II

*(EY:n ja Euratomin perustamissopimuksia soveltamalla annetut säädökset, joiden julkaiseminen ei ole pakollista)*

# PÄÄTÖKSET

# KOMISSIO

## KOMISSION PÄÄTÖS,

**tehty 20 päivänä joulukuuta 2006,**

**Investbx:lle myönnettävästä tuesta C 36/2005, jonka Yhdistynyt kuningaskunta aikoo toteuttaa**

*(tiedoksiannettu numerolla K(2006) 5808)*

**(Ainoastaan englanninkielinen teksti on todistusvoimainen)**

**(ETA:n kannalta merkityksellinen teksti)**

(2008/126/EY)

EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO, joka

ottaa huomioon Euroopan yhteisön perustamissopimuksen ja erityisesti sen 88 artiklan 2 kohdan ensimmäisen alakohdan,

ottaa huomioon sopimuksen Euroopan talousalueesta ja erityisesti sen 62 artiklan 1 kohdan a alakohdan,

on mainittujen artiklojen mukaisesti kehottanut asianomaisia esittämään huomautuksensa ([1]) ja ottanut huomioon nämä huomautukset,

sekä katsoo seuraavaa:

### 1. MENETTELY

(1) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ilmoittivat EY:n perustamissopimuksen 88 artiklan 3 kohdan mukaisesti edellä mainitusta tukitoimenpiteestä komissiolle 26 päivänä heinäkuuta 2005 päivätyllä kirjeellään, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 28 päivänä heinäkuuta 2005.

(2) Komissio pyysi lisätietoja 19 päivänä elokuuta 2005, minkä jälkeen Yhdistyneen kuningaskunnan ja komission edustajat tapasivat 8 päivänä syyskuuta 2005. Yhdistyneen kuningaskunnan edustajat antoivat tapaamisessa lisätietoja.

(3) Komissio vastaanotti 26 päivänä syyskuuta 2005 kantelun yritykseltä PLUS Markets Group plc (entinen Ofex Holdings plc), jäljempänä 'Ofex'.

(4) Komissio ilmoitti Yhdistyneelle kuningaskunnalle 20 päivänä lokakuuta 2005 päivätyllä kirjeellä päätöksestään aloittaa toimenpiteen osalta perustamissopimuksen 88 artiklan 2 kohdassa tarkoitettu menettely.

(5) Komissio lähetti Ofexille 11 päivänä marraskuuta 2005 päivätyllä kirjeellä päätöksensä aloittaa perustamissopimuksen 88 artiklan 2 kohdassa tarkoitettu menettely.

(6) Komission päätös menettelyn aloittamisesta julkaistiin *Euroopan unionin virallisessa lehdessä* ([2]). Komissio kehotti asianomaisia esittämään huomautuksensa.

(7) Yhdistynyt kuningaskunta toimitti vastauksensa menettelyn aloittamista koskevaan komission päätökseen 21 päivänä marraskuuta 2005 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon samana päivänä.

(8) Komissio sai huomautuksia 20 asianomaiselta:

(a) The Share Centreltä 10 päivänä marraskuuta 2005 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 23 päivänä marraskuuta 2005;

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

([2]) Ks. alaviite 1.

(b) Ofexilta 25 päivänä marraskuuta 2005 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon samana päivänä, ja 15 päivänä joulukuuta 2005 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon seuraavana päivänä;

(c) Mazarsilta 24 päivänä marraskuuta 2005 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 5 päivänä joulukuuta 2005;

(d) Sir Albert Borelta 30 päivänä marraskuuta 2005 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 6 päivänä joulukuuta 2005;

(e) Quoted Companies Alliancelta 16 päivänä joulukuuta 2005 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon samana päivänä;

(f) Hembury Associates Ltd:lta, päivätty 16 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 19 päivänä joulukuuta 2005;

(g) Hamilton Prattilta, päivätty 13 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 19 päivänä joulukuuta 2005;

(h) Emilia-Romagnan maakunnalta, päivätty 15 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 20 päivänä joulukuuta 2005;

(i) JP Jenkinsiltä, päivätty 13 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 20 päivänä joulukuuta 2005;

(j) Aston Science Parkilta, päivätty 14 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 22 päivänä joulukuuta 2005;

(k) Robert Huggins Associatesilta, päivätty 13 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 22 päivänä joulukuuta 2005;

(l) Catapult Venture Managersilta, päivätty 12 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 22 päivänä joulukuuta 2005;

(m) EEF West Midlandsilta, päivätty 14 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 23 päivänä joulukuuta 2005;

(n) Ofexilta, päivätty 19 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 23 päivänä joulukuuta 2005;

(o) CEBREltä, päivätty 16 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 23 päivänä joulukuuta 2005;

(p) West Midlands Business Councililta, päivätty 22 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 3 päivänä tammikuuta 2006;

(q) Birmingham Forwardilta, päivätty 19 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 3 päivänä tammikuuta 2006;

(r) West Midlandsin kauppakamarien liitolta (Confederation of West Midlands Chambers of Commerce), päivätty 20 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 3 päivänä tammikuuta 2006;

(s) Advantage Growth Fundilta, päivätty 5 päivänä tammikuuta 2006, kirjattu saapuneeksi komissioon 10 päivänä tammikuuta 2006;

(t) Warwickin yliopistolta, päivätty 16 päivänä joulukuuta 2005, kirjattu saapuneeksi komissioon 16 päivänä tammikuuta 2006.

(9) Ofexin edustajat selvittivät kantaansa komission kanssa järjestetyssä tapaamisessa 16 päivänä joulukuuta 2005.

(10) Komissio toimitti asianomaisten esittämät huomautukset Yhdistyneelle kuningaskunnalle 22 päivänä joulukuuta 2005, 13 päivänä tammikuuta 2006 ja 19 päivänä tammikuuta 2006 päivätyillä kirjeillä antaakseen Yhdistyneelle kuningaskunnalle mahdollisuuden esittää niitä koskevat huomionsa.

(11) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten ja komission edustajien 30 päivänä tammikuuta 2006 pidetyssä tapaamisessa Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset selvittivät asiaa. Komissio pyysi lisätietoja.

(12) Nämä tiedot samoin kuin Yhdistyneen kuningaskunnan kanta, jonka se esitti vastauksenaan kolmansien osapuolten esittämiin huomautuksiin, vastaanotettiin 3 päivänä helmikuuta 2006 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon samana päivänä, ja 7 päivänä helmikuuta päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 10 päivänä helmikuuta 2006.

(13) Komissio pyysi Yhdistyneeltä kuningaskunnalta lisätietoja 15 päivänä helmikuuta 2006 ja 6 päivänä huhtikuuta 2006 päivätyillä kirjeillä. Yhdistynyt kuningaskunta toimitti tiedot 2 päivänä maaliskuuta 2006 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon seuraavana päivänä, ja 7 päivänä huhtikuuta 2006 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 12 päivänä huhtikuuta 2006.

(14) Yhdistynyt kuningaskunta toimitti lisätietoja 3 päivänä toukokuuta 2006 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 11 päivänä toukokuuta 2006.

