθούν σε μεγαλύτερες καθιερωμένες αγορές σε ένα μεταγενέστερο στάδιο της ανάπτυξής τους θα είναι προς όφελος του AIM. Ο περιορισμός του εύρους της συναλλαγής στα 2 εκατ. GBP θα ενισχύσει αυτή τη λειτουργία«βατήρα» του Investbx.

(210) Το εξεταζόμενο μέτρο έχει ήδη προσελκύσει μεγάλο ενδιαφέρον, εφόσον θα είναι δυνατό να χρησιμοποιηθεί στο μέλλον για την επίλυση πιθανών αδυναμιών τοπικών αγορών σε άλλες περιφέρειες των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, όπως συνάγεται από τις παρατηρήσεις της CEBRE και της Regione Emilia-Romagna. Μπορεί να εξελιχθεί σε ενδιαφέρουσα και αποδοτική επιλογή για την τόνωση της αγοράς επιχειρηματικών κεφαλαίων και τη στήριξη ΜΜΕ:

(211) Στο επίπεδο των επενδυτών στις στοχευόμενες ΜΜΕ, η Επιτροπή θεωρεί ότι το παρόν μέτρο ενίσχυσης δεν παραγκωνίζει τους ιδιώτες επενδυτές αλλά, αντιθέτως, το Investbx θα δώσει περισσότερες ευκαιρίες στους ιδιώτες επενδυτές με το να διευκολύνει την πρόσβασή τους σε πληροφορίες για τις ΜΜΕ. Επιπλέον, απευθύνεται περισσότερο στο ευρύ κοινό παρά σε θεσμικούς επενδυτές.

(212) Δεν μπορεί, ωστόσο, να αποκλεισθεί το ενδεχόμενο το Investbx να προσελκύσει τουλάχιστον ένα μέρος των εταιρειών οι οποίες υπό διαφορετικές συνθήκες θα αναζητούσαν επενδύσεις μέσω άλλων αγορών. Όμως, η επίπτωση αυτή θα έχει περιορισμένη χρονική διάρκεια το πολύ πέντε ετών και θα περιοριστεί στην περιφέρεια West Midlands, όπου μια παρατεινόμενη ανεπάρκεια της αγοράς αποδεικνύει ότι το υφιστάμενο δυναμικό της περιφέρειας δεν εξυπηρετείται επαρκώς από άλλες αγορές κεφαλαίων.

(213) Η Επιτροπή θεωρεί ότι, συνολικά, οι αρνητικές επιπτώσεις της ενίσχυσης, σύμφωνα με το σημείο 5.3 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, είναι περιορισμένες.

6.3.6. Η απάντηση της Επιτροπής στις επικριτικές παρατηρήσεις των τρίτων μερών

(214) Στη συνέχεια η Επιτροπή παρουσιάζει συνοπτικά τα επιχειρήματά της που αντικρούουν τα επικριτικά σχόλια τρίτων μερών.

(215) Αναφορικά με τον κατακερματισμό της ρευστότητας, η παροχή των υπηρεσιών του Investbx θα περιορίζεται σε ΜΜΕ της περιφέρειας του West Midlands που αναζητούν ίδια κεφάλαια της τάξης από 0,5 έως 2 εκατομμυρίων GBP. Σε αυτό το συγκεκριμένο τμήμα της αγοράς μπορεί να προσελκύσει μόνο πολύ περιορισμένο αριθμό επιχειρήσεων που δέχονται επενδύσεις οι οποίες χρησιμοποιούν άλλες αγορές κεφαλαίων. Αναφορικά με τους επενδυτές, θα προσελκύσει μόνο εκείνους οι οποίοι ενδιαφέρονται να επενδύσουν στην περιφέρεια West Midlands. Συνεπώς, ένας δυνητικός κίνδυνος κατακερματισμού της ρευστότητας στις υφιστάμενες αγορές κεφαλαίων είναι πολύ περιορισμένος. Από την άλλη πλευρά, το Investbx, θα συμβάλει στη συγκέντρωση ρευστότητας εφόσον θα υπάρξει συγκέντρωση σε οργανωμένες δημοπρασίες των διαφόρων μετοχικών τίτλων και συναλλαγών, η διαπραγμάτευση των οποίων, εάν δεν υπήρχε το Investbx, θα πραγματοποιούνταν χωριστά σε εξωχρηματιστηριακές αγορές.

