II

(Actos adoptados en aplicación de los Tratados CE/Euratom cuya publicación no es obligatoria)

DECISIONES

COMISIÓN

DECISIÓN DE LA COMISIÓN

de 20 de diciembre de 2006

relativa a la ayuda C 36/2005 que el Reino Unido pretende conceder a Investbx

[notificada con el número C(2006) 5808]

(El texto en lengua inglesa es el único auténtico)

(Texto pertinente a efectos del EEE)

(2008/126/CE)

LA COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS,

Visto el Tratado constitutivo de la Comunidad Europea y, en particular, su artículo 88, apartado 2, párrafo primero,

Visto el Acuerdo sobre el Espacio Económico Europeo y, en particular, su artículo 62, apartado 1, letra a),

Habiendo emplazado a los interesados para que presentaran sus observaciones, de conformidad con los citados artículos [1], y teniendo en cuenta dichas observaciones,

Considerando lo siguiente:

1. **PROCEDIMIENTO**

(1) Por carta de 26 de julio de 2005, registrada en la Comisión el 28 de julio de 2005, el Reino Unido notificó a la Comisión la medida de ayuda antes citada, de conformidad con el artículo 88, apartado 3, del Tratado CE.

(2) La Comisión solicitó información complementaria el 19 de agosto de 2005 y posteriormente se celebró una reunión entre representantes del Reino Unido y la Comisión el 8 de septiembre de 2005. Durante esta reunión los representantes británicos facilitaron información adicional.

(3) El 26 de septiembre de 2005, la Comisión recibió una denuncia de la empresa PLUS Markets Group plc (antes Ofex Holdings plc) (denominada en lo sucesivo «Ofex»).

(4) Por carta de 20 de octubre de 2005, la Comisión informó al Reino Unido de su decisión de incoar el procedimiento previsto en el artículo 88, apartado 2, del Tratado con respecto a esta medida.

(5) Por carta de 11 de noviembre de 2005, la Comisión envió su decisión de iniciar el procedimiento del artículo 88, apartado 2, del Tratado CE a la parte interesada Ofex.

(6) La decisión de la Comisión de incoar el procedimiento se publicó en el *Diario Oficial de la Unión Europea* [2]. La Comisión invitó a los interesados a presentar sus observaciones sobre la ayuda en cuestión.

(7) Por carta de 21 de noviembre de 2005, registrada en la Comisión ese mismo día, el Reino Unido respondió a la decisión de la Comisión de incoar el procedimiento.

(8) La Comisión recibió observaciones de 20 partes interesadas:

(a) de The Share Centre por carta de 10 de noviembre de 2005, registrada en la Comisión el 23 de noviembre de 2005;

[1] DO C 288 de 19.11.2005, p. 13.

[2] Véase la nota 1.

(b) de Ofex por cartas de 25 de noviembre de 2005, registrada en la Comisión ese mismo día, y 15 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el día siguiente;

(c) de Mazars por carta de 24 de noviembre de 2005, registrada en la Comisión el 5 de diciembre de 2005;

(d) de sir Albert Bore por carta de 30 de noviembre de 2005, registrada en la Comisión el 6 de diciembre de 2005;

(e) de Quoted Companies Alliance por carta de 16 de diciembre de 2005, registrada ese mismo día en la Comisión;

(f) de Hembury Associates Ltd, por carta de 16 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 19 de diciembre de 2005;

(g) de Hamilton Pratt, por carta de 13 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 19 de diciembre de 2005;

(h) de la Región Emilia-Romaña, por carta de 15 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 20 de diciembre de 2005;

(i) de JP Jenkins, por carta de 13 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 20 de diciembre de 2005;

(j) del Aston Science Park, por carta de 14 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 22 de diciembre de 2005;

(k) de Robert Huggins Associates, por carta de 13 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 22 de diciembre de 2005;

(l) de Catapult Venture Managers, por carta de 12 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 22 de diciembre de 2005;

(m) de EEF West Midlands, por carta de 14 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 23 de diciembre de 2005;

(n) de Ofex, por carta de 19 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 23 de diciembre de 2005;

(o) de CEBRE, por carta de 16 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 23 de diciembre de 2005;

(p) del West Midlands Business Council, por carta de 22 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 3 de enero de 2006;

(q) de Birmingham Forward, por carta de 19 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 3 de enero de 2006;

(r) de la confederación de Cámaras de Comercio de las West Midlands, por carta de 20 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 3 de enero de 2006;

(s) del Advantage Growth Fund, por carta de 5 de enero de 2006, registrada en la Comisión el 10 de enero de 2006;

(t) de la universidad de Warwick, por carta de 16 de diciembre de 2005, registrada en la Comisión el 16 de enero de 2006;

(9) Los representantes de Ofex explicaron su posición en una reunión con la Comisión celebrada el 16 de diciembre de 2005.

(10) Por cartas de 22 de diciembre de 2005 y 13 y 19 de enero de 2006, la Comisión envió al Reino Unido las observaciones de las partes interesadas para darle la oportunidad de responder.

(11) En la reunión entre las autoridades británicas y la Comisión de 30 de enero de 2006 las autoridades británicas presentaron sus explicaciones. La Comisión solicitó información adicional.

(12) Esta información, así como la opinión del Reino Unido en respuesta a los comentarios de terceros, se recibieron por cartas de 3 de febrero de 2006, registrada en la Comisión ese mismo día, y 7 de febrero, registrada en la Comisión el 10 de febrero de 2006.

(13) La Comisión pidió al Reino Unido nueva información por cartas de 15 de febrero y 6 de abril de 2006. El Reino Unido proporcionó esta información por cartas de 2 de marzo de 2006, registrada en la Comisión el siguiente día, y 7 de abril de 2006, registrada en la Comisión 12 de abril de 2006.

(14) El Reino Unido proporcionó más información por carta de 3 de mayo de 2006, registrada en la Comisión el 11 de mayo de 2006.

(15) Por correo electrónico y carta con fecha de 25 de mayo de 2006, que contenían la misma información y se registraron en la Comisión respectivamente los días 29 y 30 de mayo de 2006, Ofex afirmó que Advantage West Midlands (en lo sucesivo «AWM») estaba tomando medidas preparatorias en relación con Investbx y pidió a la Comisión que pospusiera la adopción de la decisión hasta que Ofex pudiera suministrar más información. Por correo electrónico de 31 de mayo de 2006 registrado en la misma fecha, Ofex pidió que se le informara antes de adoptar la decisión y que se le enviara la decisión antes de su publicación. Por correo electrónico de 9 de junio de 2006, registrado en la misma fecha, y por carta de ese mismo día, registrada en la Comisión el 13 de junio de 2006, Ofex reiteró su petición de aplazamiento de la adopción de la decisión.

(16) Mediante dos correos electrónicos de 4 de julio de 2006, registrados en la Comisión el 6 de julio de 2006, el Reino Unido presentó más información a la Comisión.

(17) Por correo electrónico de 12 de mayo de 2006, registrado en la Comisión el 13 de mayo de 2006, Ofex informó a la Comisión de que existía un sitio de Internet de Investbx accesible al público.

(18) Por carta de 26 de julio de 2006, registrada en la Comisión el 1 de agosto de 2006, Angelbourse afirmó que era una plataforma de negociación para las empresas más pequeñas y que Investbx constituía competencia desleal. Esta carta se recibió más de siete meses después del término del plazo de presentación de los comentarios de terceros sin que sus alegaciones estuvieran justificadas, por lo que la Comisión no la ha tomado en consideración.

(19) Por correos electrónicos de 3 de agosto de 2006, registrados en la Comisión ese mismo día, Ofex informó a la Comisión de la existencia y de las actividades de Angelbourse.

(20) Mediante carta de 7 de agosto de 2006, la Comisión pidió información complementaria a las autoridades del Reino Unido.

(21) Por correos electrónicos de 23 de octubre de 2005, registrados en la Comisión en la misma fecha, el Reino Unido respondió a la petición de la Comisión.

2. DESCRIPCIÓN DETALLADA DE LA MEDIDA

(22) Basándose en la información proporcionada por el Reino Unido, la Comisión resume a continuación la descripción de la medida notificada.

2.1. Objetivo de Investbx

(23) El objetivo principal de la medida es crear un medio para que las pequeñas y medianas empresas ([3]) en fase de expansión ([4]) (en adelante las «PYME») de la región de las West Midlands del Reino Unido obtengan financiación para paliar su déficit de capital ([5]). Investbx agrupará a las PYME, los proveedores de servicios y los inversores para facilitar a las empresas la obtención de fondos creando un foro práctico para la emisión y el intercambio de nuevas acciones. Investbx también proporcionará y facilitará la prestación de servicios a precios de mercado a las PYME para mejorar su capacidad de obtener capital.

(24) La medida pretende paliar la deficiencia del mercado para aportar capital por valor de entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP a las PYME situadas en las West Midlands. Las autoridades británicas han declarado que el límite máximo para la captación de fondos será de 2 millones de GBP por año durante la etapa quinquenal inicial con objeto de dedicar la medida estrictamente a solventar la deficiencia del mercado en la obtención de fondos para las PYME. Sin embargo, dichas autoridades se muestran preocupadas por la evolución temporal de la deficiencia del mercado, ya que el capital privado se ve cada vez más atraído hacia los proyectos de mayor envergadura. El informe de la CBI ([6]) estima la deficiencia del mercado entre 0,25 millones de GBP y 3 millones de GBP. Por este motivo, un límite máximo de 2 millones de GBP podría, según las autoridades británicas, crear barreras reales al éxito del proyecto Investbx a un cierto plazo, al quedar excluidas ciertas PYME que podrían necesitar un mayor nivel de inversión. Si esto sucede, AWM recopilará las correspondientes pruebas y notificará una modificación a la Comisión, solicitando un incremento del límite máximo.

(25) Investbx pretende servir de puente entre los inversores privados, incluidos los inversores informales *(business angels)* y los inversores de capital riesgo, ofreciéndoles una posibilidad adicional de salida, y mercados establecidos más maduros. Investbx preparará a las empresas participadas para cotizar en los mercados establecidos más maduros, a saber el Mercado Alternativo de Inversión (en adelante el «AIM») y la Bolsa de Londres (en adelante la «LSE»).

2.2. Fundamento jurídico de la medida

(26) El fundamento jurídico de la medida es el artículo 5 de la «Regional Development Agencies Act» ([7]) de 1998 (ley de los organismos de desarrollo regional).

2.3. Presupuesto y duración

(27) Un organismo público, el West Midlands Regional Development Agency («AWM»), concederá financiación a Investbx por un importe de hasta 3 millones de GBP durante un periodo máximo de cinco años. La cantidad puede ser menor y/o el periodo puede ser más corto si el proyecto llega a ser autosuficiente. Investbx utilizará esta subvención para cubrir sus inversiones y otros costes de puesta en marcha que no puedan financiarse con los ingresos de su actividad. Investbx utilizará la subvención según un plan financiero que prevé la utilización de sus servicios por un número cada vez mayor de PYME durante el periodo quinquenal inicial (hasta un total de 47 al final de dicho periodo), y prevé un crecimiento de los ingresos y un descenso del uso de la subvención para la compensación de pérdidas hasta que, como máximo al término de cinco años, Investbx alcance una situación de equilibrio.

([3]) Tal como se definen en la Recomendación de la Comisión de 6 de mayo de 2003 sobre la definición de microempresas, pequeñas y medianas empresas (DO L 124 de 20.5.2003, p. 36).

([4]) Se consideran PYME en fase de expansión las PYME contempladas en el punto 2.2. h) de las Directrices sobre capital riesgo (Directrices comunitarias sobre ayudas estatales y capital riesgo para pequeñas y medianas empresas, DO C 194, 18.8.2006, p. 2).

([5]) La financiación para paliar el déficit de capital corresponde a inversiones destinadas a cubrir necesidades de financiación de entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP.

([6]) Confederation of British Industry (Confederación Empresarial Británica) «*Improving access to finance — Enabling the enterprise revolution*» (julio de 2006).

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

(28) Según las previsiones, una parte de la subvención se utilizará como reserva. Después del citado periodo, Investbx rembolsará el remanente no utilizado a AWM y ésta venderá acciones de Investbx en el mercado mediante licitación pública abierta y no discriminatoria o procederá al cierre de Investbx.

2.4. **Beneficiario de la medida**

(29) El beneficiario directo de la medida es Investbx. Investbx recibirá de AWM hasta 3 millones de GBP en forma de subvención. Los beneficios de Investbx se reinvertirán en ésta para beneficiar a la economía regional, conforme a la misión que se le ha confiado de AWM. AWM mantendrá una influencia importante en Investbx.

(30) Investbx se constituirá como sociedad por acciones. El carácter de sociedad permitirá a Investbx concluir contratos en su propio nombre. El hecho de ser una persona jurídica diferente de AWM facilitará un posible traspaso de la empresa en el futuro. Si Investbx tiene éxito, se venderá y se convertirá en una empresa del sector privado. En ese momento, los eventuales fondos no utilizados de la subvención original revertirán a AWM.

(31) Investbx contará con un equipo ejecutivo de 6 a 8 personas responsables de la ejecución del plan empresarial y con un consejo no ejecutivo compuesto por profesionales de las West Midlands designados específicamente por su conocimiento y experiencia de trabajo con las PYME y los inversores potenciales.

2.5. **El mercado actual en el Reino Unido**

(32) Según el Reino Unido, el mercado tradicional para la negociación de acciones en el Reino Unido está dominado por la LSE, que se dedica fundamentalmente a la negociación de grandes volúmenes de acciones en un mercado global. Las PYME se ven cada vez más excluidas ya que se prefieren las acciones de primera clase de las grandes empresas.

(33) Según el Reino Unido, la LSE intentó compensar esta situación con la introducción en 1995 de su AIM, que opera como mercado de segundo orden dirigido a las empresas nuevas y más pequeñas. Para ser miembro del AIM no es necesario un volumen mínimo de negociación previo, de activos o de beneficios, de capitalización, o de acciones de libre circulación *(free-float)*.

(34) Según el Reino Unido, la plataforma de negociación Ofex, regulada por la Financial Service Authority del Reino Unido (en adelante la «FSA»), se halla fuera de los ámbitos de la LSE y el AIM. Ofex pretende constituir una alternativa al AIM más rentable y menos regulada.

(35) Existen varios proveedores de servicios en el Reino Unido que negocian acciones no admitidas a cotización u obtienen capital, como The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins, o Investor Champions.

(36) A pesar de la situación que se acaba de exponer, el Reino Unido sostiene que aún existe una deficiencia del mercado a largo plazo por lo que respecta a la inversión de capital en las PYME situadas en regiones distintas del sudeste del Reino Unido tales como las West Midlands, región que figura entre las que cuentan con el menor nivel de empresas cotizadas en bolsa y el menor nivel de capitalización bursátil total. AWM preguntó a Ofex si podía paliar la deficiencia del mercado en las West Midlands, en cuyo caso AWM abandonaría su proyecto Investbx. Sin embargo, Ofex no respondió.

2.6. **Actividades y honorarios de Investbx**

(37) Según las autoridades británicas, Investbx es una medida completamente nueva que carece de precedentes. Mientras que los fondos tradicionales de capital de riesgo pretenden incrementar la provisión de capital en acciones ordinarias, Investbx pretende en cambio mejorar la eficiencia de la circulación de información sobre empresas en las que invertir. Investbx impulsará la creación de un mercado local de acciones eficaz, poniendo en contacto a las empresas con los inversores y ofreciéndoles una solución viable, simple y rentable para la obtención de capital, la negociación de sus acciones y la presentación de sus actividades. Esta plataforma de negociación será diferente de los mercados de valores tradicionales (es decir la LSE y su AIM), así como de Ofex, porque operará a través de un mercado electrónico visible de subasta en línea, en el que se casarán las órdenes de compra y venta a un único precio, realizándose las inversiones a través de una plataforma en línea limitada a la ejecución de órdenes. A diferencia de los mercados tradicionales, dichas subastas en línea solamente se realizarán unas pocas veces al mes. Al mismo tiempo, Investbx fomentará un enfoque de la inversión a más largo plazo, destacando el objetivo principal de obtener dinero para las PYME a nivel local, en lugar de la capacidad de negociar las acciones frecuentemente ofrecida por los mercados existentes radicados en Londres. Por consiguiente, Investbx tendrá tres papeles distintos: obtener fondos o financiación primaria, agrupar servicios de apoyo para las PYME, y servir de plataforma para la negociación de acciones en el mercado secundario por subasta una vez que aquéllas se admiten a negociación.

(38) Las empresas que deseen acceder a financiación para paliar su déficit de capital contarán con la asistencia de asesores financieros y jurídicos a nivel local y del equipo de Investbx situado en las West Midlands.

(39) La plataforma de negociación estará en el portal en línea de Investbx (www.investbx.com), que también constará de una gama de servicios integrados, abiertos en línea 24 horas al día y 7 días por semana, diseñado específicamente para cubrir las necesidades de las PYME, cotizadas o no.

(40) Investbx no proporcionará financiación a las PYME. Tampoco proporcionará directamente fondos o garantías a los inversores o a las empresas participadas. Todo el capital en acciones será aportado por inversores del mercado a empresas privadas seleccionadas. La función de Investbx consiste simplemente en facilitar las transacciones entre operadores privados del mercado.

2.6.1. *Obtención de fondos*

(41) Investbx ayudará a la captación de fondos para las PYME. Promocionará las PYME adecuadas de la región entre los consultores en busca de PYME en las que invertir. La obtención de fondos, también llamada financiación primaria, consistirá en la venta directa a los inversores interesados de nuevas emisiones de acciones por las PYME objetivo, con la ayuda de Investbx. Las autoridades británicas han declarado que el límite máximo para la captación de fondos será de 2 millones de GBP por año y PYME durante la fase inicial de cinco años.

(42) Según los asesores profesionales, que ayudan a las PYME en la obtención de fondos y que han sido consultados a lo largo del proceso de concepción del proyecto Investbx, en las West Midlands existe el potencial de financiar a más de 10 PYME por año, sobre la base prevista para Investbx. Según su plan financiero, durante los primeros cinco años de su existencia, debería obtener por lo menos 70 millones de GBP para un mínimo de 47 empresas.