(15) Samat tiedot sisältävällä 25 päivänä toukokuuta 2006 päivätyllä sähköpostiviestillä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 29 päivänä toukokuuta 2006, ja 25 päivänä toukokuuta 2006 päivätyllä kirjeellä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 30 päivänä toukokuuta 2006, Ofex väitti, että Advantage West Midlands, jäljempänä 'AWM', oli ryhtynyt alustaviin toimiin Investbx:n suhteen, ja pyysi komissiota lykkäämään päätöksentekoa kunnes Ofex voisi toimittaa lisätietoja. Ofex pyysi 31 päivänä toukokuuta 2006 päivätyllä ja samana päivänä komissioon saapuneeksi kirjatulla sähköpostiviestillä, että sille ilmoitettaisiin asiasta ennen kuin päätös tehtäisiin ja että se saisi päätöksen ennen kuin se julkaistaisiin. Ofex toisti pyyntönsä päätöksenteon lykkäämisestä 9 päivänä kesäkuuta 2006 päivätyllä ja samana päivänä saapuneeksi kirjatulla sähköpostiviestillä ja 9 päivänä kesäkuuta päivätyllä ja 13 päivänä kesäkuuta 2006 saapuneeksi kirjatulla kirjeellä.

(16) Yhdistynyt kuningaskunta toimitti komissiolle lisätietoja kahdella 4 päivänä heinäkuuta 2006 päivätyllä sähköpostiviestillä, jotka kirjattiin saapuneeksi komissioon 6 päivänä heinäkuuta 2006.

(17) Ofex ilmoitti komissiolle 12 päivänä toukokuuta 2006 päivätyllä sähköpostiviestillä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 13 päivänä toukokuuta 2006, että Investbx:n verkkosivut oli avattu.

(18) Angelbourse totesi 26 päivänä heinäkuuta 2006 päivätyssä kirjeessä, joka kirjattiin saapuneeksi komissioon 1 päivänä elokuuta 2006, että se on pienempien yritysten kaupankäyntijärjestelmä ja että Investbx aiheuttaa epätervettä kilpailua. Koska kirje saapui yli seitsemän kuukautta kolmansien osapuolten huomautuksille asetetun määräajan jälkeen eikä sen väitteitä näytetty toteen, komissio ei ole ottanut sitä huomioon.

(19) Ofex ilmoitti 3 päivänä elokuuta 2006 päivätyillä sähköpostiviesteillä, jotka kirjattiin saapuneeksi komissioon samana päivänä, Angelboursen olemassaolosta ja toiminnoista.

(20) Komissio pyysi Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisilta 7 päivänä elokuuta 2006 päivätyssä kirjeessään eräitä lisätietoja.

(21) Yhdistynyt kuningaskunta vastasi komission pyyntöön 23 päivänä lokakuuta 2005 päivätyillä sähköpostiviesteillä, jotka kirjattiin saapuneeksi komissioon samana päivänä.

## 2. TOIMENPITEEN YKSITYISKOHTAINEN KUVAUS

(22) Yhdistyneen kuningaskunnan toimittamien tietojen pohjalta komissio kuvaa ilmoitettua toimenpidettä tiivistetysti seuraavasti.

### 2.1. Investbx:n tavoite

(23) Toimenpiteen ensisijaisena tavoitteena on luoda Yhdistyneen kuningaskunnan West Midlandsin alueella toimiville, laajentamisvaiheessa ([3]) oleville pienille ja keskisuurille yrityksille ([4]), jäljempänä 'pk-yritykset', keinot hankkia puuttuvaa oman pääoman ehtoista rahoitusta ([5]). Se saattaa pk-yritykset, palveluntarjoajat ja sijoittajat yhteen lisätäkseen yritysten rahoitusmahdollisuuksia perustamalla käytännöllisen foorumin uusien osakkeiden liikkeeseenlaskua ja vaihtoa varten. Investbx tarjoaa myös palveluja ja helpottaa niiden tarjoamista pk-yrityksille markkinahintaan yritysten rahoitusmahdollisuuksien parantamiseksi.

(24) Toimenpiteen tarkoituksena on korjata markkinoiden toimintapuute, joka koskee 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen tarjontaa West Midlandsin alueella toimiville pk-yrityksille. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset totesivat, että hankittavan rahoituksen enimmäisraja on 2 miljoonaa puntaa vuodessa viiden ensimmäisen vuoden aikana, jotta toimenpide voidaan keskittää tiukasti pk-yritysten varainhankintaa koskevan markkinapuutteen korjaamiseen. Ne ovat kuitenkin huolestuneita siitä, että markkinoiden toimintapuute muuttuu ajan mittaan, sillä suuremmat hankkeet houkuttelevat entistä enemmän oman pääoman ehtoista rahoitusta. Ison-Britannian teollisuuden keskusliiton CBI:n raportissa ([6]) arvioidaan, että markkinoiden toimintapuute kohdistuu 0,25–3 miljoonan Englannin punnan suuruiseen rahoitukseen. Tämän vuoksi Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan 2 miljoonan punnan yläraja saattaa muodostaa todellisia esteitä Investbx-hankkeen menestymiselle tulevaisuudessa ja sulkea pois eräät pk-yritykset, jotka saattavat tarvita suurempia sijoituksia. Jos näin tapahtuu, AWM kokoaa asiaa koskevat todisteet ja ilmoittaa komissiolle muutoksesta, jolla ylärajaa halutaan nostaa.

(25) Investbx:n tavoitteena on luoda silta yksityisten sijoittajien ja vakiintuneempien markkinoiden välille. Yksityisiä sijoittajia ovat esimerkiksi bisnesenkelit (*business angels*) ja pääomasijoittajat, joille se tarjoaa lisämahdollisuuden irtautua sijoituksesta. Investbx:n avulla sijoituskohteet valmistautuvat listautumiseen vakiintuneemmille markkinoille, joita ovat Alternative Investment Market, jäljempänä 'AIM', ja Lontoon arvopaperipörssi, jäljempänä 'LSE'.

### 2.2. Toimenpiteen oikeusperusta

(26) Toimenpiteen oikeusperusta on alueellisista kehitysvirastoista vuonna 1998 annetun lain (Regional Development Agencies Act) ([7]) 5 §.

### 2.3. Talousarvio ja kesto

(27) Valtion virasto West Midlands Regional Development Agency (AWM) myöntää Investbx:lle enintään 3 miljoonaa Englannin puntaa korkeintaan viideksi vuodeksi. Määrä voi olla alhaisempi ja/tai kausi lyhyempi, jos hankkeesta tulee omarahoitteinen. Investbx käyttää avustuksen kattaakseen investointi- ja muut perustamiskustannukset, joita ei kateta toiminnasta saatavilla tuotoilla. Investbx käyttää avustuksen rahoitussuunnitelman mukaisesti. Suunnitelman mukaan Investbx:n palveluja käyttävien yritysten määrä kasvaa asteittain viiden ensimmäisen vuoden aikana (ollen 47 kauden lopussa). Lisäksi tuottojen määrä kasvaa ja avustuksen käyttö tappioiden korvaamiseen supistuu, kunnes viimeistään viiden vuoden kuluttua Investbx saavuttaa nollatuloksen.