(216) Το Investbx θα είναι σύμφωνο με τις κανονιστικές απαιτήσεις και τις απαιτήσεις διαφάνειας που ισχύουν για το Σύστημα Εναλλακτικής Διαπραγμάτευσης. Θα παρακολουθείται από το Share Centre, μια ελεγχόμενη από το FSA εταιρεία, όπως εξηγείται στην περιγραφή του μέτρου.

(217) Σχετικά με την εικαζόμενη στρέβλωση του ανταγωνισμού η οποία προκαλεί μειονέκτημα στην JP Jenkins, η Επιτροπή επισημαίνει ότι η JP Jenkins λειτουργεί με βάση διαφορετικό επιχειρηματικό πρότυπο. Η JP Jenkins διαπραγματεύεται τίτλους μη εισηγμένων εταιρειών ή εταιρειών που έχουν διαγραφεί από τον κατάλογο των εισηγμένων εταιρειών του Ofex, του AIM ή του LSE. Είναι χρηματιστηριακή εταιρεία που εκτελεί μόνο εντολές και ενεργεί ως ειδικός διαπραγματευτής. Σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, ενώ για κάθε εταιρεία την οποία εμφανίζει μπορεί να παρουσιάζει μια αμφίπλευρη τιμή, η JP Jenkins δεν έχει απαραίτητα στη διάθεσή της μετοχές για αγορά ή πώληση, αλλά προσπαθεί να αντιστοιχίσει αγοραστές και πωλητές. Σε κάθε περίπτωση, σύμφωνα με τις ιστοσελίδες της, η JP Jenkins διαπραγματευόταν τον Ιούνιο του 2006 μετοχές μόνο τεσσάρων εταιρειών από τα West Midlands σε σύνολο 157 εταιρειών τις οποίες διαπραγματεύεται. Ως εκ τούτου, η Επιτροπή θεωρεί ότι η δυνητική επίπτωση του Investbx στην JP Jenkins θα είναι πολύ περιορισμένη.

(218) Όσον αφορά τον ισχυρισμό της Ofex ότι η προκαταρκτική εκτίμηση της Επιτροπής βασίστηκε σε ατελή και ανεπίκαιρα στοιχεία τα οποία δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα της αγοράς ιδίων κεφαλαίων του Ηνωμένου Βασιλείου, η Επιτροπή επισημαίνει ότι η εκτίμησή της βασίζεται στα πλέον πρόσφατα διαθέσιμα στοιχεία και μελέτες, και ιδίως στις εκθέσεις της για την επενδυτική δραστηριότητα τα έτη 2003-2004 και 2005, τις μελέτες της BVCA για τη μέτρηση των επιδόσεων των ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων και κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών το 2003, 2004 και 2005, τις εκθέσεις του Υπουργείου Οικονομίας και άλλες πηγές οι οποίες απαριθμούνται στην απόφαση. Ούτε η Ofex ούτε κανένα άλλο ενδιαφερόμενο μέρος προσκόμισε πιο πρόσφατες μελέτες ή στοιχεία που να αντικρούουν τα στοιχεία της Επιτροπής.