(43) Se cobrará a las PYME una comisión del 6 % de los fondos obtenidos. Esta comisión se determinó a partir del modelo financiero, de tal modo que permitiera a Investbx alcanzar una situación de equilibrio en el plazo quinquenal del acuerdo de concesión de la subvención. Además, se calculó a partir de un análisis comparativo basado en estudios de casos concretos de obtención de fondos. Este análisis mostró que el 6 % es superior a lo aplicado por algunos otros operadores. Sin embargo, las autoridades británicas también manifiestan que dicho análisis tiene un valor limitado dado que no existen elementos de referencia adecuados para Investbx, dada su naturaleza única. Investbx será diferente de cualquiera de los proveedores de servicios de obtención de fondos existentes en las West Midlands. Por lo tanto, se considera que Investbx podrá cobrar una comisión del 6 %, es decir, por lo menos el porcentaje aplicado por los consultores de empresas existentes.

2.6.2. *Agrupación de servicios de apoyo a las PYME*

(44) Según las autoridades británicas, Investbx reunirá a diversos proveedores de servicios que ayudarán a las PYME en el proceso de obtención del fondos, así como durante el periodo de negociación de sus acciones. Investbx pondrá un coordinador de operaciones a disposición de cada PYME que decida obtener fondos a través ella. El sitio Internet de Investbx contará con un dispositivo seguro para compartir documentos, que contendrá todos los modelos de documentos que una PYME pueda necesitar durante el proceso de obtención de capital y de adhesión a la plataforma de negociación. Estos modelos se han desarrollado con la comunidad profesional local y se han simplificado para ser adecuados y eficaces para las PYME.

(45) Investbx evaluará cada PYME que desee obtener fondos a través de ella. Esta evaluación examinará su potencial para atraer inversores para la financiación primaria y si la diligencia debida ha revelado algún hecho que se oponga a la admisión de una PYME. Tras la conclusión de una evaluación favorable, el equipo de Investbx se pondrá en contacto con los inversores y con los consorcios de inversores ([8]), algunos de cuyos miembros pueden desear participar en la nueva emisión.

(46) Durante el proceso de obtención de fondos, Investbx prestará a precios de mercado servicios de investigación y comercialización, que subcontratará. Investbx mantendrá una lista de asesores financieros independientes, asesores jurídicos, censores de cuentas, asesores de relaciones públicas en el ámbito financiero e investigadores independientes que cuentan con la experiencia apropiada y la autorización reglamentaria y a los que las PYME pueden solicitar cualquier servicio que necesiten para la obtención de fondos.

(47) Para todas las PYME que se adhieran a Investbx se efectuará una investigación independiente, que se hará pública. Investbx pondrá en su sitio Internet a disposición de todos los posibles inversores o asesores financieros una presentación de cada PYME, que contendrá información resumida extraída del documento completo de admisión, el documento de admisión e informes de investigación independientes. La investigación independiente contendrá información detallada y pormenorizada tanto cuantitativa como cualitativa sobre la empresa. Este tipo de investigación no suele estar disponible para el público, con excepción de los gestores de fondos institucionales. Este tipo de datos solamente se suelen preparar para los grandes volúmenes de acciones y solamente están disponibles para los inversores institucionales. Los informes de investigación también ofrecerán un comentario detallado sobre cada área de la actividad empresarial.

(48) Las PYME pagarán todos los honorarios de los asesores profesionales de los que reciban asistencia para adherirse a Investbx. Los honorarios profesionales individuales se ajustarán a los precios de mercado aplicados por los operadores privados del mercado que no reciben ningún beneficio económico de Investbx.

2.6.3. *Negociación secundaria*

(49) Investbx también proporcionará una plataforma para la negociación minorista en línea en el mercado secundario por el sistema de subasta. El propósito de esta plataforma es proporcionar una cierta liquidez a las acciones de las empresas tras la obtención de capital en el mercado primario y ser admitidas, aquéllas a negociación en Investbx.

([8]) Un consorcio de inversores es un grupo de inversores que actúan juntos al invertir en una empresa.

(50) Un mercado dirigido por órdenes consiste en que los titulares de acciones de una PYME indican que les gustaría vender algunas de sus acciones y comunican el precio que estarían dispuestos a aceptar. Los compradores interesados en acciones de la PYME también manifiestan su interés, así como el precio que están dispuestos a pagar por las acciones.

(51) Tanto los compradores como los vendedores pueden ver todas las ofertas de precios de venta y de compra de acciones de la PYME en el sitio Internet de Investbx 24 horas al día y 7 días por semana, y pueden cambiar sus órdenes hasta una hora antes de que la subasta tenga lugar. Las subastas tienen lugar con una periodicidad fijada por la empresa en función del interés existente por la negociación de sus acciones, posiblemente semanal o mensualmente. Esto, según las autoridades británicas, fomenta un enfoque de la inversión en las PYME a más largo plazo, pues no es posible comprar y vender inmediatamente las acciones.

(52) En el sistema de subasta, las acciones se venden directamente entre inversores individuales, casándose las órdenes de compra o de venta a un único precio. De esta manera se eliminará el margen del creador de mercado, que es la diferencia entre los precios de compra y de venta en el sistema habitual de creadores de mercado, dirigido por precios (la LSE, el AIM y Ofex son mercados establecidos basados en el sistema de creadores de mercado, según se explica más adelante, denominados en lo sucesivo los «*mercados establecidos*»). Esta diferencia suele ser mayor para las acciones que se negocian con menor frecuencia y en menores volúmenes. Según las autoridades británicas, en Ofex el margen más elevado puede llegar al 75 % y el diferencial medio entre los precios de compra y venta de las acciones de las seis empresas radicadas en las West Midlands negociadas en Ofex durante los 12 meses anteriores a septiembre de 2006 fue del 16 %.

(53) Investbx externalizará las funciones costosas y complejas que conlleva la regulación y negociación con una empresa autorizada por la FSA. Esta empresa, The Share Centre, ha sido designada como licitador seleccionado para este cometido tras un proceso de selección no discriminatorio publicado en el *Diario Oficial de la Unión Europea*. El cometido de The Share Centre es: autorización de la FSA y cumplimiento de los correspondientes requisitos; prestar el servicio de corretaje en línea; recibir servicios de agencia (recogida del dinero de los inversores que suscriban las nuevas acciones emitidas), administración del sistema de accionariado de los empleados, provisión de la plataforma de negociación y desarrollo de las subastas periódicas.

(54) Las autoridades británicas confirmaron que los honorarios cobrados por Investbx a las PYME objeto de la inversión, así como a los inversores, por los servicios relacionados con la negociación secundaria serán iguales a los precios de mercado cobrados por The Share Centre a las empresas individuales. The Share Centre concederá un descuento a Investbx.

2.7. **Beneficiarios indirectos**

(55) Toda la negociación primaria y secundaria en Investbx se efectuará entre los operadores privados del mercado, los inversores y las empresas objeto de la inversión, que sólo pueden beneficiarse indirectamente de la medida.

2.7.1. *Inversores*

(56) Teniendo en cuenta la tendencia de los inversores institucionales a invertir en operaciones de mayor envergadura, las autoridades británicas creen que estos inversores no estarán interesados en utilizar Investbx. Por lo tanto Investbx espera obtener fondos principalmente de inversores privados individuales, incluidos los particulares con un elevado patrimonio. Investbx se dirigirá, principal pero no exclusivamente, a los inversores de la región de las West Midlands, ya que las autoridades británicas creen que es más probable que éstos inviertan en PYME basadas en las West Midlands.

(57) Los inversores pueden ser contactados directamente por Investbx o a través de intermediarios o consorcios de inversores. En todo caso, ningún inversor, independientemente de su origen o de si es institucional o privado individual, se verá excluido de la utilización de Investbx o perjudicado por ella.

(58) Los inversores privados individuales podrán participar en la financiación primaria durante el proceso de captación de fondos y acceder a la presentación y a los informes de investigación independiente de las empresas objetivo. Según las autoridades británicas, estas posibilidades suelen estar reservadas solamente a los inversores institucionales. Todos los inversores podrán solicitar la suscripción de nuevas emisiones de acciones, ya sea directamente en línea o a través de intermediarios financieros.

2.7.2. *PYME objeto de la inversión*

(59) Sólo pueden utilizar Investbx las PYME de las West Midlands con planes empresariales viables y un mínimo dos años de actividad comercial que busquen «capital de expansión» ([9]). Excepcionalmente, Investbx podrá tomar en consideración a las PYME que no tengan un mínimo dos años de actividad comercial, si éstas han obtenido fondos de un inversor de capital riesgo mientras estaban desarrollando sus productos o servicios. Las autoridades británicas han confirmado que las PYME no obtendrán más de 2 millones de GBP al año y no habrán superado la fase a la que se destina el capital de expansión, según lo definido en el punto 2.2.h) de las Directrices comunitarias sobre ayudas estatales y capital riesgo para pequeñas y medianas empresas (denominadas en lo sucesivo las «Directrices sobre capital riesgo») ([10]).

([9]) Según se define en las Directrices comunitarias sobre ayudas estatales y capital riesgo para pequeñas y medianas empresas, DO C 194, 18.8.2006, p. 2.

([10]) DO C 194 de 18.8.2006, p. 2.

(60) Para ofrecer protección a los inversores, las empresas adheridas a Investbx deben cumplir un conjunto de requisitos reglamentarios y de divulgación de conformidad con la reglamentación de la FSA.

2.8. **Procedimiento de selección del proveedor de servicios de la medida**

(61) El principal proveedor de servicios a Investbx, The Share Centre, ha sido seleccionado tras un proceso de selección competitivo y no discriminatorio publicado en *el Diario Oficial de la Unión Europea* ([11]). Tres empresas presentaron ofertas formales: Ofex, Univits y The Share Centre. Un panel de tres asesores expertos independientes y tres asesores internos de AWM revisó la selección, basada en 18 criterios de evaluación. Según estos criterios, la propuesta de Univits fue la que recibió menos puntos. Se convocó al mejor licitador, The Share Centre, y al segundo mejor licitador, Ofex, a una entrevista. The Share Centre obtuvo en la evaluación bastantes más puntos que Ofex y, según las autoridades británicas, fue por lo tanto seleccionado como licitador adjudicatario.

(62) Debido a la complejidad técnica del proyecto y a la importancia del papel del operador de mercado para el éxito de la actividad, se encargó una evaluación independiente adicional de ambos finalistas, que también concluyó señalando a The Share Centre como mejor licitador.

(63) Según las autoridades británicas, la decisión se comunicó a todas las partes en febrero de 2004. Ofex solicitó información sobre el motivo por el que no había sido seleccionado y esta se proporcionó debidamente. No se registró con posterioridad ninguna denuncia formal ni impugnación judicial.

2.9. **Comparación de Investbx y Ofex**

(64) Tomando como base la información proporcionada por las autoridades británicas, que no ha sido impugnada en las observaciones de las partes interesadas, cabe establecer las siguientes diferencias entre Investbx y Ofex:

Investbx	Ofex
Área geográfica de actividad	
Sólo PYME de las West Midlands	Nacional e internacional
Equipo especializado de 6-8 personas radicado en las West Midlands	1 director de desarrollo comercial, radicado en Londres, que abarca las 9 regiones del Reino Unido
Mercado destinatario	
Únicamente PYME en fase de expansión	Empresas de cualquier dimensión
Hasta 2 millones de GBP por año	Sin restricciones
Servicios prestados	
El objetivo principal es obtener capital primario para las PYME	Mercado primario y secundario de negociación. Son los agentes de bolsa quienes obtienen los fondos
La realización de una investigación independiente es requisito previo para adherirse	No existe tal requisito
Plataforma de negociación dirigida por órdenes, subastas periódicas y concertación de compradores y vendedores en un único precio	Mercado basado en cotizaciones, operaciones en tiempo real, con un precio de compra y otro de venta que dan lugar al diferencial de precios de las acciones
Marco reglamentario	
Investbx será representante designado de The Share Centre que opera un sistema de negociación alternativo	Ofex es actualmente un sistema de negociación alternativo autorizado directamente por la FSA

3. **MOTIVOS DE LA INCOACIÓN DEL PROCEDIMIENTO**

(65) En su decisión de incoar el procedimiento la Comisión concluye que existe ayuda a Investbx. Por otra parte, anuncia un examen más detallado de la posible ayuda a inversores y PYME.

(66) En esa decisión la Comisión declara que, aunque la medida pretenda paliar el déficit de capital de las PYME, no entra en el ámbito de la Comunicación sobre capital riesgo ([12]). Puesto que Investbx no proporciona ningún capital riesgo a las PYME, no puede considerarse que constituya un fondo de capital riesgo. La medida pretende crear la infraestructura para una plataforma de negociación para inversores y PYME. La subvención a Investbx no se considera ayuda conforme a las directrices sobre ayuda regional. Tampoco son aplicables otros reglamentos, marcos o directrices sobre ayuda estatal. Por lo tanto en la decisión de incoar el procedimiento la Comisión declara que la evaluación de la ayuda a Investbx podría basarse directamente en el artículo 87, apartado 3, letra c), del Tratado CE. Por consiguiente, tiene que existir una deficiencia del mercado bien definida, el instrumento de ayuda tiene que estar dirigido a resolver la deficiencia del mercado y, una vez sopesados, el falseamiento de la competencia y el efecto sobre el comercio deben estar compensados por el interés común.

([11]) DO S 206, 25.10.2003, nº 186003.

([12]) DO C 235 de 21.8.2001, p. 3.

(67) En la decisión de incoar el procedimiento la Comisión expresa sus dudas sobre la compatibilidad de la medida, concretamente sobre si la deficiencia del mercado en lo que respecta a las inversiones comprendidas entre 0,5 y 2 millones de GBP, que se identificó en la decisión de la Comisión sobre los Fondos de capital para empresas ([13]), aún es válida en el Reino Unido y particularmente en la región de West Midlands.

(68) Finalmente, la Comisión desea seguir investigando las diferencias entre Investbx y los mercados tradicionales, en especial Ofex. Anuncia un examen de la competencia con la LSE, el AIM y Ofex, así como con los proveedores de recursos ajenos. El propósito es verificar si los falseamientos de la competencia y las repercusiones sobre los intercambios son limitados a fin de garantizar que, en su conjunto, la medida no sea contraria al interés común europeo.

(69) Sólo tras tomar en consideración los comentarios de terceros podrá la Comisión decidir si la medida propuesta por el Reino Unido se dirige a resolver una deficiencia del mercado bien definida, y si afecta a la competencia y a las condiciones de los intercambios en una medida contraria al interés común.

4. OBSERVACIONES DE LOS INTERESADOS

(70) La Comisión recibió comentarios de veinte partes interesadas, de conformidad con el artículo 20, apartado 2, del Reglamento (CE) nº 659/1999 del Consejo ([14]). De estas veinte partes interesadas, diecisiete apoyaban la medida Investbx. Este apoyo procedía de empresas de las West Midlands, de la comunidad profesional y de los inversores de capital riesgo, de organizaciones empresariales de las West Midlands, de universidades y expertos del mundo académico de las West Midlands, de agentes de bolsa de las West Midlands, así como de una región europea. Aparte de Ofex, también JP Jenkins Stockbrokers y Quoted Companies Alliance presentaron comentarios críticos sobre la medida Investbx.

4.1. Comentarios favorables

(71) La mayoría de los diecisiete comentarios positivos confirmó la existencia de la deficiencia del mercado en la obtención de capital para inversiones de entre 0,5 y 2 millones de GBP, e incluso de hasta 3 millones, según una de las partes. Se indicó que la deficiencia del mercado se hallaba tanto en el lado de la demanda como en el de la oferta y que no la resolvían los inversores informales, ya que aportan cantidades más bajas, ni los fondos privados de capital riesgo, que se concentran en operaciones mayores, ni los mercados establecidos tales como el AIM u Ofex, que según se afirma se concentran en Londres y en las regiones del sudeste, mientras que no están interesados en el desarrollo de un mercado local en las West Midlands. Las PYME que utilizan las plataformas existentes se ven afectadas por el escaso interés de los inversores debido a las cantidades relativamente pequeñas de operaciones y a una menor cobertura consiguiente de los informes de la investigación sobre las PYME. Según varias partes, Investbx es útil y necesaria para paliar la deficiencia del mercado y para servir de puente hacia mercados establecidos, más maduros. Al ofrecer una posibilidad de salida, estimulará el interés de los inversores informales.

(72) Varias partes reafirman la necesidad de un mercado local que se concentre en la deficiencia del mercado no subsanada por los operadores más grandes y que se beneficie del conocimiento, la experiencia y las redes personales locales. Algunas partes mencionan que la ayuda estatal es necesaria dado que la aportación de capital por parte del sector privado falla a nivel local. Un estudio de caso concreto enviado por la universidad de Warwick destaca el caso de una PYME que tuvo que dirigirse al mercado australiano para obtener capital de crecimiento debido al déficit de financiación en las West Midlands y al alto coste que suponía la introducción en los mercados existentes. Se afirma que ya que para los inversores no es económicamente viable desplazarse regularmente a otras regiones para buscar operaciones y efectuar su seguimiento, Investbx mejorará la situación al obtener capital principalmente de los inversores locales, en especial de particulares con un elevado patrimonio. Se elogia a Investbx por su diseño innovador y rentable, con capacidad de contribuir a la competitividad de las PYME y mejorar la situación en las West Midlands después de una serie de crisis económicas, entre ellas el hundimiento de MG Rover.

(73) Las partes de otros Estados miembros expresan su apoyo a Investbx y creen que servirá de proyecto experimental del que podrán extraerse lecciones y buenas prácticas para otras regiones de las Comunidades Europeas.

4.2. Comentarios críticos

(74) Quoted Companies Alliance (en lo sucesivo «QCA») sostiene que una bolsa local diluiría la liquidez de otros mercados y que «*simplemente no entienden cómo una pequeña bolsa local podría cumplir con las (considerables obligaciones reglamentarias) sin que ello suponga un gran coste para los contribuyentes*».