([3]) Laajentamisvaiheessa olevat pk-yritykset ovat riskipääomaa koskevien suuntaviivojen (Yhteisön suuntaviivat valtiontuesta pieniin ja keskisuuriin yrityksiin tehtävien riskipääomasijoitusten edistämiseksi, EUVL C 194, 18.8.2006, s. 2) 2.2 kohdan h alakohdassa määriteltyjä pk-yrityksiä.

([4]) Määritelmä on mikroyritysten sekä pienten ja keskisuurten yritysten määritelmästä 6 päivänä toukokuuta 2003 annetun komission suosituksen mukainen (EUVL L 124, 20.5.2003, s. 36).

([5]) Puuttuvalla oman pääoman ehtoisella rahoituksella tarkoitetaan 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruisia sijoituksia.

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

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

(28) Ennusteiden mukaan osa avustuksesta kirjataan vararahastoksi. Mainitun kauden jälkeen Investbx maksaa käyttämättömät varat takaisin AWM:lle ja AWM joko myy Investbx:n osakkeet markkinoilla avoimella ja syrjimättömällä julkisella tarjouskilpailulla tai lopettaa sen toiminnan.

### 2.4. **Toimenpiteen edunsaaja**

(29) Toimenpiteen välitön edunsaaja on Investbx. Investbx saa enintään 3 miljoonaa Englannin puntaa AWM:n myöntämänä avustuksena. Investbx:n mahdollinen ylijäämä sijoitetaan takaisin Investbx:ään, jotta se hyödyttäisi alueen taloutta AWM:n tehtävän mukaisesti. AWM:llä säilyy vahva vaikutusvalta Investbx:ssä.

(30) Investbx perustetaan osakeyhtiöksi. Yhtiömuoto antaa Investbx:lle mahdollisuuden tehdä itse sopimuksia. Koska yhtiö on AWM:stä erillinen oikeushenkilö, se helpottaa yhtiön mahdollista luovutusta tulevaisuudessa. Jos Investbx:n toiminta on menestyksekästä, yhtiö myydään ja siitä tulee yksityinen yritys. Tuolloin varat, joita Investbx:ssä on jäljellä alkuperäisestä avustuksesta, siirretään AWM:lle.

(31) Investbx:llä on 6–8 hengen johtoryhmä, joka vastaa liiketoimintasuunnitelman toteuttamisesta. Hallintoneuvosto koostuu West Midlandsin alueen ammattilaisista, jotka nimitetään tehtäväänsä pk-yritysten ja sijoittajien kanssa toimimisesta saamansa tietämyksen ja kokemuksen perusteella.

### 2.5. **Yhdistyneen kuningaskunnan nykyiset markkinat**

(32) Yhdistyneen kuningaskunnan mukaan osakkeiden oston ja myynnin traditionaalisilla markkinoilla määräävässä asemassa on LSE, joka ensi sijassa hoitaa suuria osakekauppoja globaalilla markkinapaikalla. Pk-yritykset ovat enenevässä määrin joutuneet markkinoiden ulkopuolelle, sillä sijoittajat hankkivat mieluiten tunnetuimpien suurten yritysten osakkeita.

(33) Yhdistyneen kuningaskunnan mukaan LSE pyrki helpottamaan tätä tilannetta perustamalla AIM:n vuonna 1995. AIM toimii uusille ja pienemmille yrityksille suunnattuina sopimusmarkkinoina. Jäsenyyden ehtona ei ole vähimmäismyyntimäärää, vähimmäisvarallisuutta tai -voittoa, vähimmäismarkkina-arvoa eikä vapaasti vaihdettavien osakkeiden vähimmäismäärää.

(34) Yhdistyneen kuningaskunnan mukaan LSE:n ja AIM:n ulkopuolella toimii Ofex-kaupankäyntijärjestelmä, jota sääntelee maan rahoituspalveluviranomainen (Financial Service Authority, jäljempänä 'FSA'). Sen tarkoituksena on tarjota AIM:ää kustannustehokkaampi ja vähemmän säännelty vaihtoehto.

(35) Yhdistyneessä kuningaskunnassa on useita palveluntarjoajia, jotka käyvät kauppaa noteeraamattomilla osakkeilla tai hankkivat pääomaa. Tällaisia ovat The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins ja Investor Champions.

(36) Edellä selostetusta kehityksestä huolimatta Yhdistynyt kuningaskunta väittää, että markkinoita vaivaa edelleen pitkäaikainen toimintapuute, joka koskee pk-yrityksiin tehtäviä pääomasijoituksia Kaakkois-Englannin ulkopuoleisilla alueilla, kuten West Midlandsin alueella. Kyseinen alue on yksi niistä, joilla on vähiten pörssiyhtiöitä ja niiden kokonaismarkkina-arvo on alhaisin. AWM kysyi Ofexilta, voisiko se korjata West Midlandsin alueen markkinoiden toimintapuutteen, jolloin AWM luopuisi Investbx-hankkeestaan. Ofex ei kuitenkaan vastannut tiedusteluun.

### 2.6. **Investbx:n toiminnot ja hinnoittelu**

(37) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan Investbx on täysin uudenlainen toimenpide, jolla ei ole esikuvaa. Toisin kuin perinteiset pääomasijoitusrahastot, joiden tavoitteena on lisätä oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuutta, Investbx:n tarkoituksena on tehostaa sijoituskohteena olevia yrityksiä koskevien tietojen levittämistä. Investbx käynnistää tehokkaiden paikallisten pääomamarkkinoiden perustamisen helpottamalla yritysten ja sijoittajien välisiä yhteyksiä ja tarjoamalla niille toteuttamiskelpoisen, yksinkertaisen ja kustannustehokkaan ratkaisun, jonka avulla voidaan hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta, käydä kauppaa osakkeilla ja esitellä toimintoja. Tämä kaupankäyntijärjestelmä eroaa sekä perinteisistä osakemarkkinoista (toisin sanoen LSE:stä ja sen AIM:stä) että Ofexista, koska se saattaa ostajat ja myyjät yhteen avoimilla sähköisillä Internet-huutokauppamarkkinoilla ja määrittää sijoitukselle yhden hinnan. Tämä tapahtuu Internet-järjestelmässä, jossa hoidetaan ainoastaan kaupan toteutus. Toisin kuin perinteisillä markkinoilla, tällaisia Internet-huutokauppoja järjestettäisiin vain muutaman kerran kuukaudessa. Investbx edistää myös pitemmän aikavälin sijoittamista korostamalla päätavoitetta eli varojen hankkimista pk-yrityksille paikallisesti sen sijaan, että se painottaisi mahdollisuutta jatkuvaan osakekauppaan nykyisten Lontoossa toimivien kaupankäyntijärjestelmien tapaan. Näin Investbx:llä on kolme erillistä tehtävää: varainhankinta eli ensirahoitus, pk-yrityksille tarkoitettujen tukipalvelujen niputtaminen ja huutokauppaperusteisen jälkimarkkinoiden kaupankäyntijärjestelmän tarjoaminen kaupankäynnin kohteeksi hyväksytyille osakkeille.