(219) Η Ofex ισχυρίζεται ότι δεν υπάρχουν στοιχεία που να αποδεικνύουν ότι οι ΜΜΕ αντιμετωπίζουν πρόβλημα έλλειψης πληροφόρησης για το πώς θα αποκτήσουν πρόσβαση σε ίδια κεφάλαια, ότι οι εταιρείες των West Midlands που διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια αδυνατούν να αντλήσουν ίδια κεφάλαια και ότι οι επενδυτές δεν έχουν πληροφόρηση για τις επιχειρήσεις που αναζητούν επενδύσεις. Πρώτον, η έκθεση της Deloitte «*Η βελτίωση της πρόσβασης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στη χρηματοδότηση*», ([42]) που βασίζεται σε συνεντεύξεις ενδιαφερομένων, αναφέρει ότι οι ΜΜΕ έχουν ανεπαρκή γνώση και ενημέρωση για τις δυνατότητες χρηματοδότησης. Οι συνεντεύξεις αποκαλύπτουν ότι η ανετοιμότητα για επενδύσεις ήταν το βασικό εμπόδιο της πρόσβασης στη χρηματοδότηση στην περιφέρεια West Midlands. Η ετοιμότητα για πραγματοποίηση επενδύσεων σχετίζεται με τη στάση των επιχειρήσεων στο θέμα της χρηματοδότησης, με την ποιότητα των επιχειρηματικών εγγράφων και τη γενική καταλληλότητα ενός σχεδίου για επένδυση. Δεύτερον, οι αρχές του HB πραγματοποίησαν έρευνα που αναφέρει ότι τουλάχιστον 10 ΜΜΕ των West Midlands θα μπορούσαν να εντάσσονται ετησίως στο Investbx. Επιπλέον, κοινοποίησαν δηλώσεις ενός ιδιώτη επενδυτή κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών ότι πολλές ΜΜΕ που διαθέτουν βιώσιμα επιχειρηματικά σχέδια απορρίπτονται από τα ταμεία κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών, αλλά θα ήταν κατάλληλες να ενταχθούν στο Investbx. Τρίτον, παρουσιάζουν την έλλειψη αξιόπιστης ενημέρωσης των επενδυτών ως μία από τις αιτίες ύπαρξης της ανεπάρκειας της αγοράς. ([43])

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

(220) Όσον αφορά τις αμφιβολίες σχετικά με την εμπορική ανάγκη ύπαρξης του Investbx, η Επιτροπή δηλώνει ότι οι αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου παρουσίασαν τα αποτελέσματα μιας έρευνας που πραγματοποίησαν το 2003 σε 21 εταιρείες επαγγελματιών συμβούλων, τους οποίους ρώτησαν πόσες εταιρείες ετησίως εκτιμούσαν ότι θα εισήγαν στο Investbx. Οι 13 από τις 20 εταιρείες συμβούλων ανέφεραν ότι υπολόγιζαν ότι θα εισήγαν από μία έως έξι εταιρείες ετησίως. Αν ληφθεί υπόψη ότι δεν ρωτήθηκαν όλες οι εταιρείες συμβούλων που δραστηριοποιούνται στην περιφέρεια West Midlands, η Επιτροπή θεωρεί συντηρητική την εκτίμηση ότι 5 έως 12 εταιρείες θα εισάγονται ετησίως στο Investbx. Επιπλέον, σε μια άλλη έρευνα, η οποία πραγματοποιήθηκε το 2003 μεταξύ αντιπροσώπων της Κοινότητας των επιχειρηματιών της εξεταζόμενης περιφέρειας, το 88 % από τις 41 εταιρείες που απάντησαν θεωρούσε ότι οι καθιερωμένες αγορές κεφαλαίων δεν κάλυπταν τις ανάγκες χρηματοδότησης των ΜΜΕ. Στην ίδια έρευνα, το 68 % δήλωσαν ότι η Ofex χρησίμευε ελάχιστα ως πηγή άντλησης κεφαλαίων για ΜΜΕ. Αν και η Ofex ισχυρίζεται ότι από το 2003 και μετά έχει αναδιαρθρωθεί και ορίσει περιφερειακό διευθυντή, το 2004 και το 2005 μόνο μία εταιρεία από τα West Midlands ήταν νεοεισηγμένη στην Ofex. Η διαφορά ανάμεσα στη δυνητική ζήτηση και στο βαθμό που αυτή η ζήτηση θα μπορούσε να ικανοποιηθεί από την Ofex ή από οποιαδήποτε άλλη καθιερωμένη κεφαλαιαγορά δηλώνει ότι η ύπαρξη του Investbx είναι αναγκαία.