(75) JP Jenkins, un agente de bolsa independiente que se limita a la ejecución de órdenes y se especializa en casar órdenes de compra y venta de acciones, afirma que Investbx será su competidor directo y que la ayuda estatal falseará la competencia y le supondrá un perjuicio.

(76) Jamie Whitehorn, director del departamento jurídico de Ofex, considera que la existencia de una presunta deficiencia del mercado del orden de 0,5 millones de GBP a 2 millones de GBP es falsa, e injustificadas las

([13]) Decisión de la Comisión C (2005)1144, (DO L 91 de 29.3.2006, p 16).

([14]) Reglamento (CE) nº 659/1999 del Consejo, de 22 de marzo de 1999, por el que se establecen disposiciones de aplicación del artículo 93 del Tratado CE (DO L 83 de 3.27.1999, p. 1).

razones aducidas por el Reino Unido. En cuanto a la información imperfecta tanto sobre la demanda como sobre la oferta, considera que no hay pruebas, en primer lugar, de la falta de información para las PYME sobre cómo tener acceso a las aportaciones de capital, en segundo lugar, de la incapacidad de las empresas de las West Midlands que tienen planes empresariales viables para obtener capital en Ofex o AIM, y en tercer lugar, de que los inversores carezcan de *«información adecuada y fiable sobre posibles empresas objeto de inversión»*.

(77) Según Ofex y QCA, las PYME que intentan obtener aportaciones de capital pueden recurrir actualmente tanto a Ofex como a AIM, JP Jenkins Limited, redes de agentes de bolsa y listas de direcciones de inversores. Además, podría obtenerse capital utilizando el registro de «inversores cualificados» que lleva la FSA.

(78) Ofex expresó su inquietud por que una parte de la información en la que se basa la evaluación preliminar de la Comisión es incompleta, obsoleta y/o incoherente con el funcionamiento en la práctica de los mercados de acciones británicos.

(79) Ofex considera que los estudios presentados por el Reino Unido en el contexto de los Fondos de capital para empresas a los que se refiere la Comisión están anticuados en lo que respecta al servicio prestado por Ofex. Durante los últimos dos años, el mercado Ofex ha mejorado radicalmente. Esto se ha reflejado en el número cada vez mayor de admisiones de PYME en Ofex en 2005 en comparación con 2004, correspondiendo todas las operaciones de obtención de capital a importes inferiores a 2 millones de GBP.

(80) Incluso si se asume la existencia de la deficiencia del mercado, Ofex sostiene que Investbx no resolvería los problemas subyacentes. Investbx no está en condiciones de paliar el déficit de información, ya que debido a las restricciones reglamentarias no podría proporcionar más información de la que está actualmente disponible en Ofex o el AIM. Los costes de transacción, es decir los honorarios profesionales y costes de gestión, son iguales en todos mercados y los honorarios de Ofex y de AIM solamente representan una pequeña proporción de los costes globales de la obtención de capital.

(81) Además, Ofex cree que la medida no es un instrumento apropiado, porque, si se cierra al cabo de cinco años, la plataforma de negociación desaparecerá y se perderá el contacto entre las PYME y sus accionistas. Por lo tanto, los inversores podrían quedar atrapados, lo que generaría incertidumbre al término del periodo quinquenal.

(82) Por otra parte, Ofex señala que un sistema basado en el sistema de subasta cuenta con limitaciones que hacen que sea menos adecuado para la negociación, en comparación con los sistemas basados en creadores de mercado. En primer lugar, para efectuar la venta se necesitaría una doble coincidencia entre el vendedor y el comprador en un momento concreto. En segundo lugar, dicho sistema no generará una cantidad de órdenes suficiente que permita informar de forma fidedigna a los inversores sobre el precio de las acciones. En cambio, el sistema de creadores de mercado permite efectuar las transacciones en cualquier momento.

(83) Ofex afirma que ella misma, el AIM y la LSE desempeñan plenamente la función de «ascensor». Según Ofex, o no se alcanzaría el objetivo anunciado de colmar la deficiencia de mercado observada para las PYME o/y existen ya varias alternativas competitivas en el mercado que ofrecen medios comparables de obtener capital.

(84) Además, Ofex alega que la ayuda estatal propuesta está destinada a los costes de funcionamiento de Investbx en lugar de a los costes empresariales de las PYME. Asimismo, la ayuda propuesta no beneficia ni a los posibles inversores en PYME ni a las PYME que intentan obtener capital, sino al vehículo, Investbx, a través del cual se instrumentan las medidas. Ofex considera significativo que el instrumento propuesto no opere, apartentemente, a través de un mecanismo reconocido en la Comunicación sobre capital riesgo.

(85) Ofex afirma que la ayuda propuesta no tendrá el supuesto efecto de incentivo. Si las empresas desean buscar capital y creen que la mejor manera de hacerlo es a través de una plataforma para la negociación de sus acciones, ya existen mercados para ello. Las empresas de las Midlands ya han utilizado estas plataformas.

(86) Además, haciendo referencia al informe del HM Treasury (Ministerio de Economía británico) *«Bridging the finance gap»* (diciembre de 2003), Ofex afirma que los inversores no se ven influenciados por la localización geográfica sino por la propuesta comercial propiamente dicha.

(87) Ofex reivindica que en su plataforma los pequeños inversores tienen acceso a, y suscriben, nuevas emisiones de acciones de PYME. Dada la proporción de empresas que obtienen importes de capital inferiores a 2 millones de GBP en Ofex, Investbx competirá directamente con ella, en vez de complementarla. Ofex está además preocupada por que Investbx podría excluir a otros proveedores a consecuencia del suministro de ayuda estatal a Investbx, a saber, desincentivando a otros posibles inversores de aportar capital adicional a otros mercados existentes o potenciales de negociación de acciones. Afirma que esto se debe a que la concesión de ayuda estatal liberaría a Investbx de la necesidad de lograr beneficios, lo que le permitiría adoptar un modelo de ingresos destinado simplemente a cubrir cualquier coste suplementario no cubierto por la ayuda estatal. En cambio, sus competidores (tales como Ofex) están financiados por inversores del sector privado que esperan un rendimiento financiero y por lo tanto dichos competidores necesitarían obtener un margen suficiente para generar beneficios. En este contexto se afirma que Investbx puede en realidad frenar la innovación en los mercados financieros. Se sugiere que una plataforma que cuenta con ayuda estatal y no persigue obtener beneficios no tendrá la misma necesidad comercial de mejorar sus servicios o de introducir nuevos servicios en beneficio de los usuarios.

(88) En resumen, Ofex sostiene que no se puede considerar que la medida de ayuda propuesta sea de interés común.

5. COMENTARIOS DEL REINO UNIDO

5.1. Comentarios a la decisión de iniciar el procedimiento

(89) En sus comentarios a la decisión de iniciar el procedimiento, las autoridades británicas sostienen que Investbx se basa totalmente en la premisa de la existencia de una deficiencia del mercado bien conocida en lo que respecta a la aportación de capital entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP en las West Midlands. A pesar del establecimiento de varios fondos de capital riesgo con apoyo público, se afirma que sigue existiendo escasez de financiación para las PYME. Las autoridades británicas observan que todas las pruebas disponibles llevan a la conclusión de que la deficiencia del mercado no será resuelta por el sector privado y por tanto la única manera de resolver este problema consiste en estimular el mercado mediante la intervención pública.

(90) Para resolver la deficiencia del mercado, se pretende que Investbx sirva de catalizador regional para el encuentro entre las PYME y los inversores a través de una plataforma de negociación de acciones en línea, a la que se suma un paquete de servicios complementarios que se centran en la obtención de fondos para las PYME. Según las autoridades británicas, no existe actualmente nada como Investbx en la Comunidad. Es un proyecto experimental innovador y único y ofrece beneficios potenciales a todas las regiones de la Comunidad, permitiéndoles observar sus logros en la resolución de la deficiencia del mercado y examinar si las bolsas regionales en línea de este tipo son viables y útiles para las economías regionales.

(91) Las autoridades británicas afirman que AWM seleccionó públicamente a The Share Centre, utilizando un procedimiento de selección a través del *Diario Oficial de la Unión Europea*, para encargarse de la explotación de Investbx. Además, se afirma que Ofex apoyó el proyecto tanto antes como inmediatamente después de no habérsele adjudicado el contrato para la explotación de Investbx. Además, se afirmó que el procedimiento de selección se llevó a cabo de manera objetiva y en ningún momento se ha puesto en duda su imparcialidad.

(92) Las autoridades británicas creen que Investbx atraerá una nueva clase de inversores y que en este sentido Investbx no competirá con Ofex para captar fondos. Investbx servirá de trampolín hacia mercados más maduros en vez de actuar como competidor.

(93) Las autoridades británicas declaran que actualmente no existen los servicios mejorados para inversores que se mencionan en la Decisión por la que se inicia el procedimiento. Por consiguiente no sería posible falsear la competencia. Las autoridades británicas dicen que Investbx pondrá a disposición del público acciones de nueva emisión, lo que no ocurre en los mercados más maduros, en los que este tipo de acciones se suelen poner a disposición de unas pocas instituciones.

(94) Las autoridades británicas confirman que Investbx tendrá un doble cometido (al servir de foro de debate y desarrollar actividades de negociación), que actualmente no desempeña ni Ofex ni ninguna otra organización. La estructura de Investbx elegida pretende salvaguardar el control efectivo de Investbx por AWM y garantiza que ningún beneficio de los fondos se filtrará a terceros y que todos los beneficios obtenidos por la venta de Investbx revertirán en último término a AWM si la empresa tiene éxito.

(95) El plan empresarial de Investbx prevé la captación de capital primario para un mínimo de 47 PYME en las West Midlands durante cinco años, obteniendo un mínimo de 70 millones de GBP. En comparación con Ofex, en su carta del 21 de noviembre de 2005 las autoridades británicas concluían que:

En el Reino Unido

— En los cinco años siguientes a 2000 solamente se obtuvieron a través de Ofex 43,3 millones de GBP de financiación primaria dentro de la horquilla de entre 0,5 y 2 millones de GBP para 39 empresas en el conjunto del Reino Unido.

— Si se descuenta la financiación secundaria del total de fondos obtenidos, las empresas de Ofex solamente obtuvieron cantidades modestas mediante emisiones primarias.

En las West Midlands

— Las 10 empresas basadas en las West Midlands que cotizan en Ofex representan solamente un 7 % del número total de empresas en Ofex (noviembre de 2005).

— Si se atiende solamente a las empresas radicadas en las West Midlands, durante el periodo quinquenal de 2001 a 2005 se obtuvo en Ofex un total de 12 millones de GBP (financiación primaria y secundaria), lo que representa únicamente un 4,1 % del total obtenido en todo el Reino Unido por Ofex. Más del 50 % de la financiación obtenida por Ofex para empresas basadas en las West Midlands correspondió a una única empresa.

— Solamente se han obtenido en Ofex 3,5 millones de GBP de financiación primaria para 5 empresas con sede en las West Midlands durante un periodo de

cinco años desde el año 2000. De las 20 nuevas admisiones a Ofex en 2004 sólo una correspondió a una empresa de las West Midlands.

(96) En su carta de 21 de noviembre de 2005, las autoridades británicas declaran que la actividad de obtención de fondos de Ofex abarca todo el Reino Unido, en contraste con Investbx, que se dirige claramente a una región, las West Midlands. Se afirma que, de más de 300 000 PYME existentes en las West Midlands, solamente 57 se negocian en el AIM, 10 en Ofex y entre 5 y 10 cuentan cada año con el apoyo de uno de los principales inversores de capital riesgo. Las autoridades británicas no están convencidas de que Ofex o cualquier otro proveedor tenga recursos o planes específicos para resolver la deficiencia del mercado en las West Midlands, ni de que estén dispuestos e interesados en hacerlo. Efectivamente, en dos reuniones separadas se invitó a los ejecutivos de Ofex a presentar sus planes para resolver la deficiencia del mercado en las West Midlands, pero Ofex no los presentó. Según las pruebas de que disponen, las autoridades británicas concluyen que Ofex no ha desempeñado anteriormente en modo alguno el cometido previsto por Investbx y no podrá hacerlo ni lo hará en el futuro. Las autoridades británicas concluyen que la creación de Investbx no perjudicará a Ofex en absoluto. Un objetivo primordial de Investbx es actuar como una especie de bolsa «vivero» en la que las empresas se familiarizarían con los requisitos que comporta la negociación en bolsa y se prepararían para una posible transición a los mercados establecidos.

(97) Según las autoridades británicas, no habrá ninguna transferencia de la ayuda a las PYME ni a los inversores. Las PYME contratarán asesores directamente y pagarán los precios de mercado por los servicios prestados por los asesores.

(98) Las autoridades británicas admiten que Investbx se beneficia de ayudas. Para que la ayuda pueda considerarse compatible, tiene que existir una deficiencia del mercado bien definida. Se considera que el déficit de financiación más importante para las pequeñas empresas se sitúa en la horquilla de entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP. Las autoridades británicas afirman que este dato se apoya en un gran número de estudios independientes, en asuntos anteriores tramitados por la Comisión, y también en las propias Directrices sobre capital riesgo. No han encontrado prueba alguna de que la evaluación de la deficiencia del mercado, que se corroboró en la Decisión sobre los Fondos de capital para empresas ([15]), haya cambiado desde entonces. Las autoridades británicas citan varias declaraciones de importantes operadores de la amplia comunidad profesional de las West Midlands, que defienden la necesidad de Investbx. Un inversor regional de capital riesgo sugirió que de entre 500 y 750 propuestas que recibe al año, menos del 1 % recibe financiación. La mayoría de las empresas rechazadas tienen planes empresariales viables y, aunque no sean adecuadas para inversiones de capital riesgo, pueden ser aptas para la negociación en Investbx. Para destacar que sigue existiendo un déficit inequívoco en el mercado, las autoridades británicas citan otros documentos (tales como el documento de consulta presupuestaria del HM Treasury «*Bridging the Finance Gap*», el documento de trabajo de la Presidencia británica publicado antes de la cumbre sobre capital riesgo y la encuesta de la Confederación Empresarial Británica sobre las tendencias de las PYME).

(99) Aunque inicialmente las autoridades británicas no excluían las transacciones de hasta 5 millones de GBP justificadas por una deficiencia del mercado que según ellas ascendía a este nivel, en una etapa posterior del procedimiento confirmaron que las transacciones en Investbx durante los cinco años iniciales tendrían un límite máximo de 2 millones de GBP por año y se notificaría a la Comisión cualquier transacción superior a esta cifra.

(100) Según las autoridades británicas, el instrumento de ayuda notificado se centra en la deficiencia del mercado, y la manera en que aborda esta dificultad va más allá de los medios tradicionales. Investbx está concebido para ser complementario de los otros proveedores de financiación y para atraer y utilizar en beneficio de las PYME una nueva fuente de financiación. Las autoridades británicas consideran que el efecto de incentivo del proyecto es evidente, en el sentido de que sin la intervención pública no se crearía Investbx.

(101) Las autoridades británicas consideran que la creación y financiación inicial de Investbx no falsearán la competencia y contribuirán en buena medida a corregir una deficiencia del mercado que actualmente no se está abordando. Incluso aunque pudiera afirmarse que la medida puede crear un falseamiento, el limitado importe de financiación durante un máximo de cinco años, combinado con el hecho de que el impacto de Investbx se limitará solamente a una región del Reino Unido, supone que un falseamiento de esta índole se ve contrarrestado con creces por los posibles beneficios para todas las regiones de la Comunidad. Al final del periodo quinquenal Investbx debe ser autónoma y cuando se venda, como se espera, cualquier beneficio obtenido revertirá a AWM.

(102) Las autoridades británicas consideran que Investbx tendrá un posible efecto limitado sobre la competencia y ningún efecto discernible en el comercio, ya que sólo operará en una de las nueve regiones inglesas. Será, pues, un operador regional, por lo que, por definición, no puede falsear ninguna actividad económica fuera de las West Midlands. Además, si Investbx tiene éxito, los proyectos similares en otras zonas de la Comunidad atraerían el interés de sector privado y no necesitarían intervención pública.

(103) Si el proyecto tiene éxito y la deficiencia del mercado se resuelve, esta habrá sido una manera excelente de lograrlo con un mínimo de gasto público o de falseamiento de la competencia. Si el proyecto fracasa, no se habrá falseado la competencia, sino que se comprobará que el modelo Investbx no es un medio viable de abordar la deficiencia

([15]) Asunto nº C 17/2004 — Reino Unido — «Fondos de capital para empresas», DO L 91, 29.3.2006, p. 16.

del mercado o que la manera en que AWM ha intentado aplicar el modelo no era la adecuada y que hay que estudiar un planteamiento alternativo.

5.2. **Observaciones del Reino Unido sobre los comentarios críticos de terceros**

(104) Con respecto a los comentarios de JP Jenkins, las autoridades británicas distinguen claramente entre Investbx y esta empresa. Declaran que JP Jenkins Stockbrokers opera con arreglo a un modelo empresarial totalmente diferente del de Investbx. JP Jenkins Stockbrokers es un creador de mercado y agente de bolsa que se limita a la ejecución, mediante la concertación de órdenes fuera del mercado sobre valores no cotizados. Este mercado carece de obligación reglamentaria alguna. El objetivo principal de Investbx es obtener fondos para las PYME; JP Jenkins Stockbrokers no desempeña esta función.

(105) Las autoridades británicas respondieron a los comentarios de QCA y Ofex del siguiente modo.

(106) La notificación de la ayuda estatal enviada por las autoridades británicas el 26 de julio de 2005 presenta una descripción fáctica y exhaustiva de la deficiencia del mercado. Además se citan estudios que demuestran que la deficiencia de mercado es permanente, tales como: Ministerio de Economía, *Pre-Budget Report on 5 December 2005*; Ministerio de Comercio e Industria — Agencia para les pequeñas empresas (DTI — Small Business Service), *A Mapping study of Venture Capital Provision*; Confederation of British Industry, *Enabling the Enterprise evolution*. Hay más de 300 000 PYME en las West Midlands y por término medio durante los últimos cinco años solamente una de ellas se ha adherido cada año a Ofex. Del mismo modo, aunque ya existe una red de inversores privados, las observaciones de terceros sugieren que las PYME necesitan un instrumento adicional de financiación que añada el peldaño que falta en la escalera de financiación, ya que está demostrado que el paso que hay que dar para acceder al mercado establecido es demasiado oneroso para su actual etapa de desarrollo.