(38) Yrityksiä, jotka haluavat hankkia puuttuvaa oman pääoman ehtoista rahoitusta, avustavat paikalliset rahoitus- ja lakiasiantuntijat sekä Investbx:n West Midlandsin alueen työntekijät.

(39) Kaupankäyntijärjestelmä toimii Investbx:n verkkoportaalissa (www.investbx.com), jossa on myös monia integroituja palveluja. Ne ovat saatavilla mihin vuorokauden aikaan tahansa kaikkina viikonpäivinä. Näiden palvelujen tarkoituksena on vastata pk-yritysten tarpeisiin, riippumatta siitä, ovatko yritykset noteerattuja vai noteeraamattomia.

(40) Investbx ei tarjoa rahoitusta pk-yrityksille. Se ei myöskään tarjoa varoja tai takuita suoraan sijoittajille tai sijoituskohteille. Kaikki yksityisille sijoituskohteille tarkoitettu oman pääoman ehtoinen rahoitus tulee markkinasijoittajilta. Investbx:n tehtävänä on pelkästään helpottaa yksityisten markkinatoimijoiden välisiä liiketoimia.

2.6.1. *Varainhankinta*

(41) Investbx auttaa pk-yrityksiä varainhankinnassa. Se markkinoi sopivia, alueella toimivia pk-yrityksiä rahoitusneuvojille, jotka etsivät sijoituskelpoisia pk-yrityksiä. Varainhankinta eli ensirahoitus koostuu kohdeyritysten vastikään liikkeeseenlaskemien osakkeiden myynnistä Investbx:n avulla suoraan niistä kiinnostuneille sijoittajille. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat todenneet, että varainhankinnan yrityskohtainen yläraja on 2 miljoonaa Englannin puntaa vuodessa viiden ensimmäisen vuoden aikana.

(42) Investbx-hanketta suunniteltaessa on konsultoitu pk-yrityksiä varainhankinnassa avustavia asiantuntijoita. Heidän mukaansa West Midlandsin alueella voidaan rahoittaa yli kymmentä pk-yritystä vuodessa Investbx:n suunnitelman pohjalta. Investbx:n rahoitussuunnitelman mukaan sen tarkoituksena on hankkia vähintään 70 miljoonaa puntaa ainakin 47 yritykselle viiden ensimmäisen toimintavuoden aikana.

(43) Pk-yrityksiltä peritään palkkio, joka on 6 prosenttia hankituista varoista. Palkkio määritettiin rahoitusmallin avulla niin, että Investbx:n pitäisi saavuttaa nollatulos rahoitussopimuksen viiden vuoden voimassaolon aikana. Lisäksi palkkiota arvioitiin vertailemalla sitä aikaisempiin varainhankintatapauksiin. Arvion mukaan 6 prosenttia on enemmän kuin mitä eräät muut toimijat veloittavat. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset huomauttavat kuitenkin, että tällaisella vertailulla ei ole kovinkaan paljon arvoa, sillä Investbx:n ainutlaatuisen luonteen vuoksi sille ei ole riittäviä vertailukohteita. Investbx eroaa muista West Midlandsin alueella varainhankintapalveluja tarjoavista toimijoista. Siksi katsotaan, että Investbx pystyy veloittamaan 6 prosentin palkkion, ts. vähintään määrän, jonka nykyiset yritysneuvojat veloittavat.

2.6.2. *Pk-yrityksille tarkoitettujen tukipalvelujen niputtaminen*

(44) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan Investbx saattaa yhteen erilaisia palveluntarjoajia, jotka auttavat pk-yrityksiä sekä varainhankinnassa että osakkeiden kaupankäynnissä. Investbx tarjoaa kullekin Investbx:n kautta rahoitusta hankkivalle pk-yritykselle kauppojen koordinoijan. Investbx:n verkkosivuilla oleva turvallinen asiakirjojen käyttöjärjestelmä sisältää malliasiakirjat, joita pk-yritykset tarvitsevat pääomaa hankkiessaan ja liittyessään kaupankäyntijärjestelmään. Malliasiakirjat on laadittu paikallisten alan ammattilaisten kanssa ja niitä on yksinkertaistettu, jotta ne olisivat pk-yritysten kannalta asianmukaiset ja kustannustehokkaat.

(45) Investbx avustaa kaikkia pk-yrityksiä, jotka hankkivat rahoitusta sen kautta. Tähän sisältyy arviointi yrityksen mahdollisuuksista houkutella ensirahoitusta tarjoavia sijoittajia ja siitä, tuliko tarkassa arvioinnissa (due diligence) esille seikkoja, jotka estäisivät yrityksen ottamisen Investbx:ään. Myönteisen arvioinnin jälkeen Investbx:n henkilökunta ottaa yhteyttä sijoittajiin ja konsortioihin ([8]), joilla voi olla useita omia sijoittajia, jotka haluavat osallistua uuteen liikkeeseenlaskuun.

(46) Varainhankinnan aikana Investbx tarjoaa markkinahintaan tutkimus- ja markkinointipalveluja, jotka hankitaan ulkopuolisilta toimijoilta. Investbx ylläpitää luetteloa riippumattomista rahoitusneuvojista, lakiasiantuntijoista, tilintarkastajista, rahoitusalan pr-neuvojista ja riippumattomista tutkijoista, joilla on asianmukainen kokemus ja lainmukaiset luvat ja joiden tarjoamista palveluista pk-yritykset voivat valita varainhankinnassaan tarvitsemansa.

(47) Kaikista Investbx:ään liittyvistä pk-yrityksistä julkaistaan riippumaton tutkimus. Investbx:n verkkosivuilla on kaikkien potentiaalisten sijoittajien tai rahoitusneuvojien saatavilla kutakin pk-yritystä koskeva esittely, jossa on tiivistelmä Investbx:ään hyväksymistä koskevasta asiakirjasta, hyväksymisasiakirja kokonaisuudessaan sekä riippumattomia tutkimuksia. Riippumattomiin tutkimuksiin sisältyy määrällisiä ja laadullisia, yksityiskohtaisia, perusteellisia tietoja yrityksestä. Tällaiset tutkimukset ovat harvoin muiden kuin institutionaalisten rahastonhoitajien käytettävissä. Tiedot laaditaan yleensä suuremmille osakkeille ja ne ovat vain institutionaalisten sijoittajien saatavilla. Tutkimustiedoissa on myös yksityiskohtainen selvitys kustakin liiketoiminta-alasta.

(48) Pk-yritykset maksavat neuvojien palvelupalkkiot näiden auttaessa yrityksiä Investbx:ään liittymisessä. Yksittäiset palvelupalkkiot vastaavat yksityisten markkinatoimijoiden veloittamia markkinahintoja eivätkä kyseiset toimijat saa rahoituksellisia etuja Investbx:ltä.