(221) Η Ofex ισχυρίζεται ότι υπάρχουν κανονιστικές διατάξεις που απαγορεύουν στο Investbx να παρέχει περισσότερες πληροφορίες για τις επιχειρηματικές προοπτικές των επιχειρήσεων που αναζητούν επενδύσεις από τις πληροφορίες οι οποίες διατίθενται από την Ofex και το AIM. Όμως, σύμφωνα με τις αρχές του Ηνωμένου Βασιλείου, το Investbx έχει δικαίωμα και θα διαθέτει σε όλους τους επενδυτές στοιχεία ανεξάρτητων ερευνών για τις ΜΜΕ, τα οποία δεν αποτελούν προϋπόθεση για την είσοδο σε εδραιωμένες αγορές. Όσον αφορά την προστασία των επενδυτών, οι αρχές του HB δήλωσαν ότι ως αναγνωρισμένος εκπρόσωπος του The Share Centre, μιας ρυθμιζόμενης από την FSA εταιρείας, το Investbx θα συνεχίσει να υπόκειται στις υποχρεώσεις που επιβάλει ο νόμος περί χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών και αγορών του 2000, και ότι The Share Centre θα εξασφαλίσει ότι το Investbx εφαρμόζει τις κατάλληλες βέλτιστες πρακτικές όπως ορίζει ο Κώδικας Επαγγελματικής Δεοντολογίας της FSA.

(222) Όσον αφορά το κόστος συναλλαγής, οι αρχές του HB ισχυρίζονται ότι το Investbx θα εξασφαλίζει την παροχή υπηρεσιών έρευνας και προβολής κατά μέσο όρο με σημαντικά χαμηλότερο κόστος και, επιπλέον, θα εξαλείψει το περιθώριο κέρδους του ειδικού διαπραγματευτή που αποκομίζεται από τη διαφορά ανάμεσα στην τιμή προσφοράς και στην τιμή πώλησης.

(223) Εάν μετά από πέντε έτη το Investbx δεν είναι οικονομικά βιώσιμο και δεν είναι δυνατό να πωληθεί, θα κλείσει. Όμως, οι εταιρείες που θα είναι τότε εισηγμένες στο Investbx μπορεί να αποφασίσουν να εξαγοραστούν από το Share Centre, το οποίο θα εγγυηθεί στους επενδυτές και τους αποδέκτες των

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

επενδύσεων μια ασφαλή συνέχιση της διαπραγμάτευσης στον μηχανισμό με τις ίδιες αμοιβές και τους ίδιους λοιπούς όρους με αυτούς που ίσχυαν κατά τη διαδικασία επιλογής για την παροχή υπηρεσιών στο Investbx. Η ρύθμιση αυτή θεσπίστηκε για να προληφθεί ο φόβος εγκλωβισμού των επενδυτών προς το τέλος της πενταετούς περιόδου της ενίσχυσης.

(224) Αναφορικά με το επιχείρημα ότι ένα σύστημα διαπραγμάτευσης με δημοπρασία είναι λιγότερο κατάλληλο για τη διαπραγμάτευση μετοχών ΜΜΕ, η Επιτροπή επισημαίνει ότι και τα δύο συστήματα έχουν διαφορετικά πλεονεκτήματα. Ενώ το σύστημα του ειδικού διαπραγματευτή παρέχει τη δυνατότητα διαπραγμάτευσης ανά πάσα στιγμή, το σύστημα διαπραγμάτευσης με δημοπρασία καταργεί το άνοιγμα των τιμών. Επιπλέον, οι αρχές του ΗΒ δήλωσαν ότι το Investbx θα έχει στόχο την προσέλκυση επενδυτών με μακροχρόνια προοπτική, που δεν θα τους ενδιέφερε τόσο πολύ η δυνατότητα διαπραγμάτευσης των μετοχών τους σε καθημερινή βάση. Σε κάθε περίπτωση, δεν είναι έργο της Επιτροπής να κρίνει ποιο σύστημα είναι καταλληλότερο. Η Επιτροπή απλώς επισημαίνει ότι το Investbx μπορεί να συμβάλει στον περιορισμό της ανεπάρκειας της αγοράς.

(225) Κατά την άποψη της Ofex, ο ρόλος του «βατήρα» καλύπτεται πλήρως από την Ofex, το AIM και το επίσημο χρηματιστήριο. Η Επιτροπή επισημαίνει ότι το Investbx έχει στόχο να αποτελέσει το πρώτο σκαλοπάτι της κλίμακας για να εισαχθούν στο AIM οι ΜΜΕ που είναι εγκατεστημένες στα West Midlands. Από τον κατάλογο εταιρειών που κοινοποίησε η Ofex, οι οποίες μεταπήδησαν από την Ofex στο AIM κατά τα τελευταία τρία έτη, μόνο μία εταιρεία ήταν από τα West Midlands. Αν ληφθεί υπόψη ότι το AIM είναι μία ταχέως αναπτυσσόμενη αγορά, η Επιτροπή θεωρεί ότι θα υπάρχει, σε κάθε περίπτωση, χώρος για να συμπληρώσει το Investbx τις προσπάθειες του Ofex να φέρει νέες εταιρείες στο AIM.