(107) Las autoridades británicas reconocen que son los costes totales globales de transacción los que a menudo impiden que las PYME obtengan fondos en los mercados establecidos. Los comentarios de terceros destacan que se considera que el coste de la introducción en bolsa representa una proporción demasiado alta de los fondos obtenidos. La intervención de las autoridades británicas ha hecho posible que empresas profesionales locales competidoras trabajen conjuntamente en un proceso adecuado de negociación en un sistema alternativo y en la preparación de modelos estándar, que reducen el coste de la obtención de fondos. El coste global no debería ser un obstáculo para la adhesión a Investbx.

(108) Según las autoridades británicas, en los mercados maduros que atraen la inversión institucional se dispone de información sobre las acciones extraída de los informes de investigación. Esta información se refiere a las acciones que puedan interesar a los inversores institucionales, y será además utilizada por los equipos de ventas de los agentes de bolsa para crear interés por esas acciones entre las instituciones y generar operaciones. Sin embargo dicha información no está disponible para los inversores individuales. Peor aún, las instituciones financieras no están interesadas en las acciones de las empresas más pequeñas, ya que el volumen de acciones disponibles es insuficiente para que puedan hacerse con una posición significativa. Por el contrario, Investbx proporcionará datos sobre las acciones de PYME, pero además las PYME encargarán estudios independientes a precios de mercado para suministrar al inversor información detallada sobre la empresa que contribuya a su decisión de invertir.

(109) En respuesta al argumento de que Investbx diluiría la liquidez, las autoridades británicas declaran que «*hace 25 años la tecnología del mercado no podía apoyar mercados geográficamente diferentes, ya que se entendía que la cotización de unas mismas acciones en mercados diferentes fragmentaría la liquidez del mercado. Sin embargo, el advenimiento de Internet ofrece la oportunidad de invertir la situación y canalizar el dinero de los inversores regionales a las empresas locales, en beneficio de la región*.» Una bolsa de las West Midlands no fragmentaría la liquidez sino que fomentaría la concentración de liquidez al movilizar un mayor volumen de acciones a un único precio de negociación con carácter semanal o mensual.

(110) En respuesta al comentario sobre la protección de los inversores, las autoridades británicas exponen las medidas de protección de los inversores existentes en el Reino Unido y que se aplican a los inversores en Investbx. Las empresas adheridas a Investbx deben cumplir un conjunto de requisitos reglamentarios y de divulgación apropiados para un sistema de negociación alternativo. Según se ha señalado anteriormente, Investbx cumplirá las obligaciones de la FSA sobre protección de los inversores mediante un servicio bien implantado de cumplimiento de los requisitos, externalizado a The Share Centre, que supervisará todos los aspectos del funcionamiento de Investbx a este respecto. La empresa regulada por la FSA, The Share Centre, supervisará el funcionamiento de Investbx y garantizará que ésta aplique las buenas prácticas apropiadas establecidas en el Código de conducta empresarial de la FSA. Además de la información obligatoria, Investbx ofrecerá a los inversores mucha más información sobre las PYME de la que suele ser posible. Esta información queda fuera del régimen reglamentado y demuestra el planteamiento innovador de Investbx.

(111) Los sistemas basados en subastas son una alternativa reconocida a los sistemas basados en cotizaciones y se adaptan mejor a la negociación de menores volúmenes de acciones, según se demuestra en el informe del Dr. Robert Huggins titulado «*Regional Stock exchanges in the UK*». El inversor al que se dirigen las PYME que cotizan en Investbx

se interesa en oportunidades a medio y largo plazo y de ello se deriva la importancia del suministro de más información sobre las perspectivas de la empresa. Este perfil de inversor no necesita la misma capacidad de negociar continuamente que un inversor institucional. Sin embargo, los datos relativos a la siguiente subasta pueden consultarse, y las acciones pueden negociarse, 24 horas al día y 7 días por semana hasta el momento de la subasta.

(112) La estructura del accionariado de Ofex está compuesta fundamentalmente por agentes de bolsa e instituciones financieras que utilizan y se benefician considerablemente del sistema de creador de mercado basado en cotizaciones. Según lo demuestran los datos proporcionados sobre Ofex, para mantener la capacidad de negociar en cualquier momento en un mercado basado en cotizaciones, pueden registrarse amplios diferenciales de hasta el 75 %. En cambio, el modelo de Investbx facilita la concertación de compradores y vendedores en un precio único, lo que beneficiará tanto a las PYME, que podrán negociar pequeños volúmenes de acciones, como a los inversores, que no tendrán que soportar el diferencial entre el precio de compra y de venta.

(113) Las autoridades británicas sugieren que Ofex se está convirtiendo en un mercado más maduro. En recientes declaraciones de prensa Ofex ha reconocido que había conseguido capital para financiar los cambios de su plataforma de negociación para facilitar la negociación de acciones en competencia directa con el AIM y la LSE. La nueva plataforma da a Ofex la capacidad de negociar volúmenes sustancialmente mayores de ciertos valores admitidos y no admitidos a cotización, cuya cotización se determina en otros mercados londinenses.

(114) Las autoridades británicas sostienen que, en caso de que hubiera que cerrar Investbx, los inversores no quedarían atrapados. La salida del proyecto Investbx se define en el acuerdo de subvención. Si hubiera que cerrar Investbx, la negociación de las PYME podría continuar en la plataforma de The Share Centre en las mismas condiciones.

(115) Las autoridades consideran que la ayuda a Investbx es el mínimo necesario para solvertan la deficiencia del mercado en la aportación de capital para las PYME en las West Midlands. Investbx no concederá fondos directamente; no hará discriminación en la selección de las PYME en función de su rendimiento subsiguiente y de su valoración en la plataforma de negociación Investbx. Investbx no recibe ninguna remuneración basada en la valoración futura de una PYME, a diferencia de un inversor de capital riesgo. Sin la ayuda, el proyecto no se llevará a cabo. Es una iniciativa demasiado arriesgada para emprenderla con apoyo meramente privado, ya que este modelo empresarial carece de precedentes.

(116) Las autoridades británicas no admiten que un modelo de empresa sin ánimo de lucro pueda frenar la innovación en los mercados financieros. Las autoridades británicas desearían que Investbx crease y asentase una nueva actividad empresarial rentable, pero afirman que en sus fases iniciales no será rentable, motivo por el que se necesita la subvención. Sin embargo, ello no es óbice para que deba obtener beneficios si quiere llegar a autofinanciarse y ser viable a largo plazo, una vez finalice la financiación limitada de AWM. La diferencia es que los beneficios se reinvertirán en vez de revertir a los accionistas. Las autoridades británicas evaluarán Investbx en función de su capacidad de obtener resultados y de ofrecer comercialmente nuevos servicios a las PYME radicadas en las West Midlands.

6. **EVALUACIÓN DE LA MEDIDA**

(117) La Comisión ha examinado la medida a la luz del artículo 87 del Tratado CE y en especial sobre la base de las Directrices sobre capital riesgo. A continuación se exponen los resultados de esta evaluación.

6.1. **Legalidad**

(118) Las autoridades británicas notificaron la medida. Declararon que Investbx no se ha constituido, no ha empezado a operar y no ha recibido subvención o fondo alguno.

(119) Las autoridades británicas declararon además que AWM seleccionó una persona para el futuro cometido de director general de Investbx, sin embargo esta persona trabaja actualmente como miembro del personal de AWM en varios proyectos, entre ellos el trabajo preparatorio de Investbx. Se ha comenzado la tarea preparatoria del desarrollo del futuro portal del sitio Internet de Investbx. Debido a un problema técnico, se podía acceder a este sitio, que estaba claramente identificado como sitio en construcción. Este problema se ha resuelto y se ha bloqueado el acceso público.

(120) Investbx todavía no se ha constituido como empresa y no ha recibido ninguna financiación. Por lo tanto, aún no se ha concedido ninguna ayuda.

(121) Las autoridades británicas se comprometieron a no conceder la ayuda antes de su aprobación por la Comisión. Por lo tanto, han cumplido sus obligaciones de conformidad con el artículo 88, apartado 3, del Tratado CE.

6.2. **Existencia de ayudas estatales**

(122) Tras la decisión de incoar el procedimiento, se comprobó la presencia de la ayuda a tres niveles: al nivel de

— Investbx como mercado,

— los inversores, y

— las PYME objeto de la inversión.

La presente evaluación se hará según las Directrices sobre capital riesgo.

6.2.1. *Ayuda a nivel de Investbx*

(123) La inversión y los gastos de funcionamiento se financiarán mediante recursos estatales a través del organismo público de desarrollo AWM. Según las autoridades del Reino Unido, ningún inversor privado estaba interesado en invertir en Investbx. En condiciones normales de mercado, el capital inicial recibido en forma de subvención no se habría obtenido en las mismas condiciones favorables. Esta es la razón por la que la aportación de financiación no corresponde al comportamiento de un inversor privado en el mercado. Investbx recibe así la financiación que de lo contrario no podría obtener de fuentes del sector privado a precios de mercado. Por consiguiente, la empresa Investbx recibe una ventaja mediante recursos estatales. Como la medida puede tener efectos en otros proveedores de servicios financieros, concretamente en Ofex, según se examina más adelante, la medida puede falsear la competencia. Por lo general la aportación de capital y la prestación de los servicios conexos puede ser transfronteriza. Esto se demuestra mediante el ejemplo presentado por la universidad de Warwick, al citar una PYME de las West Midlands que recibió financiación en el mercado australiano, y por los esfuerzos de Ofex para ofrecer sus servicios en el extranjero. Aunque es poco probable que las PYME de las West Midlands que necesiten aportaciones de capital de hasta 2 millones de GBP soliciten y reciban servicios del extranjero, no puede excluirse esta posibilidad. Por tanto la medida puede afectar al comercio intracomunitario. Así pues. la medida contiene ayuda a Investbx en el sentido del artículo 87, apartado 1, del Tratado CE.

6.2.2. *Ayuda a nivel de los inversores*

(124) Investbx ofrece un sistema de subasta en línea que da la posibilidad de invertir en PYME a todos los inversores, ya sean institucionales o privados. Los inversores podrían beneficiarse de la disponibilidad de información y servicios, por parte de Investbx, que de lo contrario no recibirían. Cualquier inversor interesado, a menos que la legislación sobre la protección de los inversores lo excluya, podrá utilizar Investbx en las mismas condiciones. No hay ningún umbral mínimo para las inversiones realizadas por un único inversor. Por lo tanto, independientemente de que la medida conceda una ventaja a los inversores, no es selectiva a este nivel y por lo tanto no constituye ayuda para los inversores en el sentido del artículo 87, apartado 1, del Tratado CE.

6.2.3. *Ayuda a nivel de las PYME*

(125) Las PYME se beneficiarán de la medida, ya que podrán obtener capital privado en acciones ordinarias en condiciones que de lo contrario no se darían en el mercado. Ningún operador de mercado ofrece actualmente el paquete de servicios prestados por Investbx. El hecho de que los inversores privados no estén dispuestos a desarrollar una empresa equivalente a Investbx demuestra que el proyecto es arriesgado. Esta actividad implica unos gastos generales importantes, que sólo pueden financiarse si Investbx puede alcanzar un determinado volumen de actividad; sin embargo, no es seguro que se vaya a alcanzar este volumen. Normalmente el precio que las empresas objeto de la inversión deben pagar debería reflejar este alto riesgo. Aunque la mayoría de los servicios que Investbx ofrece se externalizan a proveedores del mercado e Investbx recibe un margen de beneficio por aquéllos, el precio que Investbx cobra a las empresas objeto de inversión por el paquete de servicios prestados es demasiado bajo para asegurar que cubra sus gastos generales durante el periodo inicial de hasta cinco años, o hasta que una masa crítica de empresas utilice sus servicios. Ningún inversor del mercado aceptó esta propuesta. Por lo tanto, la medida puede conferir una ventaja a las PYME que utilizan Investbx para obtener financiación, ya que, debido a la estructura de precios de Investbx, cabe afirmar que las PYME reciben servicios en condiciones más favorables que las que ofrecerían individualmente los operadores del mercado existentes. El Reino Unido ha indicado que los servicios relacionados con el uso de una plataforma de negociación, el sistema de accionariado de los empleados, la cuenta de participación, la investigación independiente y los servicios de comercialización se externalizarán a operadores privados en condiciones de mercado. La ventaja se deriva del hecho de agrupar estos servicios, así como de obtener fondos de inversores interesados en las PYME de las West Midlands. Esta ventaja se concede a partir de recursos estatales, pues son la creación y el funcionamiento de Investbx con financiación estatal lo único que hace posible que Investbx preste servicios que de lo contrario el mercado no prestaría en las mismas condiciones. Como es probable que las empresas objeto de inversión operen en mercados abiertos a la competencia a escala comunitaria, la medida puede falsear la competencia y afectar al comercio intracomunitario. En conclusión, las PYME objeto de inversión recibirán ayuda en el sentido del artículo 87, apartado 1, del Tratado CE.

6.3. **Compatibilidad de la medida**

(126) Siempre que la medida constituya ayuda estatal en el sentido del artículo 87, apartado 1, del Tratado, su compatibilidad debe evaluarse teniendo en cuenta las excepciones previstas en el artículo 87, apartados 2 y 3, del Tratado. En el presente asunto, no se aplican las excepciones previstas en el artículo 87, apartado 2, del Tratado, que se refieren a las ayudas de carácter social concedidas a consumidores individuales, las ayudas destinadas a reparar el daño causado por desastres naturales u otros acontecimientos excepcionales y las concedidas en determinadas regiones de la República Federal de Alemania. La medida tampoco puede acogerse a la excepción del artículo 87, apartado 3, letra a), del Tratado, relativa a las ayudas destinadas a favorecer el desarrollo económico de regiones en las que el nivel de vida sea anormalmente bajo o en las que exista una grave situación de subempleo. De la misma manera, la medida no se puede considerar destinada a fomentar la realización de un proyecto importante de interés común europeo o a poner remedio a una grave perturbación en la economía del Reino Unido, conforme a lo dispuesto en el artículo 87, apartado 3, letra b), del Tratado; tampoco tiene por objeto promover la cultura y la conservación del patrimonio, tal y como establece el artículo 87, apartado 3, letra d).

(127) El artículo 87, apartado 3, letra c) permite autorizar las ayudas destinadas a facilitar el desarrollo de determinadas actividades o de determinadas regiones económicas, siempre que no alteren las condiciones de los intercambios en forma contraria al interés común. La Comisión observa que la medida que nos ocupa pretende crear un mercado y conceder ayuda durante cinco años a la plataforma de negociación en línea para inversores y PYME. De este modo, la medida pretende instaurar un vehículo de inversión que pueda facilitar la concertación entre los inversores y las PYME que buscan financiación, mejorando así el acceso de éstas al capital riesgo.

(128) El artículo 87, apartado 3, letra c) del Tratado se aplica en el ámbito del capital riesgo según las Directrices sobre capital riesgo. Estas Directrices se aplican a todas las medidas de capital riesgo notificadas sobre las que la Comisión debe adoptar una decisión después de la publicación de las Directrices en el *Diario Oficial de la Unión Europea*, incluso cuando las medidas, como en el presente caso, se hayan notificado antes de dicha publicación ([16]). Investbx facilita la concertación entre los inversores y las PYME que buscan financiación, mejorando así el acceso de éstas al capital riesgo. Por lo tanto, es un vehículo de inversión en el sentido del punto 5.1.f) de las Directrices sobre capital riesgo. Según dicho punto las medidas que constituyan ayuda a un vehículo de inversión están sujetas a una evaluación detallada conforme a la sección 5 de las Directrices. Al evaluar la compatibilidad de la medida conforme a dicha sección, la Comisión se atiene al planteamiento anunciado en el Plan de acción de ayudas estatales ([17]) que se pormenorizó y se concretó en las subsecciones 5.2, 5.3 y 5.4 de las Directrices sobre capital riesgo. La Comisión evaluará si la medida de ayuda está dirigida a un objetivo de interés común bien definido, en especial a corregir la deficiencia del mercado, si la ayuda es apropiada para lograr el objetivo de interés común identificado, si es necesaria y tiene un efecto de incentivo, si es proporcional y si los falseamientos de la competencia y el efecto en el comercio son limitados, para asegurarse de que la medida de ayuda no es, en definitiva, contraria al interés común. La Comisión examinará los diferentes elementos positivos y negativos. Según el punto 5, párrafo segundo, de las Directrices sobre capital riesgo, ningún elemento es esencial ni se puede considerar que un conjunto de ellos baste por sí solo para garantizar la compatibilidad. En algunos casos, su aplicabilidad, y la importancia que se les dé, puede depender de la forma de la medida.

(129) Ninguno de los otros reglamentos marcos o directrices vigentes sobre ayudas estatales es aplicable. Es cierto que algunas zonas de las West Midlands pueden acogerse a la excepción del artículo 87, apartado 3, letra c), del Tratado CE ([18]), y la Comisión también es consciente de que esta región ha sufrido la crisis de la empresa Rover. Sin embargo, la subvención a Investbx no es una solicitud de ayuda al desarrollo regional.

6.3.1. *¿Tiene la medida de ayuda un objetivo de interés común bien definido?*

(130) Según el punto 5.2.1 de las Directrices sobre capital riesgo la Comisión evalúa si la medida de ayuda aborda una deficiencia del mercado bien definida. Para las medidas que afectan específicamente a un vehículo de inversión, la Comisión exige pruebas adicionales de la deficiencia del mercado. Estas pruebas deben basarse en un estudio que refleje el nivel de la deficiencia del mercado y deben referirse al suministro de capital riesgo y a la importancia del sector del capital de especulación.