2.6.3. *Jälkimarkkinakaupankäynti*

(49) Investbx tarjoaa myös jälkimarkkinoiden Internet-pohjaisen kaupankäyntijärjestelmän, joka perustuu toimeksiantoihin ja huutokauppaan. Järjestelmän tarkoituksena on tarjota Investbx:n kaupankäyntijärjestelmään liittyneiden yritysten osakkeille likviditeettiä sen jälkeen kun pääomaa on hankittu ensimarkkinoilta.

([8]) Konsortio on ryhmä sijoittajia, jotka toimivat yhdessä sijoittaessaan yritykseen.

(50) Toimeksiantoihin perustuvilla markkinoilla (*order driven market*) pk-yritysten osakkeiden omistajat ilmoittavat haluavansa myydä osan osakkeistaan ja määrittävät haluamansa myyntihinnan. Osakkeiden ostosta kiinnostuneet ilmoittavat myös ostohalukkuutensa sekä hinnan, jonka ne ovat valmiit osakkeista maksamaan.

(51) Sekä ostajat että myyjät voivat tarkastella kaikkia kyseisen pk-yrityksen osakkeita koskevia osto- ja myyntitarjouksia Investbx:n verkkosivuilla mihin vuorokauden aikaan tahansa kaikkina viikonpäivinä ja voivat muuttaa tarjouksiaan vielä tuntia ennen huutokauppaa. Huutokauppoja järjestetään niin usein kuin yritys katsoo sen tarpeelliseksi osakkeidensa kaupankäyntiin osoitetun kiinnostuksen perusteella, mahdollisesti viikoittain tai kuukausittain. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan tämä edistää pk-yrityksiin pitemmäksi ajaksi tehtäviä sijoituksia, koska osakkeita ei voi heti ostaa ja myydä.

(52) Huutokauppaan perustuvassa järjestelmässä osakkeet myydään suoraan yksittäisten sijoittajien välillä saattamalla ostajat ja myyjät yhteen yhdellä hinnalla. Näin vältetään markkinatakaajan marginaali, joka on osto- ja myyntikurssien erotus tavanomaisessa markkinatakaajavetoisessa hintanoteerauksiin perustuvassa järjestelmässä (*quote driven system*) (LSE, AIM ja Ofex ovat vakiintuneita markkinatakaajaperusteisia markkinoita, kuten tuonnempana käy ilmi, jäljempänä 'vakiintuneet markkinat'). Erotus on yleensä suurempi harvemmin ja pienemmissä erissä vaihdettujen osakkeiden osalta. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan Ofexissa suurin osto- ja myyntikurssien erotus oli jopa 75 prosenttia, kun taas kuuden West Midlandsin alueella toimivan yrityksen osto- ja myyntikurssien keskimääräinen erotus Ofexissa oli 16 prosenttia ennen vuoden 2006 syyskuuta edeltäneiden 12 kuukauden aikana.

(53) Investbx ulkoistaa sääntelyyn ja kaupankäyntiin liittyvät kalliit ja monimutkaiset toiminnot FSA:n valtuuttamalle yritykselle. Yksi tällainen yritys on The Share Centre, joka valittiin tarjouskilpailun voittajaksi *Euroopan unionin virallisessa lehdessä* julkaistun syrjimättömän valintamenettelyn jälkeen. The Share Centrelle kuuluvat seuraavat tehtävät: FSA:n lupa ja siihen liittyvien sääntöjen noudattaminen; osakkeiden Internet-pohjaisen välityssovelluksen tarjoaminen; vastaanottavan välittäjän palvelut (rahojen periminen uusiin osakkeisiin sijoittavilta), työntekijöiden osakejärjestelmän hallinnointi, kaupankäyntijärjestelmän tarjoaminen ja huutokauppojen pitäminen.

(54) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset vahvistivat, että palkkiot, joita Investbx veloittaa sijoituskohteena olevilta pk-yrityksiltä ja sijoittajilta jälkimarkkinapalveluista, vastaavat The Share Centren yksittäisiltä yrityksiltä veloittamia markkinahintoja. Investbx saa alennuksen The Share Centreltä.

### 2.7. **Välilliset edunsaajat**

(55) Investbx:n ensi- ja jälkimarkkinoilla käydään kauppaa yksityisten markkinatoimijoiden, sijoittajien ja sijoituskohteiden kesken. Nämä voivat hyötyä toimenpiteestä ainoastaan välillisesti.

#### 2.7.1. *Sijoittajat*

(56) Koska institutionaalisilla sijoittajilla on taipumusta sijoittaa suurempiin eriin, Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset katsovat, että nämä sijoittajat eivät ole kiinnostuneet Investbx:n käytöstä. Tämän johdosta Investbx odottaa hankkivansa varoja ensi sijassa yksittäisiltä yksityisiltä sijoittajilta, kuten varakkailta yksityishenkilöiltä. Investbx kohdistaa toimintansa ensi sijassa mutta ei pelkästään West Midlandsin alueen sijoittajiin, sillä Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset uskovat, että ne sijoittavat todennäköisemmin kyseisellä alueella sijaitseviin pk-yrityksiin.

(57) Investbx voi ottaa yhteyttä sijoittajiin joko suoraan tai välittäjien tai konsortioiden kautta. Joka tapauksessa yhtäkään sijoittajaa ei suljeta pois Investbx:stä eikä yksikään sijoittaja joudu eriarvoiseen asemaan Investbx:n käytön vuoksi riippumatta siitä, mistä sijoittajat ovat tai ovatko ne institutionaalisia vai yksittäisiä yksityisiä sijoittajia.

(58) Yksittäiset yksityiset sijoittajat voivat osallistua ensirahoitukseen varainhankinnan aikana ja tutustua sijoituskohteita koskeviin esittelyihin ja riippumattomiin tutkimuksiin. Nämä mahdollisuudet ovat Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan yleensä ainoastaan institutionaalisten sijoittajien ulottuvilla. Kaikki sijoittajat voivat tehdä ostotarjouksen uusista osakkeista suoraan Internet-sivujen tai rahoitusvälittäjien kautta.

#### 2.7.2. *Sijoituskohteena olevat pk-yritykset*

(59) Investbx:ää voivat käyttää vain West Midlandsin alueella toimivat pk-yritykset, joilla on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma ja vähintään kahden vuoden kokemus kaupankäynnistä ja jotka etsivät laajentamiseen tarvittavaa pääomaa ([9]). Investbx voi poikkeuksellisesti ottaa huomioon pk-yrityksen, jolla ei ole kahden vuoden kokemusta kaupankäynnistä, jos pääomasijoittaja on sijoittanut yritykseen sen kehittäessä tuotteitaan tai palvelujaan. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat vahvistaneet, että pk-yritysten hankkiman rahoituksen määrä on enintään 2 miljoonaa Englannin puntaa vuodessa ja että määrä ei ylitä valtiontuesta pieniin ja keskisuuriin yrityksiin tehtävien riskipääomasijoitusten edistämiseksi annettujen yhteisön suuntaviivojen ([10]), jäljempänä 'riskipääomaa koskevat suuntaviivat', 2.2 kohdan h alakohdassa määriteltyä laajentamiseen tarvittavaa pääomaa.