(226) Εντούτοις, η Επιτροπή αναγνωρίζει ότι υπάρχει πράγματι κίνδυνος να μην επιτευχθούν οι στόχοι του Investbx, δηλαδή η άντληση ίδιων κεφαλαίων για ΜΜΕ, ή να αποτελέσει ένα ενδιάμεσο στάδιο για την μετάβαση σε μεγαλύτερες κεφαλαιαγορές. Ο κίνδυνος αυτός είναι εγγενής σε κάθε πρότυπο έργο. Αυτός είναι και ο λόγος που οι ιδιώτες επενδυτές δεν ήταν πρόθυμοι να επενδύσουν σε αυτό το σχέδιο και που χρησιμοποιείται το κίνητρο της κρατικής ενίσχυσης.

(227) Είναι σωστός ο ισχυρισμός της Ofex ότι πρωταρχικός στόχος της ενίσχυσης δεν είναι να καλύψει τα επιχειρηματικά έξοδα των ΜΜΕ οι οποίες θα χρηματοδοτηθούν, αλλά τα έξοδα εκκίνησης του Investbx. Οι επιχειρήσεις που λαμβάνουν επενδύσεις θα λάβουν ίδια κεφάλαια από ιδιώτες επενδυτές με τους όρους της αγοράς. Η ενίσχυση απευθύνεται απλώς σε μια αγορά που θα συμβάλει στο να αυξηθεί η αποτελεσματικότητα στη διοχέτευση των κεφαλαίων.

(228) Όσον αφορά τη δημιουργία κινήτρου, η ενίσχυση παρέχει τη δυνατότητα να δημιουργηθεί ένα περιφερειακό σύστημα εναλλακτικής διαπραγμάτευσης με την καθιέρωση πρόσθετων υπηρεσιών, το οποίο προβλέπει επίσης μια νέα δίοδο διακίνησης πληροφοριών σχετικά με τις επενδύσεις μεταξύ επενδυτών και ΜΜΕ οι οποίες λαμβάνουν επενδύσεις. Έτσι, η ενίσχυση παρέχει κίνητρο να υπάρξει το Investbx και να προσπαθήσει να περιορίσει την ανεπάρκεια της αγοράς.

(229) […] (*).

(230) Όσον αφορά την ανησυχία της Ofex ότι το Investbx θα παραγκωνίσει τους ιδιώτες επενδυτές στις υφιστάμενες ή τις δυνητικές αγορές, η Επιτροπή δεν αποκλείει να συμβεί αυτό σε περιορισμένο βαθμό, υπενθυμίζει όμως ότι η δραστηριότητα του Investbx περιορίζεται στις ΜΜΕ της περιφέρειας West Midlands που αναζητούν ίδια κεφάλαια μέχρι 2 εκατ. GBP. Οι άλλες μετοχικές αγορές τις οποίες γνωρίζει η Επιτροπή δραστηριοποιούνται σε αυτό το τμήμα της αγοράς σε πολύ περιορισμένο βαθμό. Συγκεκριμένα, η Ofex αναφέρει μόνο 7 εταιρείες από την περιφέρεια West Midlands από τις 180 εταιρείες που είναι εισηγμένες σε αυτήν. Εάν το Investbx αποτύχει, αυτό σημαίνει ότι ο κύκλος εργασιών του θα είναι υπερβολικά μικρός για να αποκομίσει κέρδη, και, ως εκ τούτου, θα είναι απίθανο να επηρεάσει με οποιοδήποτε τρόπο τη θέση των ανταγωνιστών του. Από την άλλη πλευρά, αν το Investbx επιτύχει, ο AWM θα το πουλήσει μετά από πέντε έτη σε ιδιώτες επενδυτές με ανοικτό διαγωνισμό και έτσι θα προσελκύσει περισσότερες ιδιωτικές επενδύσεις στην αγορά γι' αυτόν τον τύπο χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών. Σε κάθε περίπτωση, οι ιδιώτες επενδυτές είναι αυτοί που θα εκτιμήσουν ποιος τύπος αγοράς κεφαλαίων προσφέρει τις καλύτερες υπηρεσίες, διαθέτει περισσότερη καινοτομία και προσφέρει καλύτερες προοπτικές κέρδους για τις επενδύσεις τους. Είναι αλήθεια, ότι κατά τα πρώτα πέντε έτη της λειτουργίας του, το Investbx δεν θα είναι υποχρεωμένο να καταβάλει μερίσματα στον επενδυτή που είναι το δημόσιο. Το Investbx, κατά τα πρώτα πέντε χρόνια λειτουργίας του, θα αμείβεται για τις υπηρεσίες που παρέχει, έτσι ώστε να πάψει να εμφανίζει ζημία σε πέντε έτη. Εντούτοις, ενόψει της πώλησής του, ο τελικός στόχος του είναι να καταστεί κερδοφόρα επιχείρηση που θα παράγει κέρδη όταν πωληθεί. Η Ofex ισχυρίζεται ότι το Investbx μπορεί να εμποδίσει την καινοτομία στην κεφαλαιαγορά. Όμως, με τον τρόπο λειτουργίας του, το Investbx συνιστά από μόνο του μείζονα καινοτομία. Πράγματι, είναι ένας συνδυασμός διαφόρων καινοτόμων στοιχείων.