(131) Tal como se recoge en el punto 1.3.2 de las Directrices sobre capital riesgo, la Comisión considera que la principal fuente de deficiencias del mercado en los mercados del capital riesgo es la asimetría de la información. En lo que respecta al acceso al capital de las empresas pequeñas y jóvenes, las principales dificultades de la obtención de capital son los altos costes de transacción y agencia, así como la aversión de los inversores al riesgo inherente a las inversiones de capital riesgo. Generalmente la deficiencia del mercado surge cuando, debido a la ineficacia de la adaptación de la oferta y la demanda de capital riesgo, el nivel del capital riesgo se restringe en exceso y las empresas no obtienen financiación pese a tener un modelo empresarial válido y perspectivas de crecimiento.

(132) El objetivo de la presente medida de ayuda es abordar una deficiencia del mercado en la obtención de capital para las PYME en la horquilla de entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP en la región de las West Midlands.

(133) Para demostrar que el nivel de capital de riesgo en esta horquilla es limitado, a pesar de que existe una demanda de financiación de capital por parte de empresas viables, el punto 5.2.1 de las Directrices sobre capital riesgo enumera un conjunto orientativo de elementos. En la presente evaluación de la deficiencia del mercado, la Comisión toma especialmente en consideración la rentabilidad de las inversiones de capital privado, el desarrollo de la inversión de capital privado en el Reino Unido durante los últimos años y la distribución de la inversión por categorías de importes, en relación con la horquilla declarada de la deficiencia del mercado. La Comisión también examina los datos relativos a la región de las West Midlands, en especial el reparto regional de las inversiones de capital privado, la

([16]) Directrices sobre capital riesgo, punto 7.2, tercer párrafo.

([17]) Comunicación de la Comisión COM (2005) 107 final de 7. junio 2005.

([18]) Decisión de la Comisión de 26. julio 2000 relativa a la ayuda estatal nº N 265/2000 — Reino Unido — Mapa de ayudas con finalidad regional para el periodo 2000 — 2006 (DO C 272, 23.9.2000, p. 43).

demanda de financiación de capital y hasta qué punto los mercados de capitales establecidos cubren esta demanda. A este efecto, la Comisión analiza los estudios presentados por las autoridades británicas.

(134) Se observa además que la medida también supondrá ayuda para una región que experimenta cambios estructurales, mediante la creación de un mercado de acciones regional en línea para las PYME.

6.3.1.1. ***Pruebas de la deficiencia del mercado que debe abordar la medida***

(135) El objetivo de Investbx es la obtención de capital en la región de West Midlands para cubrir necesidades de inversión dentro de la horquilla de entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP. Según el Reino Unido y muchos comentarios de terceros, esta es la horquilla dentro de la cual los operadores del mercado consideran que la deficiencia del mercado es más grave. Consideran que esta horquilla engloba inversiones de importe demasiado elevado para la mayoría de los inversores informales, tales como los denominados «*Business Angels*» cuyos recursos financieros son limitados ([19]), y demasiado baja para la mayor parte de los inversores formales de capital riesgo, que estiman que el coste de la evaluación de las inversiones potenciales es prohibitivo cuando una empresa sólo necesita una modesta aportación de capital ([20]). Conforme a las previsiones financieras de Investbx, según las autoridades británicas, se espera que el importe medio de la financiación sea de 1,66 millones de GBP en el quinto año de actividad.

(136) En su decisión sobre los Fondos de capital para empresas ([21]), la Comisión concluyó que existía en el Reino Unido una deficiencia del mercado en la horquilla de entre 250 000 GBP (357 000 €) y 2 millones de GBP (2,9 millones de €), según los datos de la *Performance Measurement Survey* 2003 ([22]) y del *Report on Investment Activity* 2003 ([23]), y a tenor de la información proporcionada por el Reino Unido y de los comentarios de terceros que confirmaron la existencia de la deficiencia del mercado.

(137) Según las autoridades británicas, la deficiencia del mercado existe en el Reino Unido y particularmente en las West Midlands, y esta afirmación se apoya en los siguientes datos, tal como se recoge en un informe elaborado por ECOTEC ([24]):

— las sociedades de capital inversión no pueden lograr el necesario nivel de rentabilidad con inversiones inferiores a 2 millones de GBP;

— la deficiencia del mercado en la horquilla de 250 000 GBP a 2 millones de GBP es real y apareció a partir de 1999/2000, cuando el capital riesgo se desplazó a operaciones de mayor envergadura;

— se registran muy pocas inversiones de capital privado en la horquilla de entre 250 000 GBP y 2 millones de GBP;

— existe, por parte de las PYME, una demanda significativa de financiación dentro de esta horquilla de deficiencia del mercado.

6.3.1.1.1. *Rendimiento para los inversores de capital privado y de capital riesgo en el Reino Unido*

(138) La rentabilidad de las inversiones de capital privado y de capital riesgo en diversas categorías de inversión es un indicador para el análisis de la deficiencia del mercado, pues la baja rentabilidad de las inversiones en la horquilla a la que afecta la deficiencia del mercado hará que los inversores opten por grandes inversiones más rentables. Según los últimos datos de la British Venture Capital Association (Asociación británica de capital riesgo, en lo sucesivo denominada «BVCA») ([25]), en 2004 la evolución de la rentabilidad de las inversiones de capital privado y de capital riesgo en el Reino Unido ha sido la siguiente. Al igual que en 2003, las adquisiciones de empresas por sus directivos (en adelante management buy-out «MBO») de dimensión media (con un capital invertido de 10 millones de GBP a 100 millones de GBP) y las MBO grandes (con un capital invertido de más de 100 millones de GBP) han dado una rentabilidad muy superior a corto y medio plazo que en el caso de las inversiones iniciales y de desarrollo. (Por ejemplo, en 2004 la rentabilidad a tres años de las inversiones iniciales fue de - 13,2 %, la de las inversiones en la fase de desarrollo, de - 5,3 %, mientras que las MBO medianas y grandes alcanzaron el 13,7 % y el 16,1 % respectivamente.) Como consecuencia, de las inversiones de capital privado, las MBO superiores a 10 millones de GBP son más atractivas para los inversores que las inversiones en las fases inicial o de desarrollo.

([19]) Los inversores informales suelen invertir entre 10 000 GBP y 250 000 GBP en las fases de lanzamiento o inicial de empresas con potencial de crecimiento. CBI: «*Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution*» (julio de 2006).

([20]) Ministerio de Economía «*Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses*» (diciembre de 2003).

([21]) Ayuda estatal C 17/2004, DO L 91, de 29.3.2006, p. 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 & Consulting Limited. «*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand*» (2004).

([25]) PricewaterhouseCoopers: «*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2004*"(2005) y" *BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*» (2006).

(139) Aunque en el informe de 2005 de la BVCA sobre la rentabilidad de las inversiones de capital privado y de capital riesgo en el Reino Unido se utilizaba una metodología diferente ([26]), la rentabilidad a medio plazo de las inversiones en la fase inicial y en la fase de desarrollo seguía siendo negativa. La rentabilidad a medio plazo de las inversiones en las fases de desarrollo y de las MBO pequeñas ha sido muy inferior a la de las MBO medianas y grandes.

6.3.1.1.2. *Actividad de inversión de capital privado en el Reino Unido*

(140) Según el estudio de la BVCA sobre la actividad de inversión de capital privado en el Reino Unido ([27]), en 2005 la dimensión media de la inversión en el Reino Unido creció hasta alcanzar un nivel de 5,2 millones de GBP, (en comparación con 4,1 millones de GBP en 2004; 3,2 millones en 2003; 3,7 millones en 2002 y 3,6 millones en 2001).

(141) Según el estudio previamente mencionado de la BVCA, el importe del capital privado obtenido por las empresas británicas aumentó sustancialmente con respecto a los años anteriores (6 813 millones de GBP en 2005; 5 336 millones en 2004; 4 074 millones en 2003). Sin embargo, la cantidad invertida en la horquilla de 0,5 a 2 millones de GBP no registró un aumento semejante sino que, al contrario, disminuyó en 2005 (313 millones de GBP en 2005; 330 millones en 2004 y 286 millones en 2003). En 2005, un 2 % del importe total de capital privado recibido por las empresas británicas correspondió a inversiones inferiores a 0,5 millones de GBP, un 5 % se invirtió en la horquilla de 0,5 a 2 millones de GBP y el 94 % restante correspondió a inversiones superiores a 2 millones de GBP. La proporción de importes invertidos en la horquilla de 0,5 a 2 millones de GBP en relación con las inversiones totales fue menor en 2005 que en los años anteriores (5 % en 2005, 6 % en 2004, 7 % en 2003, 10 % en 2002 y 2001).

(142) En términos de número de empresas objeto de inversiones, la proporción de éstas en la horquilla de 0,5 a 2 millones de GBP en relación con el número total de empresas en las que se invierte también muestra una tendencia a la baja en el Reino Unido (23 % en 2005, 25 % en 2004, 25 % en 2003, 30 % en 2002 y 31 % en 2001) según el estudio de la BVCA. En términos absolutos, en 2005 el número de empresas objeto de inversiones en la horquilla de 0,5 a 2 millones de GBP fue el más bajo de los últimos cinco años (302 en 2005, 321 en 2004, 317 en 2003, 361 en 2002 y 399 en 2001).

(143) Las autoridades británicas han citado varios informes y encuestas que reflejaban la existencia de la deficiencia del mercado en el Reino Unido, tales como:

— documento de consulta presupuestaria del Ministerio de Economía británico «*Bridging the Finance Gap*» ([28]) que confirmaba el déficit en la horquilla de 0,5 a 2 millones de GBP. El informe se basaba en encuestas y datos de la BVCA y hacía referencia a estudios académicos ([29]). Por lo que se refiere a las encuestas, el 97 % de los encuestados en la consulta «*Bridging the Finance Gap*» coincidían en que las PYME seguían haciendo frente a una deficiencia significativa del mercado, y muchos de ellos sostuvieron que la gravedad de la diferencia variaba según el tamaño, el sector y la fase de desarrollo de la empresa. «*Las respuestas a la consulta "Bridging the Finance Gap" dejaban claro que sigue existiendo un grupo clave de pequeñas y medianas empresas (PYME) que no son aptas para financiarse mediante recursos ajenos y que actualmente no pueden tener acceso a la financiación de capital que necesitan para prosperar. Las empresas que buscan modestos importes de inversión para modernizar o diversificar sus actividades también se ven afectadas*». El informe sostiene que algunas PYME «no son aptas para financiarse mediante recursos ajenos» y cuando una empresa aún no genera suficientes ingresos para pagar los intereses sobre su deuda y/o la empresa está desarrollando nuevas tecnologías o productos con un potencial de crecimiento importante pero también con un considerable riesgo, la obtención de fondos propios puede ser una forma de financiación más adecuada. Según sostiene el informe, los inversores de capital pueden encontrarse con unos costes significativos a la hora de determinar las oportunidades de inversión adecuadas, en especial por lo que se refiere a los costes de búsqueda, de gestión y de supervisión de las inversiones en las empresas más pequeñas y más jóvenes. «*En comparación con las grandes empresas que cotizan en mercados bursátiles públicos, el flujo de información sobre empresas pequeñas no cotizadas que*

([26]) En el informe de 2005, las estadísticas se dividían entre los fondos que cerraron por primera vez antes y después de 1996. Los fondos que cerraron por primera vez después de 1996 se clasificaban a su vez por tipos de riesgo (que incluían las fases de puesta en marcha, inicial y de expansión), MBO pequeñas (MBO/MBI inferiores a 10 millones de GBP e inversiones en la etapa de expansión), MBO medianas (MBO/MBI de 10 a 100 millones de GBP) y MBO grandes (MBO/MBI superiores a 100 millones de 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*» (diciembre de 2003).

([29]) Harding, R. Cowling, M. y Murray, G.: «*Assessing the Scale of the Equity Gap: Report to H.M. Treasury and Small Business Service*» (noviembre de 2003), y ECOTEC: «*Advantage Enterprise and Innovation Fund: Analysis of Market Demand, a final report to Advantage West Midlands*» (2004).

buscan inversión es limitado.» El informe sostiene que, debido a la asimetría de la información, los posibles inversores no pueden conocer correctamente el perfil de riesgo y beneficio de las empresas y pueden llegar a ser reacios a invertir en capital riesgo. El informe concluye que los altos costes de transacción y los costes proporcionalmente mayores de obtención de información acerca de las empresas más pequeñas hacen que los inversores centren su atención en las inversiones de mayor envergadura. Los obstáculos estructurales que entorpecen la aportación de fondos y de asesoramiento especializado en materia de capital riesgo a las empresas más pequeñas y con más riesgo hacen pensar que esos inversores trasladarán su interés hacia operaciones de mayor alcance y para fases más avanzadas.

— La investigación de ECOTEC ([30]) corroboró que existía una deficiencia del mercado en cuanto a la cobertura de las necesidades de inversión de entre 0,5 y 5 millones de GBP y que las limitaciones más importantes correspondían a las empresas que necesitaban hasta 2 millones de GBP de capital de crecimiento.

— Los recientes informes de la Confederation of British Industry (Confederación Empresarial Británica, en lo sucesivo denominada la «CBI») concluyen que sigue habiendo una clara diferencia en el acceso a la financiación. «*Aún existen deficiencias y anomalías de mercado en el sistema que es necesario abordar. (…) Durante los últimos años, existen pruebas de que existe una deficiencia del mercado cada vez mayor en la horquilla de 500 000 GBP a 3 millones de GBP. Los datos recientes de la BVCA no indican en modo alguno que la diferencia esté disminuyendo, al tiempo que el importe medio de inversión de capital continúa aumentando.*» ([31])

Algunos estudios sostienen que existe una deficiencia del mercado incluso por debajo de 0,5 millones de GBP y por encima de 2 millones de GBP. Sin embargo, ningún estudio niega la existencia de la deficiencia del mercado entre 0,5 y 2 millones de GBP, que es la horquilla de inversión de capital que se propone cubrir Investbx. Se considera que esta horquilla es la que se topa con las limitaciones más importantes.

(144) Las autoridades británicas también han citado varios estudios y encuestas relativos a diversos aspectos de la desventaja a que se enfrentan las pequeñas empresas cuando quieren ser admitidas a cotización en una bolsa de valores:

— En un artículo de investigación de Brian Zivicky ([32]) se indica que en el Reino Unido son pocas las empresas más pequeñas que cotizan en bolsa que son objeto del interés de los analistas, pues el volumen de negociación es insuficiente para justificar el coste que supone su investigación.

— Un informe elaborado por Jaffe Associates en nombre de Quoted Company Alliance ([33]) señala que las empresas cotizadas más pequeñas compiten para obtener una proporción pequeña y decreciente de las inversiones de capital institucional en el Reino Unido. La capacidad de negociar grandes volúmenes es un factor clave de las decisiones de inversión, que penaliza automáticamente a las empresas más pequeñas.

— Una encuesta realizada por SWR a escala mundial ([34]) estableció que los emisores e inversores eran muy conscientes de que los mecanismos existentes de prestación de servicios financieros a las PYME se podían mejorar, particularmente en cuanto a la concertación de emisores e inversores. La encuesta concluye que el factor más importante para la toma de decisiones de inversión es la calidad y cantidad de la información. La mayoría de los gestores de fondos, inversores particulares con un elevado patrimonio e inversores de capital riesgo encuestados afirmó que las bolsas actuales no cumplen adecuadamente en lo que se refiere a facilitar el acceso a las PYME o a proporcionar liquidez para las acciones ofertadas por las PYME.

— Un informe escrito por Tim Mocroft ([35]) explica que «*… los requisitos de cotización y reglamentarios de las bolsas tradicionales son onerosos, pero teniendo en cuenta la dimensión de las empresas implicadas y las sumas de dinero obtenidas, por lo general los costes pueden asumirse. Sin embargo, ambos factores imponen una dimensión mínima a la empresa que puede acceder efectivamente a los principales mercados que operan en el Reino Unido, es decir la cotización oficial de la Bolsa de Londres y el AIM […]*

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

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

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

([33]) Jaffe Associates para 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).

Por lo general, una OPI en cualquiera de estos mercados costará en torno a 500 000 GBP; con semejantes costes es económicamente imposible reunir importes de capital relativamente pequeños.»

— El informe de Deloitte titulado «*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*» ([36]), concluía, a partir de las entrevistas realizadas a interesados, que las PYME tienen un escaso conocimiento general y percepción de las posibilidades de financiación. Las entrevistas revelaron que la escasa preparación de cara a la inversión era el principal obstáculo al acceso de financiación en la región de las West Midlands. La preparación de cara a la inversión abarca la actitud empresarial ante la financiación, la calidad de los documentos comerciales y el potencial de rentabilidad general de un proyecto. Esto tiene implicaciones tanto desde el punto de vista de la demanda como de la oferta: puede disuadir a las empresas de solicitar financiación debido a la expectativa de rechazo, y puede restringir la oferta, ya que si un posible inversor considera que existe un nivel insuficiente de preparación de cara a la inversión el nivel de riesgo es mayor.

6.3.1.2. ***La deficiencia del mercado en las West Midlands***

(145) Mientras que la información expuesta anteriormente se refiere a todo el Reino Unido, el objeto de la evaluación de la Comisión consiste en determinar la existencia de una deficiencia del mercado en la región que constituye el objetivo de Investbx, es decir las West Midlands. En este contexto, además de los elementos antes mencionados, se tuvieron en cuenta otros aspectos de la oferta y demanda de inversión en esta región.

(146) La mayoría de los comentarios de terceros corroboraron la existencia de la deficiencia del mercado en la región de las West Midlands. Por otra parte, en su respuesta a los comentarios de terceros, las autoridades británicas presentaron pruebas, basadas en un cálculo hecho por los inversores de capital riesgo radicados en esta región, que corroboraban la existencia de la deficiencia del mercado en la horquilla de entre 0,5 y 2 millones de GBP y señalaban que, de las 500 a 750 propuestas que recibían en un año, menos del 1 % obtenía financiación, a pesar de que la mayoría de las empresas rechazadas tenían planes empresariales viables y podrían recibir financiación si existiera un mecanismo como el que propone Investbx.