([9]) Sellaisena kuin se on määriteltynä yhteisön suuntaviivoissa valtiontuesta pieniin ja keskisuuriin yrityksiin tehtävien riskipääomasijoitusten edistämiseksi, EUVL C 194, 18.8.2006, s. 2.

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

(60) Sijoittajien suojan varmistamiseksi Investbx:ään liittyvien yritysten on täytettävä FSA:n asetuksen mukaiset sääntely- ja tiedonantovaatimukset.

### 2.8. **Toimenpiteen palveluntarjoajaa koskeva valintamenettely**

(61) Investbx:n tärkein palveluntarjoaja, The Share Centre, on valittu *Euroopan unionin virallisessa lehdessä* ([11]) julkaistun kilpailuun perustuvan syrjimättömän valintamenettelyn avulla. Kolme yritystä teki virallisen tarjouksen: Ofex, Univits ja The Share Centre. Kolmen riippumattoman asiantuntijan ja kolmen AWM:n sisäisen tarkastajan muodostama työryhmä arvioi valintaa, joka perustui 18 arviointikriteeriin. Näiden kriteerien mukaan Univitsin ehdotus sai vähiten pisteitä. Parhaimman tarjouksen tehnyt The Share Centre ja toiseksi parhaaksi arvioitu Ofex kutsuttiin haastatteluun. The Share Centre sai arvioinnissa huomattavasti enemmän pisteitä kuin Ofex ja sen vuoksi se Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan valittiin tarjouskilpailun voittajaksi.

(62) Koska hanke on teknisesti monimutkainen ja markkinaoperaattorin rooli on tärkeä liiketoiminnan menestymisen kannalta, molempien haastateltujen yritysten osalta tehtiin ylimääräinen riippumaton arviointi. Myös sen perusteella The Share Centre voitti tarjouskilpailun.

(63) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan kaikille osapuolille ilmoitettiin päätöksestä helmikuussa 2004. Ofex pyysi tietoja siitä, miksi sitä ei ollut valittu, ja nämä tiedot toimitettiin sille. Tämän jälkeen ei tehty virallista valitusta eikä oikeusmenettelyä pantu vireille.

### 2.9. **Investbx:n ja Ofexin välinen vertailu**

(64) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat toimittaneet Investbx:n ja Ofexin eroavaisuuksista seuraavat tiedot, joita ei kiistetty asianomaisten lausunnoissa:

| INVESTBX | OFEX |
|---|---|
| **Maantieteellinen toiminta-alue** | |
| Vain West Midlandsin pk-yritykset | Kansallinen ja kansainvälinen |
| West Midlandsin alueeseen keskittynyt 6–8 hengen ryhmä | Yksi liiketoiminnan kehityksestä vastaava johtaja, toimipaikkana Lontoo, kattaa kaikki Yhdistyneen kuningaskunnan 9 aluetta |
| **Kohdemarkkinat** | |
| Vain laajentamisvaiheessa olevat pk-yritykset | Kaikenkokoiset yritykset |
| Enintään 2 miljoonaa euroa vuodessa | Ei rajoituksia |
| **Tarjotut palvelut** | |
| Ensisijaisena tavoitteena on hankkia ensirahoitusta pk-yrityksille | Ensi- ja jälkimarkkinat. Välittäjät huolehtivat varainhankinnasta. |
| Riippumaton tutkimus on edellytys järjestelmään liittymiselle | Ei vastaavaa vaatimusta |
| Toimeksiantoihin perustuva kaupankäyntijärjestelmä, ajoittaiset huutokaupat, joissa ostajat ja myyjät saatetaan yhteen yhdellä hinnalla | Hintanoteerauksiin perustuvat markkinat; reaaliaikainen kaupankäynti yhdellä hinnalla, jolla ostetaan, ja toisella hinnalla, jolla myydään; tämä johtaa osakkeiden osto- ja myyntikurssien väliseen erotukseen |
| **Sääntely** | |
| Investbx on vaihtoehtoisen kaupankäyntijärjestelmän (ATS) toimintaa harjoittavan The Share Centren nimittämä edustaja | Ofex on tällä hetkellä FSA:n suoraan valtuuttama vaihtoehtoinen kaupankäyntijärjestelmä |

## 3. **SYYT MENETTELYN ALOITTAMISEEN**

(65) Menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessään komissio tarkastelee Investbx:lle myönnettyä tukea. Lisäksi se ilmoittaa aikovansa tarkastella sijoittajien ja pk-yritysten mahdollisesti saamaa tukea.

(66) Komissio toteaa päätöksessään, että vaikka toimenpiteen tarkoituksena on poistaa pk-yritysten oman pääoman ehtoisen rahoituksen puute, se ei kuulu riskipääomaa koskevan tiedonannon ([12]) soveltamisalaan. Koska Investbx ei tarjoa pääomasijoituksia pk-yrityksille, sitä ei voida pitää pääomasijoitusrahastona. Toimenpiteen tavoitteena on perustaa kaupankäynti-infrastruktuuri sijoittajille ja pk-yrityksille. Investbx:lle myönnetty tuki ei ole alueellista tukea koskevien suuntaviivojen mukaista. Myöskään muita valtiontukiasetuksia, puitteita tai suuntaviivoja ei voida soveltaa. Tämän vuoksi komissio toteaa menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä, että Investbx:lle myönnettyä tukea voitaisiin arvioida suoraan EY:n perustamissopimuksen 87 artiklan 3 kohdan c alakohdan nojalla. Tästä seuraa, että markkinoilla on oltava tarkoin määritelty toimintapuute, tukiväline on kohdistettava markkinoiden toimintapuutteeseen ja yhteisen edun on kaiken kaikkiaan oltava kilpailun vääristymistä ja kauppaan kohdistuvaa vaikutusta merkittävämpi.

([11]) EUVL S 206, 25.10.2003, N:o 186003.

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

(67) Menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä komissio epäilee, soveltuuko toimenpide yhteismarkkinoille. Erityisesti komissio ei ole varma, onko *Enterprise Capital Funds* -tukiohjelmaa koskevassa komission päätöksessä ([13]) todettu noin 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruinen markkinoiden toimintapuute vielä olemassa Yhdistyneessä kuningaskunnassa ja varsinkin West Midlandsin alueella.

(68) Komissio haluaa myös tutkia Investbx:n ja perinteisten markkinoiden, erityisesti Ofexin, välisiä eroja. Päätöksessä komissio ilmoittaa aikovansa tutkia LSE:n, AIM:n ja Ofexin sekä velkarahoitusta tarjoavien toimijoiden kanssa mahdollisesti käytävää kilpailua. Tarkoituksena on tarkistaa, että kilpailun vääristyminen ja kauppaan kohdistuva vaikutus ovat vähäisiä, jotta tukitoimenpide ei kaiken kaikkiaan ole ristiriidassa yhteisen edun kanssa.

(69) Komissio päättää vasta kolmansien esittämien huomautusten arvioinnin jälkeen, kohdistuuko Yhdistyneen kuningaskunnan ehdottama toimenpide tarkoin määriteltyyn markkinoiden toimintapuutteeseen ja ovatko sen kilpailuun ja kaupankäynnin edellytyksiin kohdistuvat vaikutukset ristiriidassa yhteisen edun kanssa.