6.4. **Στάθμιση και συμπέρασμα**

(231) Η Επιτροπή παραδέχεται ότι η δημιουργία του Investbx είναι ένα μέτρο που αποσκοπεί στην εξάλειψη μιας ανεπάρκειας της αγοράς και θα δημιουργήσει κίνητρο για την άντληση ιδίων κεφαλαίων για τις ΜΜΕ.

(232) Η Επιτροπή θεωρεί ότι η ενίσχυση των 3 εκατομμυρίων GBP στο Investbx έχει αναλογικό χαρακτήρα. Υπάρχουν διάφορα στοιχεία που περιορίζουν τη ζημία η οποία θα μπορούσε να προκληθεί στους ανταγωνιστές. Το μέτρο έχει περιορισμένη γεωγραφική και χρονική εφαρμογή και επίσης είναι περιορισμένος ο αριθμός των στοχευόμενων επιχειρήσεων που λαμβάνουν επενδύσεις.

(233) Με βάση τις ανωτέρω εκτιμήσεις, η Επιτροπή κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η ενίσχυση συμβάλλει στο να ξεπεραστεί μια ανεπάρκεια της αγοράς και επιτρέπει την ανάπτυξη ενός περιφερειακού μηχανισμού διαπραγμάτευσης μετοχών που θα διευκολύνει τη χρηματοδότηση ΜΜΕ με ίδια κεφάλαια, ενώ δεν θα επηρεάζει δυσμενώς τους όρους των συναλλαγών σε βαθμό που θα ήταν αντίθετος προς το κοινό συμφέρον. Κατά συνέπεια, η ενίσχυση στο Investbx είναι συμβατή με την κοινή αγορά βάσει των κατευθυντηρίων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια.

(*) Επιχερηματικο απόρρητο.

6.5. **Σωρευτικό αποτέλεσμα**

(234) Οι αρχές του ΗΒ έχουν δεσμευθεί η ενίσχυση στο Investbx να μην έχει σωρευτικό χαρακτήρα με οποιαδήποτε άλλη κρατική ενίσχυση στο Investbx. Όσον αφορά την ενίσχυση στις στοχευόμενες ΜΜΕ, το πλεονέκτημα που ενδέχεται να αποκομίσουν από αυτό το μέτρο είναι η πρόσβαση στις υπηρεσίες του Investbx, τις οποίες δεν θα μπορούσαν να λάβουν υπό διαφορετικές συνθήκες, ή τουλάχιστον με τους ίδιους όρους. Θα λαμβάνουν ίδια κεφάλαια από καθαρά ιδιωτικούς πόρους τα οποία δεν θα περιέχουν κανένα στοιχείο ενίσχυσης. Το στοιχείο της ενίσχυσης δεν έγκειται στη χορήγηση ιδίων κεφαλαίων και, κατά συνέπεια, οι κανόνες του τμήματος 6 των κατευθυντήριων γραμμών για τα επιχειρηματικά κεφάλαια, που απαγορεύουν τη συσσώρευση ενισχυόμενου επιχειρηματικού κεφαλαίου με άλλα μέτρα ενίσχυσης, δεν εφαρμόζονται στις ΜΜΕ που χρησιμοποιούν τις υπηρεσίες του Investbx.