6.3.1.2.1. *Distribución regional de la inversión*

(147) Según los datos publicados en el informe de la BVCA sobre la actividad de inversión en 2005, el volumen total de inversiones de capital privado en la región de las West Midlands equivalía a un 4 % del total del Reino Unido, mientras que Londres y las regiones del sudeste obtenían conjuntamente el 44 % de las inversiones británicas totales. Por lo que se refiere a las inversiones en la fase inicial, la proporción en las West Midlands era el 1 % del importe total invertido en el Reino Unido en empresas en esa fase, mientras que en Londres y las regiones del sudeste ascendía al 49 %. En la fase de expansión, la inversión en las West Midlands representaba un 2 %, y la realizada en el sudeste y en Londres suponía el 42 % de las inversiones totales realizadas en dicha fase en el Reino Unido. Estos datos tienen que valorarse en el contexto de la contribución al PIB de las diferentes regiones al total nacional. Los últimos datos de Eurostat disponibles a este respecto corresponden a 2003 e indican que las West Midlands contribuyeron con un 8 %, mientras que el sudeste y Londres contribuían conjuntamente al PIB del Reino Unido con un 34 %. Esto indica que en las West Midlands las aportaciones de capital en las fases inicial y de expansión en relación con la actividad económica son mucho más bajas que en el sudeste y en el área de Londres.

(148) Según un análisis ([37]) de la capitalización total en el mercado de las empresas admitidas a cotización en la LSE y el AIM en todas las regiones, algunos de los niveles más bajos de capitalización en el mercado se registran en las Midlands. En 2003 la capitalización en el mercado regional en porcentaje del PIB alcanzó en el área de Londres hasta un 621 %, en el sudeste un 139 %, en el total del Reino Unido un 153 %, y sólo un 25 % en la región de las Midlands. En relación con sus resultados económicos, la región de las Midlands tiene un bajo nivel de capitalización en el mercado entre las regiones del Reino Unido.

6.3.1.2.2. *Demanda de aportación de capital por parte de las PYME en las West-Midlands*

(149) Los datos estadísticos no permiten comprobar si existe una demanda de financiación insatisfecha por parte de empresas que cuentan con planes empresariales viables. Para resolver este problema, las encuestas han resultado ser el mejor de los medios posibles de estudio de la demanda de financiación por parte de empresas que cuentan con planes empresariales viables.

(150) Las autoridades británicas han organizado varias consultas, seminarios y encuestas sobre la demanda de aportaciones de capital entre las PYME de las West Midlands. En abril de 2003 se efectuó una encuesta en la que, de los 41 encuestados de la comunidad empresarial regional, el 73 % consideraba que el acceso a los mercados de capitales era un problema significativo para las PYME y el 88 % pensaba que los mercados de capitales establecidos no cubrían las necesidades de financiación de las PYME. Por otra parte, el 68 % de los encuestados creía que Ofex era una fuente de capital para las PYME escasamente utilizada y el 73 % estaba interesado en participar en el proyecto Investbx.

(151) En noviembre de 2003 se celebró en Birmingham una reunión sobre Investbx a la que asistieron 81 representantes de la comunidad empresarial. Posteriormente se celebró otra reunión en Londres, en el Centre for Study of Financial Innovation (Centro para el estudio de la

([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).

innovación financiera, denominado en lo sucesivo el «CSFI»), a la que fueron invitados 27 representantes de la comunidad empresarial. Según el CSFI, el proyecto recibió un apoyo casi unánime. En mayo de 2004 se mantuvieron contactos con 21 empresas de asesores profesionales para que presentasen contribuciones detalladas para el desarrollo de la propuesta Investbx y estimasen cuántos de sus clientes podían ser adecuados para adherirse a Investbx. Trece empresas indicaron que preveían proponer la adhesión a Investbx de entre 1 y 6 clientes de su cartera cada año. Dado que sólo participó en los talleres un pequeño porcentaje de empresas, las autoridades británicas consideran que la obtención de capital para 10 PYME al año, que figura en las proyecciones financieras de Investbx es una estimación conservadora de la demanda. Puesto que solamente se remunera a los asesores profesionales si las empresas logran obtener capital, aquellos están interesados en proponer únicamente a empresas con planes empresariales viables, de modo que sólo deseen adherirse a Investbx las empresas que los asesores consideren atractivas para los inversores.

(152) Por lo que se refiere a la obtención de capital para las PYME en las West Midlands en la horquilla de entre 0,5 y 2 millones de GBP —que es el objetivo principal de Investbx— según las autoridades británicas, los mercados existentes que ofrecen financiación de capital a las PYME no cubren suficientemente la demanda y no resuelven por lo tanto la deficiencia del mercado. Pese a haber mediado en la obtención de capital para varias PYME de las West Midlands, no proporcionan una cobertura suficiente en dicha región y ninguno de ellos se centra en las PYME desde un punto de vista regional. Las autoridades británicas consideran que todas las pruebas disponibles apuntan a la conclusión de que la deficiencia del mercado no será resuelta por el sector privado. En dos reuniones separadas, organizadas por AWM, se invitó a los ejecutivos de Ofex a comunicar sus planes para abordar la deficiencia del mercado en las West Midlands, pero según las autoridades británicas, Ofex no pudo o no estuvo interesada en hacerlo.

(153) Actualmente están admitidas a cotización en Ofex 7 empresas de las West Midlands y solamente se negocian 5 de ellas ([38]). El Reino Unido no considera que Ofex haya resuelto la deficiencia del mercado, ni que Ofex cubra la demanda estimada actualmente en la región de por lo menos 10 empresas al año. El número de PYME de las West Midlands admitidas recientemente a cotización en Ofex fue solamente de una en 2005 y una en 2004, mientras que se espera que en Investbx se ademitan entre 5 y 12 nuevas empresas de las West Midlands cada año.

Conclusión sobre la deficiencia del mercado

(154) La Comisión considera que conforme al punto 5.2.1 de las Directrices sobre capital riesgo, se han aportado pruebas suficientes basadas en varios estudios que permiten concluir que existe una deficiencia del mercado en la región de las West Midlands en la horquilla de entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP.

6.3.2. *¿El instrumento de ayuda es apropiado para lograr el objetivo de interés común?*

(155) Según el punto 5.2.2 de las Directrices sobre capital riesgo, la Comisión evalúa si la medida es capaz de paliar la deficiencia del mercado constatada. Además, la Comisión tiene en cuenta cualquier evaluación de impacto y examina la posibilidad de lograr los mismos objetivos con otros medios.

6.3.2.1. ***Abordar la deficiencia del mercado***

(156) Considerando la ayuda al nivel de Investbx, la ayuda propuesta aborda la deficiencia del mercado antes descrita creando una plataforma electrónica regional de negociación en línea que permita a las PYME presentarse, obtener capital y negociar sus acciones. Al mismo tiempo permitirá a los inversores acceder directamente a información detallada y certificada por un organismo independiente relativa a las PYME. De este modo, Investbx aumentará la eficacia de la información, permitirá a los inversores conocer mejor la relación riesgo-recompensa de las PYME y disminuirá los costes de transacción que conlleva la obtención de información sobre las PYME por parte de los inversores, al poner a disposición del público informes de investigación sobre todas las PYME.

(157) Investbx pretende captar capital específicamente para las PYME en la región de las West Midlands. El plan empresarial de Investbx prevé la obtención de financiación primaria para un mínimo de 47 PYME en las West Midlands durante cinco años, obteniendo un mínimo de 70 millones de GBP. En comparación con Ofex, que sostiene que también está presente en esa región y cuyo volumen de operaciones es similar, las autoridades británicas, en sus comentarios a la decisión de iniciar el procedimiento, llegaron a las siguientes conclusiones:

— En los cinco años siguientes al año 2000, solamente se obtuvieron en Ofex 43,3 millones de GBP de financiación primaria para cubrir necesidades de inversión en la horquilla de 0,5 millones de GBP a 2 millones de GBP para 39 empresas en todo el Reino Unido.

— Si se descuenta la financiación secundaria del total de fondos obtenidos, las empresas de Ofex solamente obtuvieron importes modestos mediante emisiones primarias (por ejemplo, 0,8 millones de GBP en todo el Reino Unido en 2004).

— Si se consideran solamente las empresas basadas West Midlands, durante el periodo quinquenal de 2001 a 2005, se obtuvo a través de Ofex un total de 12 millones de GBP (financiación primaria y secundaria).

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

— Desde 2000 sólo se obtuvieron a través de Ofex 3,5 millones de GBP de financiación primaria para 5 empresas con sede en las West Midlands.

(158) Investbx ofrece una orientación regional con una red local de proveedores de servicios e inversores, que es particularmente importante para las inversiones de capital en las PYME en expansión. Estas inversiones requieren a menudo un estrecho seguimiento y una relación directa entre el inversor y la PYME objeto de la inversión. Según estudios teóricos y empíricos se debe tener en cuenta que la proximidad del inversor a la empresa financiada es una variable importante en la elección de la inversión ([39]). Puede incluso afirmarse que es posible que un inversor local se vea alentado a invertir en una empresa local no sólo por la probable ventaja informativa, sino también porque podrá proporcionar a las empresas objeto de la inversión una ventaja particular al conectarlas a su red local, y beneficiarse de las externalidades sobre otras empresas, o incluso por sentimientos regionalistas. La orientación regional se refleja en que Investbx únicamente presta servicios a las PYME de las West Midlands, dispone de un equipo de seis a ocho personas basado en las West Midlands, así como de un consejo no ejecutivo compuesto por profesionales de las West Midlands con experiencia en trabajar con PYME.

(159) Investbx ofrecerá a las PYME servicios integrados que incluyen la obtención de fondos, la comercialización y la investigación independiente, así como una conexión a una red de profesionales locales que apoyarán a las PYME en su introducción en la plataforma de negociación de capital. Para adherirse a Investbx, a diferencia de lo que ocurre en los mercados establecidos, las PYME deben proporcionar un informe independiente y normalizado de investigación, que facilitará la recopilación de información sobre la PYME pertinente para los inversores. Este paquete de servicios, así como el informe independiente, que siempre estará disponible para los inversores, mejorarán las posibilidades de las PYME de captar capital con eficacia en Investbx.

(160) Además, Investbx introduce un concepto innovador de negociación secundaria, que se diferencia en muchos aspectos de los mercados de acciones establecidos. Mientras que la LSE, el AIM y Ofex usan mecanismos clásicos de creación de mercado mediante un sistema basado en cotizaciones, con precios de compra y de venta, Investbx carece de creadores de mercado que generen ingresos basados en el diferencial entre los precios de compra y de venta, ya sea negociando grandes volúmenes de acciones o vendiendo con un margen elevado. La concertación de inversores y PYME se logrará a través del mercado electrónico de subasta en línea a un precio único, que permite suprimir los costes de transacción que de lo contrario serían generados por los diferenciales entre los precios de compra y de venta. Por otra parte, en comparación con las bolsas de inversiones reconocidas (RIE), por ejemplo el AIM y la LSE, Investbx, al ser un representante designado de un sistema de negociación alternativo (The Share Centre), está sujeta a una normativa del FSA menos rígida. Esta condición impone unos requisitos legales más llevaderos y ofrece un acceso a una plataforma de negociación más fácil y, en proporción a los importes obtenidos (hasta 2 millones de GBP), menos oneroso para las PYME.

(161) Los costes generales de la captación de pequeños volúmenes de capital serán menores que los de los mercados más establecidos. El Reino Unido ilustra este hecho con el ejemplo de que para obtener 2,5 millones de GBP, los costes totales del capital obtenido se sitúan en torno al 10 % en Investbx, mientras que en el AIM es del 24 %. Las autoridades británicas declaran además que el tipo de servicios recibidos por este precio varía; por ejemplo, en ningún mercado establecido se encarga una investigación independiente que después se pone a disposición de los inversores privados. Aunque es importante mantener los costes a un nivel asequible, no es probable que estos sean el único o incluso el factor principal que induzca a las PYME a adherirse a Investbx. Para muchas PYME de las West Midlands la elección será entre Investbx o nada. La posibilidad de que los inversores dispongan de informes de investigación constituye una mejora cualitativa de Investbx que se espera incremente las posibilidades de las PYME de recibir financiación. Sin embargo, en varios aspectos Investbx será más rentable que Ofex. Esto se deberá en especial a los menores costes de investigación y comercialización, derivados de la utilización de modelos estándar y de la adecuación de los servicios a las necesidades de las PYME en la fase de financiación primaria, y a la supresión del diferencial entre el precio de compra y de venta.

(162) Investbx pondrá a disposición de todos los posibles inversores o asesores financieros los documentos de admisión y los informes de investigación independiente detallados sobre todas las PYME. Esta información se hallará en el sitio Internet de Investbx. Por lo general esta información sólo se elabora para los volúmenes de acciones más grandes y solamente está disponible para los inversores institucionales. Según las autoridades británicas, esta disponibilidad no discriminatoria de la información detallada, y en especial de la investigación independiente, para todos los inversores es uno de los factores clave del esperado éxito de la medida.

(163) Al mejorar la información y la eficacia de transacción, Investbx aborda una de las causas de la deficiencia del mercado, en vez de sus consecuencias.

([39]) Este factor es analizado tanto por Harald Hau, que muestra cómo los operadores que invierten en empresas de proximidad tienden a lograr beneficios comerciales mayores en comparación con otras empresas menos cercanas, como por Degryse y Ongena, que analizaron los contratos de préstamo bancario y descubrieron que los bancos ofrecen mejores condiciones de préstamo a los clientes situados más cerca. Harald Hau: «*Location Matters: An Examination of Trading Profits*», The Journal of Finance, (2001) Vol. 56, nº 5, págs. 1959-1983; Hans Degryse, Steve Ongena: «*Distance, Lending Relationship, and Competition*», Informe destinado a la Conferencia anual de EFA 2003 nº 260 (2002).

(164) Investbx pretende además servir de puente entre las primeras fuentes de financiación y los mercados maduros más establecidos, desempeñando así la denominada «función de escalera». Esta función sería beneficiosa no sólo para las empresas en las que se invierte, sino también para los inversores en mercados adyacentes, al ofrecer salidas para sus inversiones. Las pruebas disponibles no indican que Ofex realice dicha función, que permita acceder a mercados más maduros en la región de las West Midlands. En el sitio Internet de Ofex se afirma que 54 empresas pasaron de Ofex al AIM entre 2001 y 2004. Sin embargo, entre 2003 y 2005 solamente una empresa de la región de las West Midlands pasó de Ofex al AIM.

(165) Su capacidad de incrementar la transparencia de la información para los inversores y reducir ciertos costes de la captación de fondos y la negociación de acciones en comparación con mercados más maduros demuestra que Investbx es adecuada para paliar la deficiencia del mercado.

(166) Considerando la ayuda al nivel de las PYME, la medida facilitará a las PYME la obtención de capital, que —debido a la deficiencia del mercado— es difícil que obtengan a pesar de contar con planes empresariales viables.

6.3.2.2. ***Evaluación del impacto y uso de medios alternativos***

(167) Según el plan financiero de Investbx, durante los primeros cinco años de su existencia obtendrá un mínimo de 70 millones de GBP para un mínimo de 47 empresas. Las PYME en cuyo capital se haya invertido serán admitidas a la negociación en la plataforma de Investbx.

(168) Según el Reino Unido, tras demostrar mediante encuestas la existencia de una demanda insatisfecha, antes de crear la medida las autoridades británicas intentaron paliar la deficiencia del mercado con la ayuda de la estructura de mercado existente. Se invitó a los representantes de Ofex a una reunión con AWM el 12 de julio de 2005 en la que se les pidió que demostraran que podían solventar la deficiencia del mercado existente en las West Midlands. De ser así, AWM se retiraría. Ofex decidió no proporcionar la información y por lo tanto AWM concluyó que, o bien Ofex carecía de un plan específico para subsanar la deficiencia del mercado, o bien carecía de recursos suficientes para paliarla, o bien carecía de ambas cosas. A falta de interés privado en corregirla, parece necesaria una intervención estatal.

(169) La Comisión considera positivo que, conforme al punto 5.2.2 de las Directrices sobre capital riesgo, la medida pueda paliar la deficiencia de mercado constatada. Además, la Comisión tiene en cuenta que se han estudiado otros medios pero que éstos no podían dar los resultados deseados, y observa que se espera que la medida tenga un impacto positivo de cara a paliar la deficiencia del mercado.

6.3.3. *Efecto de incentivo y necesidad de la ayuda*

(170) Según el punto 5.2.3 de las Directrices sobre capital riesgo, la Comisión evalúa el efecto de incentivo y la necesidad de la ayuda. La medida tiene un efecto de incentivo si induce un cambio del comportamiento que propicie el incremento general del capital riesgo. En las Directrices sobre capital riesgo la Comisión indica que también tendrá en cuenta el carácter lucrativo de la decisión de inversión, en especial la gestión comercial (punto 5.2.3.1 de las Directrices sobre capital riesgo), la presencia de un comité de inversión (punto 5.2.3.2 de las Directrices sobre capital riesgo), el volumen de la medida (punto 5.2.3.3 de las Directrices sobre capital riesgo) y la presencia de inversores informales en la fase inicial (punto 5.2.3.4 de las Directrices sobre capital riesgo).

(171) El presente asunto se refiere a un vehículo de inversión que facilita la concertación entre los inversores privados y las PYME destinatarias de inversiones. Serán los inversores privados quienes decidan invertir y las PYME sólo recibirán capital privado. Las decisiones de inversión relacionadas con la obtención de fondos para las PYME tendrán un carácter plenamente lucrativo.

(172) Al ser un mercado de acciones, el funcionamiento de Investbx es diferente del de los fondos de capital riesgo. En el caso de los fondos de capital riesgo, la gestión desempeña un papel importante en las decisiones de inversión. Investbx no proporciona por sí misma ninguna financiación a las PYME ni tampoco toma decisiones de inversión. Por lo tanto, estos criterios tienen menos importancia.

(173) Con respecto a la gestión comercial (punto 5.2.3.1 de las Directrices sobre capital riesgo) por una parte, puesto que los órganos de gestión de Investbx no tomarán decisiones de inversión referentes a la captación de fondos para las PYME, este aspecto carece de importancia en el presente caso. Por otra parte, el Reino Unido ha afirmado que el consejo de Investbx estará compuesto por profesionales con experiencia demostrada y un historial de inversiones en mercados de capitales, lo cual debe considerarse positivamente.