## 4. ASIANOMAISTEN HUOMAUTUKSET

(70) Komissio sai huomautuksia kahdeltakymmeneltä asianomaiselta neuvoston asetuksen (EY) N:o 659/1999 ([14]) 20 artiklan 2 kohdan nojalla. Näistä kahdestakymmenestä asianomaisesta seitsemäntoista tuki Investbx-toimenpidettä. Toimenpiteen tukijoita olivat West Midlandsin alueen yritykset, ammattiyhteisö, pääomasijoittajat, liiketoimintaorganisaatiot, yliopistot, akateemiset asiantuntijat ja pörssimeklarit sekä eräs eurooppalainen maakunta. Ofexin lisäksi JP Jenkins Stockbrokers ja Quoted Companies Alliance esittivät kriittisiä huomautuksia toimenpiteestä.

### 4.1. Toimenpidettä tukevat huomautukset

(71) Suurimmassa osassa seitsemästätoista myönteisestä huomautuksesta vahvistettiin markkinoiden toimintapuute 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruisen pääoman tarjonnassa. Erään osapuolen mukaan markkinoiden toimintapuute oli jopa 3 miljoonaa puntaa. Markkinoiden toimintapuutteen väitettiin koskevan sekä kysyntä- että tarjontapuolta. Katsottiin, että sitä eivät voi ratkaista bisnesenkelit, jotka tarjoavat pienempiä määriä, eivät yksityiset pääomasijoitusrahastot, jotka keskittyvät suurempiin kauppoihin, eivätkä vakiintuneet markkinat, kuten AIM tai Ofex, joiden väitetään keskittyvän Lontoon ja Kaakkois-Englannin alueille eikä niiden katsota olevan kiinnostuneita West Midlandsin alueen markkinoiden kehittämisestä. Nykyisiä järjestelmiä käyttävät pk-yritykset kärsivät sijoittajien vähäisestä mielenkiinnosta, sillä sijoitusmäärät ovat pieniä ja sen vuoksi myös pk-yrityksistä tehdään vähän selvityksiä. Useiden osapuolten mukaan Investbx on hyödyllinen ja tarpeellinen väline markkinoiden toimintapuutteen poistamiseksi. Se toimii myös siltana vakiintuneemmille markkinoille. Tarjoamalla mahdollisuuden irtautua sijoituksesta Investbx lisää myös bisnesenkeleiden kiinnostusta.

(72) Useat osapuolet vahvistavat, että tarvitaan paikalliset markkinat, jotka keskittyvät suurten toimijoiden jättämään markkinoiden toimintapuutteeseen ja jotka hyötyvät paikallisesta tietämyksestä, asiantuntemuksesta ja henkilökohtaisista verkostoista. Eräiden osapuolten mukaan valtiontuki on välttämätöntä, sillä pelkästään yksityinen sektori ei tarjoa pääomaa paikallistasolla. Warwickin yliopiston toimittamassa tutkimuksessa tarkastellaan muun muassa erästä pk-yritystä, jonka oli pitänyt etsiä kasvupääomaa Australian markkinoilta West Midlandsin alueen rahoitusvajauksen ja nykyisille markkinoille tulon korkeiden kustannusten vuoksi. Väitetään, että koska sijoittajien ei ole taloudellisesti kannattavaa käydä säännöllisesti muilla alueilla etsimässä ja seuraamassa sijoituskohteita, Investbx parantaa tilannetta hankkimalla pääomaa ensi sijassa paikallisilta sijoittajilta, erityisesti varakkailta yksityishenkilöiltä. Investbx:ää kiitetään sen innovatiivisesta ja kustannustehokkaasta suunnitelmasta, jonka avulla voidaan lisätä pk-yritysten kilpailukykyä ja parantaa tilannetta West Midlandsin alueella useiden talouskriisien, kuten MG Roverin romahduksen jälkeen.

(73) Muista jäsenvaltioista olevat osapuolet ilmaisevat tukensa Investbx:lle ja uskovat, että se toimii kokeiluhankkeena, josta saatavista kokemuksista ja hyvistä käytännöistä muut Euroopan yhteisön alueet voivat oppia.

### 4.2. Kriittiset huomautukset

(74) Quoted Companies Alliance, jäljempänä 'QCA', väittää, että paikallinen pörssi veisi likviditeettiä muilta markkinoilta ja että se *"ei ymmärrä, kuinka pieni paikallinen pörssi voisi täyttää nämä [kattavat säännökset] ilman valtavaa tukea veronmaksajilta"*.

(75) JP Jenkins, kauppojen toteuttamiseen keskittynyt riippumaton meklariyritys, joka on erikoistunut osakekauppojen täsmäyttämiseen, väittää, että Investbx:stä tulee sen suora kilpailija ja että valtiontuki vääristää kilpailua ja haittaa JP Jenkinsin asemaa.

(76) Jamie Whitehorn, Ofexin lakiasiantuntija, katsoo, että Yhdistyneen kuningaskunnan näkemys väitetyn 0,5–2 miljoonan punnan suuruista rahoitusta koskevan markkinoiden toimintapuutteen syistä ja olemassaolosta on sekä

([13]) Komission päätös C(2005) 1144, EUVL L 91, 29.3.2006, s. 16.

([14]) Neuvoston asetus (EY) N:o 659/1999, annettu 22 päivänä maaliskuuta 1999, Euroopan yhteisön perustamissopimuksen 93 artiklan soveltamista koskevista yksityiskohtaisista säännöistä (EYVL L 83, 27.3.1999, s. 1).

virheellinen että toteennäyttämätön. Kysyntä- ja tarjontapuolta koskevien puutteellisten tietojen osalta Jamie Whitehorn katsoo, että ei ole ensinnäkään todisteita siitä, että pk-yrityksillä ei ole tarpeeksi tietoja mahdollisuuksista hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta, ja toiseksi siitä, että West Midlandsin alueen yritykset, joilla on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma, eivät voi hankkia pääomaa Ofexin tai AIM:n kautta, sekä kolmanneksi siitä, että sijoittajilla ei ole "*asianmukaisia ja luotettavia tietoja mahdollisista sijoituskohteista*".

(77) Ofexin ja QCA:n mukaan tällä hetkellä oman pääoman ehtoista rahoitusta etsiville pk-yrityksille palveluja tarjoavat Ofex, AIM, JP Jenkins Limited, meklariverkostot ja sijoittajien postituslistat. Pääomaa voidaan hankkia myös käyttämällä FSA:n ylläpitämää "*hyväksyttyjen sijoittajien*" rekisteriä.

(78) Ofex ilmoitti olevansa huolissaan siitä, että eräät tiedot, joihin komission alustava arviointi perustuu, ovat puutteellisia, vanhentuneita ja/tai ristiriidassa Yhdistyneen kuningaskunnan pääomamarkkinoiden toimintatavan kanssa.