7. **ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΗΣΗ**

(235) Λαμβανομένου υπόψη του καινοτόμου χαρακτήρα, της περιπλοκότητας και της δυναμικής του μέτρου να εφαρμοστεί και σε άλλες περιφέρειες των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων για να συμβάλει στην επίλυση του προβλήματος της ανεπάρκειας της αγοράς σε περιφερειακό επίπεδο, η Επιτροπή επιθυμεί να παρακολουθεί τα αποτελέσματα και την επιτυχία της εφαρμογή ς του μέτρου Investbx. Οι αρχές του ΗΒ θα υποβάλλουν ετήσια έκθεση σχετικά με την εφαρμογή του μέτρου, τον αριθμό των ΜΜΕ για τις οποίες έχουν αντληθεί ίδια κεφάλαια καθώς και για τον όγκο των κεφαλαίων που συγκεντρώνονται για κάθε ΜΜΕ, έτσι ώστε να είναι η Επιτροπή σε θέση να αξιολογήσει αν το μέτρο αντιμετωπίζει πράγματι κατάλληλα την ανεπάρκεια της αγοράς στον τομέα των χρηματοδοτήσεων με ποσά χαμηλότερα των 2 εκατομμυρίων GBP. Για να είναι σε θέση να αξιολογήσει τις επιπτώσεις από την πλευρά της προσφοράς, οι αρχές του ΗΒ θα κοινοποιούν και το ποσό του επενδυόμενου κεφαλαίου ανά τύπο επενδυτή. Για τον υπολογισμό της κερδοφορίας του μέτρου και για την παρακολούθηση της χρήσης των κρατικών πόρων, οι αρχές του ΗΒ θα υποβάλλουν κάθε έτος τους οικονομικούς λογαριασμούς του Investbx. Στο τέλος του πέμπτου έτους μετά τη δημιουργία του Investbx, οι αρχές του ΗΒ θα ενημερώσουν την Επιτροπή εάν το Investbx θα έχει πωληθεί επιτυχώς σε ιδιώτες επενδυτές με τη διαδικασία δημόσιου διαγωνισμού ή εάν θα έχει κλείσει.

ΕΞΕΔΩΣΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΠΟΦΑΣΗ

Άρθρο 1

Η ενίσχυση την οποία προτίθεται να εφαρμόσει το Ηνωμένο Βασίλειο υπό μορφή επιχορήγησης 3 εκατομμυρίων GBP στο Investbx συμβιβάζεται με την κοινή αγορά κατά την έννοια του άρθρου 87, παράγραφος 3, στοιχείο γ) της Συνθήκης.

Κατά συνέπεια, επιτρέπεται η εφαρμογή της ενίσχυσης.

Άρθρο 2

Το Ηνωμένο Βασίλειο θα υποβάλλει ετήσια έκθεση για την εφαρμογή της ενίσχυσης η οποία θα περιέχει τα ακόλουθα στοιχεία:

— τον αριθμό των ΜΜΕ για τις οποίες έχουν αντληθεί ίδια κεφάλαια,

— το ποσό των ιδίων κεφαλαίων που έχουν αντληθεί για κάθε ΜΜΕ,

— το ποσό του κεφαλαίου επένδυσης που έχει αντληθεί ανά τύπο επενδυτή και

— οικονομικούς λογαριασμούς.

Στο τέλος του πέμπτου έτους μετά τη δημιουργία του Investbx, το Ηνωμένο Βασίλειο θα ενημερώσει την Επιτροπή αν το Investbx πωλήθηκε επιτυχώς σε ιδιώτες επενδυτές με διαδικασία ανοικτού διαγωνισμού χωρίς διακρίσεις ή εάν έκλεισε.

Άρθρο 3

Η παρούσα απόφαση απευθύνεται στο Ηνωμένο Βασίλειο της Μεγάλης Βρετανίας και Βόρειας Ιρλανδίας.

Βρυξέλλες, 20 Δεκεμβρίου 2006.

Για την Επιτροπή

Neelie KROES

Μέλος της Επιτροπής