(174) Con respecto a la presencia de un comité de inversión (punto 5.2.3.2 de las Directrices sobre capital riesgo), por la propia naturaleza de Investbx ningún comité de inversión participará en la toma de decisiones en las inversiones en PYME. Al mismo tiempo, la Comisión considera positivo que el proyecto Investbx se haya desarrollado con la participación de expertos de la comunidad profesional de las West Midlands.

(175) Con respecto al volumen de la medida (punto 5.2.3.3 de las Directrices sobre capital riesgo), la Comisión observa que Investbx no aportará a las PYME fondos de su propio presupuesto. Para obtener fondos se dirigirá al mercado. Según el plan financiero, se espera que el importe de la ayuda sea suficiente para que Investbx pueda alcanzar, en el plazo de cinco años, el tamaño crítico necesario para aprovechar las economías de escala y llegar a ser rentable. Esto se considera positivo.

(176) Con respecto a la presencia de inversores informales en la fase inicial (punto 5.2.3.4 de las Directrices sobre capital riesgo), por una parte, la actual medida no implica inversiones en la fase inicial y por lo tanto este criterio no es aplicable. Por otra, los posibles inversores informales pueden, al igual que cualquier otro inversor, utilizar Investbx para invertir en las PYME.

(177) Con respecto a la necesidad de la medida, la Comisión toma nota primero de que ningún operador privado del mercado se mostró dispuesto a poner en marcha la iniciativa Investbx sin la concesión de ayuda estatal. Esto puede deberse a que la creación de un mercado regional en línea para las PYME implica riesgos sustanciales en el periodo inicial hasta que se logran las economías de escala. Por lo tanto, se considera que la ayuda estatal es necesaria para subsanar la deficiencia del mercado, creando Investbx y contribuyendo a que alcance el equilibrio financiero en los cinco primeros años de actividad.

(178) A continuación, la Comisión examina con más detalle el efecto de incentivo.

(179) Según los cálculos basados en encuestas efectuadas por las autoridades británicas, cada año un mínimo de 10 PYME de las West Midlands con planes empresariales viables buscan capital infructuosamente. Investbx planea obtener capital al menos para 47 de estas empresas durante sus cinco primeros años de actividad. Además, es probable que la aportación de fondos propios en la horquilla de 0,5 millones de GBP a 2 millones de GBP tenga efectos positivos en los mercados financieros adyacentes. Los inversores informales, que generalmente aportan financiación inferior a 0,5 millones de GBP, podrán utilizar Investbx como nueva posibilidad de salida para su inversión, por lo que los mercados establecidos más maduros y los inversores que realizan operaciones de mayor alcance, tales como el AIM y los fondos de capital riesgo, pueden resultar beneficiados si las empresas crecen con la ayuda de Investbx y tratan de obtener aportaciones de capital superiores a 2 millones de GBP a través de la cotización en una bolsa de valores. La medida se refiere a un proyecto experimental que, de tener éxito, puede llevar a impulsar proyectos similares en otras regiones.

(180) El efecto de incentivo de la ayuda a Investbx se refleja en que ésta no existiría sin la ayuda estatal, según sostienen el Reino Unido y Ofex. Por otra parte, el hecho de establecer claramente una fecha final para la ayuda es un incentivo para que Investbx llegue a ser rentable y comercialmente viable. La medida pretende cambiar el comportamiento de los inversores y de las PYME, mejorando el intercambio de información sobre sus posibilidades de concertación.

(181) La medida Investbx no proporciona ayuda a nivel de los inversores; por lo tanto no falsea su mecanismo de incentivación para elegir las inversiones más rentables. En contraste con otras medidas de ayuda estatal, es decir, con la ayuda directa a la inversión en las PYME, los incentivos para los inversores no se ven falseados.

(182) Según las estimaciones de las autoridades británicas, se espera que por lo menos 47 empresas reciban aportaciones de capital en las condiciones ofrecidas por Investbx durante los cinco años iniciales. De lo contrario, la mayoría de las empresas puede verse desalentada por las condiciones existentes actualmente en el mercado, en especial por la falta de información, la complejidad de los procedimientos y los precios vigentes. Gracias al establecimiento del nuevo canal para la obtención de fondos propios, a la agrupación de todos los servicios conexos y a la posibilidad de negociar posteriormente sus acciones, se espera que las PYME obtengan mayores aportaciones de capital para su expansión. Éste es el efecto de incentivo de la medida.

(183) La Comisión considera, conforme al punto 5.2.3 de las Directrices sobre capital riesgo, que la medida es necesaria y presenta un efecto de incentivo.

6.3.4. *Proporcionalidad de la ayuda*

(184) Según el punto 5.2.4 de las Directrices sobre capital riesgo la Comisión evalúa la proporcionalidad de la ayuda. La Comisión examina si la ayuda no va más allá de lo que es necesario para inducir una mayor provisión de capital riesgo, y en especial si los inversores no reciben una compensación excesiva y si el riesgo de pérdidas no es asumido plenamente por el sector público mientras los beneficios van a parar en su totalidad a los otros inversores. Además, la Comisión puede considerar que una oferta abierta o una invitación pública a los inversores influirán positivamente en la valoración de la proporcionalidad.

(185) Se realizará una invitación pública a los inversores para que utilicen Investbx y la información sobre ésta estará disponible públicamente para todos los inversores en el sitio Internet de Investbx. La medida no será limitada sino que estará abierta a todos los inversores.

(186) En comparación con los sistemas de capital de riesgo que suelen utilizar los Estados miembros para corregir la deficiencia del mercado, el volumen de financiación pública utilizado es muy limitado. Por lo general, los regímenes regionales de capital de riesgo que abarcan regiones de tamaño similar al de las West Midlands conllevan volúmenes de ayuda mucho mayores que los previstos para esta medida ([40]). Además, Investbx no proporciona en sí misma capital a las PYME. La medida solamente introduce un nuevo tipo de mercado para invertir en las PYME, que facilita las transacciones entre partes privadas en condiciones de mercado. En este sentido Investbx parece particularmente eficiente a la hora de subsanar la deficiencia del mercado.

([40]) Tómese como ejemplo el asunto de la ayuda estatal nº C 17/2004 — Reino Unido («Fondos de capital para empresas»), DO L 91, 29.3.2006, p. 16, y el asunto de la ayuda estatal nº C 72/2003 — Reino Unido («Invest Northern Ireland Venture 2003»), DO L 236, 13.9.2005, p. 14.

(187) El volumen de la ayuda está calculado para hacer posible que Investbx logre economías de escala y consiga un tamaño suficiente para alcanzar el equilibrio financiero al cabo de cinco años. El límite máximo de la ayuda es de 3 millones de GBP. Este importe se limita a cubrir la diferencia entre los ingresos que se esperan obtener de la actividad de Investbx y los costes soportados por ésta durante los cinco primeros años. La ayuda real se ceñirá a lo necesario para cubrir las posibles pérdidas. Si Investbx funciona tan bien que cubre sus costes administrativos antes de gastar todo el importe de la ayuda, devolverá a AWM el remanente de la subvención.

(188) La Comisión observa positivamente que la medida se limita a cinco años. Al término de este periodo, la autoridad regional, la AWM, procederá a cerrar Investbx o a vender sus acciones a través de una licitación no discriminatoria y abierta a cualquier participante en el mercado, Ofex incluido. De este modo, AWM recuperaría entonces por lo menos una parte del total de su subvención y posiblemente aún más, según el precio de venta de Investbx.

(189) La Comisión considera que la ayuda se limita al mínimo necesario y es por lo tanto proporcional.

6.3.5. *Los falseamientos de la competencia y el efecto en el comercio deben ser limitados para garantizar que la medida de ayuda no es, en definitiva, contraria al interés común*

(190) Según el punto 5.3 de las Directrices sobre capital riesgo, la Comisión evaluará los efectos negativos de la medida para compararlos con los efectos positivos. A continuación se examina el posible efecto de exclusión de los competidores potenciales así como otros efectos negativos.

6.3.5.1. ***Competidores potenciales y medida en que pueden quedar excluidos***

(191) El principal servicio prestado por Investbx consiste en obtener fondos propios para las PYME en la horquilla de entre 0,5 millones de GBP y 2 millones de GBP. Los servicios conexos prestados por Investbx son de carácter auxiliar y tienen el propósito fundamental de canalizar el capital a las PYME. Aunque existen algunas ventajas por invertir en las PYME a nivel local, el mercado geográfico de estos tramos de capital abarca por lo menos todo el Reino Unido, pues las PYME que ya han recibido este tipo de financiación la recibieron de fuentes basadas en otras zonas del Reino Unido, tales como Londres. Aunque se ha comunicado un ejemplo de financiación procedente del extranjero ([41]), el mercado de acciones, en lo que respecta a la horquilla de 0,5 millones de GBP a 2 millones de GBP, tiende generalmente a ser nacional.

([41]) Los comentarios de la universidad de Warwick mencionaban un caso en el que una PYME de las West-Midlands había recibido capital de Australia.

(192) A continuación se examinan los probables efectos de la ayuda sobre los competidores. Entre los competidores que proporcionan o facilitan la provisión de capital en la horquilla de 0,5 millones de GBP a 2 millones de GBP pueden citarse los inversores informales, los inversores en capital riesgo, los agentes de bolsa, los sistemas de negociación alternativos, así como las principales bolsas de valores: el AIM y la LSE.

(193) En comparación con los inversores informales, Investbx, por una parte, facilita la provisión de mayores volúmenes de capital, y por otra, exige un mayor nivel de información y de estudios independientes que aquéllos. Aunque algunas redes o consorcios de inversores informales puedan aportar los mismos volúmenes de fondos propios, su competencia con Investbx en este caso puede ser bastante limitada porque dichos inversores informales ofrecerían capital a costes más bajos que Investbx, pues no exigen el mismo nivel de información y de estudios. Por otra parte, los inversores informales podrían incluso beneficiarse de la medida invirtiendo a través de Investbx. La Comisión no ha recibido sino comentarios positivos de la comunidad de inversores informales.

(194) Los fondos privados de capital riesgo, según se ha demostrado anteriormente, se concentran principalmente en operaciones mayores. Investbx facilitará el crecimiento de las PYME, función que podrían retomar posteriormente los fondos o los inversores de capital riesgo en mercados establecidos más maduros. No puede excluirse un cierto grado de competencia con los fondos que aportan pequeñas cantidades de capital. La Comisión no ha recibido sino comentarios positivos de los representantes del sector del capital de riesgo, a saber Catapult Venture Managers Ltd. y Advantage Growth Fund. Puesto que la principal característica de Investbx estriba en obtener capital de los inversores para las PYME y actuar como plataforma de negociación, no proporciona en sí misma financiación a las empresas negociadas. Por lo tanto, solamente compite muy limitadamente con los fondos de capital riesgo.

(195) Por lo que respecta a la comunidad de agentes de bolsa, la Comisión recibió comentarios críticos de JP Jenkins, que afirmaba que Investbx se convertirá en un competidor directo que se beneficiará de una ventaja competitiva merced a la ayuda estatal proporcionada, lo que conduciría a un falseamiento de la competencia perjudicial para JP Jenkins. A este respecto, la Comisión toma nota de la declaración de las autoridades británicas según la cual JP Jenkins gestiona un modelo empresarial diferente del de Investbx. JP Jenkins es un creador de mercado y agente de bolsa que se limita a la ejecución, mediante la concertación de órdenes fuera del mercado sobre valores no cotizados. Además, este mercado carece de obligación reglamentaria alguna. Por lo tanto, el Reino Unido afirma que JP Jenkins no desempeña la función de obtención de fondos para las PYME, que constituye el objetivo principal de Investbx. Los mismos argumentos son válidos para la actividad de otros agentes de bolsa limitados a la ejecución de órdenes. En

cuanto a las alegaciones de JP Jenkins, en cualquier caso, en junio de 2006, antes de que suprimiera de su sitio Internet la posibilidad de realizar una búsqueda por regiones, JP Jenkins operaba con 157 empresas, de las cuales sólo cuatro eran de las West Midlands. Por lo tanto, la Comisión considera que el efecto potencial de Investbx sobre JP Jenkins es muy limitado.

(196) Se pretende que Investbx se introduzca en el mercado de las plataformas de negociación para la obtención de capital para las empresas que no pueden cotizar en la bolsa principal del Reino Unido. No se considera que la LSE sea competidor potencial de Investbx, puesto que las empresas negociadas en los dos mercados serían diferentes tanto por su dimensión como por otras características exigidas por la LSE. Concretamente, para ser admitidas a cotizar en la LSE, las empresas tienen que cumplir ciertos criterios, tales como que un 25 % de sus acciones esté repartido entre el público, haberse negociado durante 3 años, y tener capital de explotación por lo menos para los siguientes 12 meses, o un mínimo de capitalización bursátil. Por otra parte, el AIM es menos adecuado para obtener importes inferiores a 2 millones de GBP, pues el coste directo de semejante operación puede representar por término medio entre el 20 % y el 26 % del capital obtenido. Tampoco presta a las PYME los mismos servicios que Investbx. Por lo tanto, las PYME que buscan obtener 2 millones de GBP pierden interés en utilizar el AIM.

(197) Los sistemas de negociación alternativos existentes, tales como Ofex y The Share Centre también pueden proporcionar negociación primaria o secundaria a las PYME. Con respecto a la situación competitiva en el conjunto del mercado, los efectos de Investbx se limitarán a una sola región del Reino Unido. Por otra parte, en esta región la provisión e intermediación de fondos está menos desarrollada que en el conjunto del Reino Unido. Con respecto específicamente a la posible competencia con Ofex, la Comisión recuerda que solamente el 5 % de las empresas negociadas actualmente en Ofex están radicadas en las West Midlands. De esta región, entre 2000 y 2005 fueron admitidas en Ofex diez empresas. De las empresas que cotizan en bolsa actualmente sólo se admitieron dos desde 2003. Ofex opera a escala nacional y aspira a la negociación internacional, y no se puede excluir que vaya a utilizar su plataforma modernizada para negociar volúmenes más importantes, así como acciones de grandes empresas que pueden cotizar en otro lugar. Por otra parte, según han declarado las autoridades británicas, durante los seis años de 2000 a 2005, Ofex solamente obtuvo financiación primaria por importe de 3,5 millones para 5 empresas con sede en las West Midlands. Durante ese mismo periodo, Ofex obtuvo en total 43,3 millones de GBP de financiación primaria en la horquilla de 0,5 millones de GBP a 2 millones de GBP para 39 empresas en el Reino Unido. Por lo tanto, el falseamiento de la competencia en términos de volumen de financiación primaria y del número de PYME que pueden pasarse de Ofex a Investbx en las West Midlands es muy limitado.

(198) La Comisión considera que si Investbx no tiene éxito y no obtiene financiación alguna y/o no negocia ninguna PYME no se producirá ningún falseamiento de la competencia. En ese caso la medida sería simplemente ineficaz, pero no falsearía la competencia.

(199) Por lo que respecta a las PYME en las que se invierte a través de Investbx, el falseamiento de la competencia también es limitado. Su ventaja se limita a la región de las West Midlands y a un acceso mejorado a ciertos servicios financieros merced a la agrupación de servicios, que por lo demás se prestan en condiciones de mercado, y la captación de fondos de los inversores interesados a nivel local, por los que en todo caso tienen que pagar un 6 % de los fondos obtenidos. Por otra parte, el acceso a Investbx está abierto a las PYME de las West Midlands que cumplen las normas prescritas sobre información y presentan informes de investigación independiente. En último término, son los inversores privados quienes deciden cuál es la PYME que cuenta con el plan empresarial más adecuado para invertir en ella.

6.3.5.2. *Otros falseamientos de la competencia*

(200) Por lo que respecta a otros falseamientos de la competencia contemplados en el punto 5.3.2 de las Directrices sobre capital riesgo, la Comisión examina si la medida llevará a crear un poder significativo de mercado de las PYME destinatarias de la inversión, si producirá el efecto de mantener a flote a empresas o sectores ineficaces, si existirá un exceso de financiación de capital riesgo y si la ayuda puede generar una asignación ineficaz de los factores de producción entre regiones.

(201) Tal como se indica en la evaluación de la existencia de ayuda a nivel de las PYME, las PYME destinatarias de la inversión recibirán capital de riesgo de inversores privados sin ningún elemento de ayuda. La única ventaja que obtendrán consiste en recibir servicios que de lo contrario no estarían disponibles en el mercado. Esta ventaja, por su propia naturaleza, no puede dar lugar por sí misma a desarrollar un poder de mercado. Del mismo modo, el carácter privado de las decisiones de inversión garantizará que la medida no produce el efecto de mantener a flote a empresas o sectores ineficaces, ni altera la asignación de factores de producción entre regiones.

6.3.5.3. *Otros factores que limitan el efecto de falseamiento de la competencia*

(202) La Comisión considera que la ayuda de 3 millones de GBP a Investbx puede falsear la competencia, si bien existen varios aspectos que limitan el perjuicio que puede causarse a los competidores. La medida establece limitaciones tanto del importe de ayuda proporcionada, como de su alcance geográfico y temporal.

(203) En primer lugar, la ayuda a Investbx se limitará estrictamente a un máximo de 3 millones de GBP. Este importe de ayuda no se incrementará y está limitado a lo necesario para cubrir las posibles pérdidas en la fase de lanzamiento de Investbx.

(204) En segundo lugar, solamente ofrece sus servicios a las PYME situadas en la región de las West Midlands, mientras que otros mercados, tales como Ofex, ofrecen sus servicios a todo el Reino Unido y también en el extranjero. Por lo tanto, cualquier posible efecto de falseamiento se limitaría a una pequeña parte de los mercados de los operadores establecidos.

(205) En tercer lugar, la ayuda también está limitada en el tiempo a cinco años. Al término de ese periodo, AWM venderá sus acciones de Investbx a través de una licitación no discriminatoria y abierta a los inversores privados, o procederá a cerrar Investbx, lo que evitará cualquier falseamiento posible. Si se realiza la venta, los fondos no utilizados de la subvención original se devolverán a AWM. Aunque la ayuda a Investbx no sólo cubre la inversión inicial, sino también los costes de lanzamiento durante cinco años, la Comisión considera que esta cantidad es necesaria. Habida cuenta de que el número anual previsto de nuevas PYME incorporadas al mercado de Investbx es limitado, es razonable asumir que sólo al cabo de varios años, cuando el número de PYME negociadas alcance cierto nivel, se obtendrán economías de escala e Investbx llegará al equilibrio financiero.

(206) En sus observaciones adicionales, Ofex expuso la posibilidad preocupante de que al término del periodo quinquenal existiese el riesgo de no poder encontrar ningún comprador para Investbx, de tal modo que las empresas admitidas a su plataforma se quedarían sin ésta y sus accionistas perderían la capacidad de vender sus acciones y quedarían «atrapados». Las autoridades británicas han confirmado que en caso de posible cierre de Investbx, The Share Centre está obligado a mantener su plataforma, utilizada por Investbx, y las PYME tendrán la posibilidad de continuar utilizándola en las mismas condiciones de que disfrutan en Investbx. Los accionistas, contrariamente a lo afirmado por Ofex, tendrían la posibilidad de continuar negociando sus acciones y no quedarían atrapados.

(207) En cuarto lugar, la medida se dirige exclusivamente a las PYME en fase de expansión. El objetivo de la medida es atraer al mercado de acciones un mayor número de PYME que no participaban en él previamente, creando así nuevas oportunidades de inversión. Por otra parte, las autoridades británicas se han comprometido a limitar el volumen de operaciones a un máximo de 2 millones de GBP al año, mientras que las plataformas de mercado establecidas carecen de este tope.

(208) Finalmente, se limitó el falseamiento de la competencia mediante la elección del principal proveedor de servicios a través de un procedimiento no discriminatorio. Sólo se presentaron tres ofertas, entre ellas también una de Ofex. La elección del proveedor de servicios de Investbx se llevó a cabo con arreglo a criterios iguales para todos los licitadores. La oferta de The Share Centre era superior tanto según los criterios cualitativos como por el precio.

(209) La función de «escalera» de Investbx para las empresas objeto de inversión que se desarrollen hasta poder llegar a introducirse posteriormente en mercados establecidos más maduros será beneficiosa para el AIM. La restricción del volumen de operaciones a 2 millones de GBP reforzará esa función.

(210) El proyecto ya ha atraído un amplio interés debido a que en el futuro podrá utilizarse para resolver posibles deficiencias locales de mercado en otras regiones de la Comunidad Europea, según los comentarios de CEBRE y de la Región Emilia-Romaña. Puede convertirse en una posibilidad interesante y rentable de fomentar el mercado de capital riesgo y de apoyar a las PYME.

(211) Por lo que se refiere a los inversores en las PYME destinatarias, la Comisión considera que la medida de ayuda no producirá el efecto de excluir la inversión privada, sino que, por el contrario, Investbx dará a los inversores privados más oportunidades al mejorar su acceso a la información sobre las PYME. Además, pretende dirigirse al público en general en vez de a los inversores institucionales.

(212) Sin embargo, no cabe excluir que Investbx atraiga por lo menos a una parte de las empresas que de lo contrario buscarían financiación a través de otros mercados. Sin embargo, este efecto se limitaría a un periodo máximo de cinco años y a la región de las West Midlands, en la que una deficiencia de mercado sin resolver demuestra que el potencial actual de la región no queda suficientemente satisfecho por otros mercados.

(213) La Comisión considera que en conjunto los efectos negativos de la ayuda, según el punto 5.3 de las Directrices sobre capital riesgo, son limitados.

6.3.6. *Respuesta de la Comisión a los comentarios críticos de terceros*

(214) A continuación la Comisión resume sus argumentos en respuesta a los comentarios críticos presentados por terceros.

(215) Con respecto a la fragmentación de la liquidez, Investbx limita sus servicios a las PYME de las West Midlands que buscan obtener capital en la horquilla de 0,5 millones de GBP a 2 millones de GBP. En este segmento concreto, sólo puede atraer a una parte muy pequeña de las empresas financiadas que utilizan otros mercados. En cuanto a los inversores, solamente atraerá a los que estén interesados en invertir en las West Midlands. Por lo tanto, el posible peligro de fragmentación de la liquidez presente en los mercados existentes es muy limitado. Por otra parte, Investbx contribuirá a agrupar liquidez mediante la concentración en las subastas organizadas de los diferentes valores y transacciones, que de lo contrario sólo se negociarían mayoritariamente por separado fuera de la bolsa.

(216) Investbx cumplirá los requisitos reglamentarios y de información apropiados para un sistema de negociación alternativo. Estará supervisada por The Share Centre, una empresa reglamentada por la FSA según se explica en la descripción.

(217) Con respecto al presunto falseamiento de la competencia que perjudicaría a JP Jenkins, la Comisión observa que el modelo empresarial de esta última es diferente. JP Jenkins negocia empresas no admitidas a cotización o que han salido de la cotización de Ofex, del AIM o de la LSE. Es un creador de mercado y agente de bolsa que se limita a la ejecución de órdenes. Según el Reino Unido, aunque pueda presentar un doble precio (comprador y vendedor) para cada empresa negociada, es posible que JP Jenkins no disponga necesariamente de acciones para comprar o para vender, sino que intenta establecer una concertación entre compradores y vendedores. En cualquier caso, según sus páginas web, en junio de 2006 JP Jenkins sólo negociaba 4 empresas de las West Midlands sobre un total de 157 empresas negociadas. Por lo tanto, la Comisión considera que el posible efecto de Investbx en JP Jenkins es muy limitado.

(218) Por lo que se refiere a la afirmación de Ofex de que la Comisión basa su evaluación preliminar en información incompleta, obsoleta y contraria a la realidad del mercado de acciones del Reino Unido, la Comisión manifiesta que su evaluación se basa en los últimos datos y estudios disponibles, en especial los informes de la BVCA sobre la actividad inversora en 2003, 2004 y 2005 y en las encuestas de la BVCA sobre la rentabilidad del capital privado y del capital riesgo en 2003, 2004 y 2005, los informes del HM Treasury (Ministerio de Economía británico) y otras fuentes citadas en la decisión. Ni Ofex ni las otras partes interesadas han presentado estudios o datos contradictorios o más recientes.

(219) Ofex sostiene que no hay pruebas sobre la falta de información para las PYME en lo que se refiere a la obtención de capital, sobre la incapacidad de obtener capital de las empresas de las West Midlands con planes empresariales viables y sobre la carencia de información acerca de las empresas que padecen los inversores. En primer lugar, el informe de Deloitte «*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*» ([42]), basado en entrevistas con interesados, señala que las PYME tienen un escaso conocimiento general y percepción de las posibilidades de financiación. Las entrevistas revelaron que la falta de preparación de cara a la inversión era el principal obstáculo al acceso a la financiación en la región de las West Midlands. La preparación de cara a la inversión abarca la actitud empresarial ante la financiación, la calidad de los documentos empresariales y el conjunto de condiciones favorables a la inversión en un proyecto. En segundo lugar, las autoridades británicas efectuaron una encuesta que indica que por lo menos 10 PYME de las West Midlands podrían incorporarse anualmente a Investbx. Por otra parte, presentaron la declaración de un inversor de capital riesgo que afirmaba que muchas de las PYME con planes empresariales rechazadas por los inversores de capital riesgo podrían ser adecuadas para Investbx. En tercer lugar, los estudios presentados citan la falta de información fiable para los inversores como una de las razones de la existencia de la deficiencia del mercado ([43]).

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

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

(220) En cuanto a las dudas sobre la necesidad comercial de Investbx, la Comisión observa que el Reino Unido presentó los resultados de una encuesta realizada en 2003 entre veintiuna firmas de asesores profesionales, preguntándoles cuántas empresas consideraban que podrían introducirse en Investbx cada año. De veinte firmas, trece indicaron que esperaban introducir entre una y seis empresas al año. Teniendo en cuenta que no se contactó con todos los profesionales activos en las West Midlands, la Comisión admite que se puede considerar que la estimación de que entre cinco y doce empresas se incorporarían a Investbx cada año es conservadora. Por otra parte, en otra encuesta, llevada a cabo en 2003 entre representantes de la comunidad empresarial regional, el 88 % de los 41 encuestados pensaba que los mercados de capitales establecidos no cubrían las necesidades de financiación de las PYME. En la misma encuesta el 68 % pensaba que Ofex se utilizaba poco como fuente de financiación para las PYME. Aunque Ofex afirme que desde 2003 se ha reestructurado y ha incorporado un director regional, en 2004 y 2005 sólo se admitió en Ofex una empresa de las West Midlands. La divergencia entre la demanda potencial y el grado en que ésta queda satisfecha por Ofex o por otros mercados establecidos indica que Investbx es necesaria.

(221) Ofex afirma que la reglamentación impide que Investbx proporcione un volumen de información sobre las perspectivas empresariales de las empresas destinatarias superior al disponible en Ofex y en el AIM. Sin embargo, según las autoridades británicas, Investbx puede poner y pondrá a disposición de todos los inversores estudios independientes sobre las PYME lo que actualmente no cosntituye un requisito previo para adherirse a los mercados establecidos. Por lo que respecta a la protección de los inversores, las autoridades del Reino Unido han afirmado que, en su calidad de representante designado de una empresa regulada por la FSA, The Share Centre, Investbx estará sujeta a los requisitos de la ley de 2000 sobre Servicios y Mercados Financieros y que The Share Centre garantizará que Investbx aplique las buenas prácticas apropiadas establecidas en el Código de conducta empresarial de la FSA.

(222) En lo que respecta a los costes de transacción, las autoridades británicas sostienen que Investbx prestará servicios de investigación y promoción con unos costes medios considerablemente más bajos, al tiempo que suprimirá el margen que establece el creador de mercado entre el precio de compra y de venta.

(223) Si, transcurridos cinco años, Investbx no es económicamente viable y no puede venderse, se cerrará. Sin embargo, las empresas que en ese momento coticen en Investbx podrán optar por seguir en The Share Centre, que garantizará a los inversores y a las empresas objeto de inversión una continuidad de negociación segura en la plataforma con las mismas tarifas y demás condiciones ofrecidas en el procedimiento de selección para la

prestación de servicios a Investbx. Esta solución se introdujo para disipar el temor a que las inversiones queden bloqueadas al término del periodo quinquenal de la ayuda.

(224) Con respecto al argumento de que un sistema de subasta es menos conveniente para negociar acciones de las PYME, la Comisión observa que ambos sistemas presentan ventajas diferentes. Mientras que el sistema de creador de mercado ofrece la posibilidad de negociar en cualquier momento, el sistema de subasta elimina el diferencial de precios. Por otra parte, las autoridades británicas declararon que Investbx pretende atraer a inversores con perspectivas a largo plazo, que darían menos importancia a la capacidad de negociar sus acciones diariamente. En todo caso no es tarea de la Comisión determinar cuál es el sistema más adecuado. La Comisión observa simplemente que Investbx puede contribuir a paliar la deficiencia del mercado.

(225) Según Ofex, la función de «escalera» está cubierta completamente por Ofex, el AIM y el mercado oficial del LSE. La Comisión observa que Investbx pretende facilitar a las PYME basadas en las West Midlands el primer paso en el ascenso hacia el AIM. De la lista presentada por Ofex de empresas que pasaron de Ofex al AIM en los últimos tres años, solamente una era de las West Midlands. Teniendo en cuenta que el AIM es un mercado en rápido crecimiento, la Comisión entiende que, en cualquier caso, quedaría espacio para que Investbx complementase los esfuerzos de Ofex de atraer nuevas empresas al AIM.

(226) Sin embargo, la Comisión reconoce que efectivamente existe un riesgo de que los objetivos de Investbx, ya sea obtener capital para las PYME o servir de puente hacia mercados de capitales más maduros, no se puedan alcanzar. Este riesgo es naturalmente inherente a un proyecto experimental. Por esta razón los inversores privados no están dispuestos a invertir en este proyecto y se recurre al incentivo de la ayuda estatal.

(227) Ofex tiene razón al afirmar que la ayuda no se dirige fundamentalmente a cubrir los costes empresariales de las PYME que necesitan financiación, sino los costes de lanzamiento de Investbx. Las empresas recibirán financiación de capital de inversores privados en condiciones de mercado. La ayuda se dirige simplemente a un mercado que contribuirá a mejorar la eficacia de la canalización de fondos.

(228) Con respecto al efecto de incentivo, la ayuda hace posible la creación de un sistema de negociación alternativo regional con servicios adicionales y también ofrece un nuevo canal de transmisión de la información pertinente sobre inversiones entre inversores y PYME objeto de inversión. Por lo tanto la ayuda ofrece un incentivo para la creación de Investbx y para que ésta subsane la deficiencia del mercado.

(229) […] (*).

(230) En cuanto al temor de Ofex de que Investbx haría que la inversión privada se alejase de los mercados existentes o potenciales, la Comisión no excluye en cierto modo esta posibilidad, sino que recuerda que la actividad de Investbx se limita a las PYME de las West Midlands que pretenden obtener volúmenes de capital de hasta 2 millones de GBP. Los otros mercados que conoce la Comisión en este segmento tienen una actividad muy limitada. Concretamente, de las 180 empresas que cotizan en Ofex, solamente se negocian 7 de las West Midlands. Si Investbx no tiene éxito, su volumen de negocios será demasiado pequeño para obtener beneficios, y será poco probable que influya en modo alguno en la posición de sus competidores. Por otra parte, si Investbx tiene éxito, AWM la venderá al término de cinco años a inversores privados a través de una licitación abierta, atrayendo con ello más inversiones privadas al mercado de este tipo de servicios financieros. En todo caso, serán los inversores privados quienes evalúen qué tipo de mercado ofrece mejores servicios, es más innovador y ofrece mayores posibilidades de rendimiento para su inversión. Por una parte, es cierto que durante los primeros cinco años Investbx no tendrá que pagar ningún dividendo al inversor público. Durante los primeros cinco años Investbx aplicará a sus servicios unos precios que le permitan alcanzar el equilibrio financiero en ese plazo. Sin embargo, de cara a su venta, su objetivo último es llegar a ser una empresa rentable que tendrá que generar beneficios cuando se venda. Ofex afirma que Investbx puede frenar la innovación en el mercado financiero. Sin embargo, Investbx constituye en sí misma una innovación importante por su forma de operar. Efectivamente, es una combinación de varios elementos innovadores.

6.4. **Balance y conclusión**

(231) La Comisión admite que la creación de Investbx es una medida dirigida a eliminar una deficiencia del mercado y tendrá un efecto de incentivo en la obtención de capital para las PYME.

(232) La Comisión considera que la ayuda de 3 millones de GBP para Investbx es proporcional. Hay varios aspectos que limitan el perjuicio que puede causarse a los competidores. La medida está limitada desde el punto de vista geográfico, temporal y de las empresas objeto de inversión.

(233) Basándose en las consideraciones anteriores, la Comisión ha llegado a la conclusión de que la ayuda contribuye a paliar una deficiencia del mercado y hace posible el desarrollo de una plataforma regional de negociación de acciones que facilitará la financiación de las PYME, al tiempo que no altera las condiciones comerciales en forma contraria al interés común. Por lo tanto, la ayuda a Investbx es compatible con el mercado común con arreglo a las Directrices sobre capital riesgo.

(*) Secreto commercial.

6.5. **Acumulación**

(234) Las autoridades británicas se han comprometido a impedir que la subvención a Investbx se acumule con ninguna otra ayuda estatal a Investbx. Por lo que se refiere a la ayuda a las PYME beneficiarias de inversión, la ventaja que pueden recibir gracias a esta medida consiste en el acceso a los servicios de Investbx, que de lo contrario no tendrían, o no en las mismas condiciones. Recibirán capital, procedente de recursos puramente privados, que no contendrá ningún elemento de ayuda. El elemento de ayuda no consiste en la inversión de capital y por lo tanto las normas de la sección 6 de las Directrices sobre capital riesgo, que prohíben la acumulación del capital riesgo beneficiario de ayuda con otras medidas de ayuda, no se aplican a las PYME que utilicen Investbx.

7. **SEGUIMIENTO**

(235) Teniendo en cuenta la naturaleza innovadora, la complejidad y la posibilidad de que la medida se aplique en otras regiones de la Comunidad Europea para contribuir a resolver deficiencias del mercado a nivel regional, la Comisión desea supervisar los efectos y el éxito de la medida Investbx. Las autoridades británicas comunicarán en un informe anual sobre la medida, el número de PYME para las que se ha obtenido capital y el volumen de capital obtenido para cada PYME, de modo que la Comisión pueda evaluar si en efecto la medida palia debidamente la deficiencia del mercado en cubrir necesidades de financiación inferiores a 2 millones de GBP. Para poder evaluar los efectos desde el punto de vista de la oferta, las autoridades británicas comunicarán también el volumen de capital de inversión obtenido, por tipo de inversor. Para medir la rentabilidad de la medida y supervisar el uso de los recursos estatales, las autoridades británicas presentarán la contabilidad anual de Investbx. Al final del quinto año siguiente a la creación de Investbx, el Reino Unido comunicará a la Comisión si se ha logrado vender aquélla a inversores privados a través de un proceso de licitación pública o si se ha procedido a su cierre.

HA ADOPTADO LA PRESENTE DECISIÓN:

Artículo 1

La ayuda que el Reino Unido prevé conceder en forma de subvención de 3 millones de GBP a favor de Investbx es compatible con el mercado común en el sentido del artículo 87, apartado 3, letra c) del Tratado.

Por consiguiente, se autoriza la concesión de esta ayuda.

Artículo 2

El Reino Unido presentará un informe anual sobre la aplicación de la ayuda, que incluirá los siguientes elementos:

— el número de PYME que han obtenido capital,

— el volumen de capital obtenido por cada PYME,

— el volumen de capital de inversión obtenido, por tipo de inversor, y

— la contabilidad.

Al final del quinto año siguiente a la creación de Investbx, el Reino Unido comunicará a la Comisión si se ha logrado vender aquélla a inversores privados a través de un proceso de licitación pública y no discriminatoria o si se ha procedido a su cierre.

Artículo 3

El destinatario de la presente Decisión será el Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte.

Hecho en Bruselas, 20 de diciembre de 2006.

Por la Comisión

Neelie KROES

Miembro de la Comisión