(79) Ofex katsoo, että tutkimukset, jotka Yhdistynyt kuningaskunta toimitti *Enterprise Capital Funds* -tukiohjelman yhteydessä ja joihin komissio viittaa, ovat vanhentuneet Ofexin tarjoamien palvelujen osalta. Kahden viime vuoden aikana Ofexin markkinat ovat parantuneet perinpohjaisesti. Tämä on heijastunut Ofexiin hyväksyttyjen pk-yritysten määrässä, joka kasvoi vuonna 2005 vuoteen 2004 verrattuna. Näiden yritysten varainhankinta kohdistui alle 2 miljoonaan Englannin puntaan.

(80) Ofexin mukaan Investbx ei ratkaisisi perusongelmia, vaikka oletettaisiin, että markkinat toimivat puutteellisesti. Investbx ei voi korjata tietovajetta, sillä lainsäädännöllisten rajoitusten vuoksi se ei voi antaa enempää tietoja kuin nykyisin Ofex tai AIM. Transaktiokustannukset, ts. asiantuntijapalkkiot ja yrityksen yksityiskohtaisesta analyysista (due diligence -analyysi) aiheutuvat kustannukset ovat samantapaiset kaikilla markkinoilla, ja Ofexin ja AIM:n palkkiot muodostavat vain pienen osan varainhankinnan kokonaiskustannuksista.

(81) Ofex katsoo myös, että toimenpide ei ole aiheellinen väline, koska jos se suljetaan viiden vuoden kuluessa, kyseinen kaupankäyntijärjestelmä katoaa ja pk-yrityksen ja sen osakkeenomistajien väliset yhteydet katkeavat. Tämä saattaisi johtaa siihen, että sijoittajat sidottaisiin yritykseen, mikä johtaisi epävarmuuteen viisivuotiskauden loppuvaiheessa.

(82) Lisäksi Ofex väittää, että huutokauppaperusteisella järjestelmällä on rajoituksia, jotka vähentävät sen soveltuvuutta kaupankäyntiin markkinatakaajavetoisiin järjestelmiin verrattuna. Ensiksikin myynti edellyttää sekä myyjän että ostajan saattamista yhteen tiettyyn aikaan. Toiseksi järjestelmä ei tarjoa riittävästi toimeksiantoja, joiden perusteella sijoittajat saisivat luotettavasti tietoja osakkeen hinnasta. Sen sijaan markkinatakaajajärjestelmässä kauppoja voidaan tehdä koska tahansa.

(83) Ofex katsoo, että se, AIM ja LSE kattavat täysin "ponnahduslautatoiminnon". Ofexin mukaan väitettyä pk-yrityksiä koskevaa markkinoiden toimintapuutetta ei saataisi korjattua tavoitteen mukaisesti ja/tai markkinoilla on jo nyt useita kilpailevia vaihtoehtoja, jotka tarjoavat vastaavat keinot hankkia pääomaa.

(84) Ofex väittää myös, että ehdotettu valtiontuki kohdistuu pikemminkin Investbx:n kuin pk-yritysten toimintakustannuksiin. Ehdotettu tuki ei myöskään hyödyttäisi pk-yrityksiin mahdollisesti sijoittavia eikä pääomaa hankkivia pk-yrityksiä vaan itse Investbx:ää, jonka kautta toimenpiteet toteutetaan. Ofex katsoo merkittäväksi sen, että ehdotettu väline ei oletettavasti toimi riskipääomaa koskevassa tiedonannossa tarkoitetun mekanismin kautta.

(85) Ofex katsoo, että ehdotetulla tuella ei ole väitettyä kannustavaa vaikutusta. Jos yritykset haluavat hankkia pääomaa ja ne uskovat, että tämä onnistuu parhaiten osakkeiden kaupankäyntijärjestelmän kautta, sitä varten on jo olemassa markkinoita. Midlandsin alueella toimivat yritykset ovat jo käyttäneet näitä järjestelmiä hyödykseen.

(86) Ofex viittaa lisäksi HM Treasuryn raporttiin "*Bridging the Finance Gap*" (joulukuu 2003) ja väittää, että sijoittajiin ei niinkään vaikuta maantieteellinen sijainti vaan itse liiketoimintaehdotus.

(87) Ofex toteaa, että sen järjestelmässä vähittäissijoittajien saatavilla on pk-yritysten osakkeiden uusanteja, joita ne voivat merkitä. Kun otetaan huomioon niiden yritysten osuus, joiden Ofexin kautta hankkiman pääoman määrä on alle 2 miljoonaa puntaa, Investbx kilpailee suoraan Ofexin kanssa sen sijaan, että se täydentäisi Ofexia. Ofex on myös huolestunut siitä, että Investbx saattaisi syrjäyttää muut toimijat markkinoilta sille myönnetyn valtiontuen vuoksi, koska se estäisi muita mahdollisia sijoittajia tarjoamasta lisäpääomaa muille olemassa oleville tai mahdollisille osakemarkkinoille. Ofex perustelee väitettään sillä, että valtiontuen myöntämisen vuoksi Investbx:n ei tarvitsisi tehdä voittoa vaan se voisi käyttää sellaista tuottomallia, jonka tarkoituksena on yksinkertaisesti kattaa valtiontuen ulkopuolelle jäävät ylimääräiset kustannukset. Sen sijaan Investbx:n kilpailijat (kuten Ofex) saavat rahoituksensa yksityissektorin sijoittajilta, jotka haluavat tuottoa. Tällaisten kilpailijoiden on siksi saavutettava riittävä marginaali tehdäkseen voittoa. Väitetään, että Investbx voisi tältä osin rajoittaa innovointia rahoitusmarkkinoilla. Lisäksi katsotaan, että valtiontuen tukemalla järjestelmällä, joka ei perustu voittoon, ei ole samaa kaupallista pakkoa parantaa palvelujaan tai ottaa käyttöön uusia, asiakkaita hyödyttäviä palveluja.

(88) Ofex toteaa yhteenvetona, että ehdotettua tukitoimenpidettä ei voida katsoa yhteisen edun mukaiseksi.

## 5. YHDISTYNEEN KUNINGASKUNNAN HUOMAUTUKSET

### 5.1. Menettelyn aloittamista koskevaan päätökseen liittyvät huomautukset

(89) Menettelyn aloittamista koskevasta päätöksestä esittämissään huomautuksissa Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat, että Investbx:n toimintaperiaate pohjautuu hyvin tunnettuun markkinoiden toimintapuutteeseen, joka kohdistuu 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruisen pääomarahoituksen tarjontaan West Midlandsin alueella. Huolimatta siitä, että on perustettu monia julkisesti tuettuja pääomasijoitusrahastoja, väitetään, että pk-yrityksille suunnatusta rahoituksesta on puute. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat, että koska kaikkien käytettävissä olevien todisteiden mukaan yksityissektori ei korjaa markkinoiden toimintapuutetta, ainoa tapa ratkaista ongelma on edistää markkinoiden toimintaa julkisin toimin.

(90) Markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi Investbx:n tarkoituksena on toimia alueellisena vauhdittajana, joka saattaa yhteen pk-yritykset ja sijoittajat Internetissä käytettävän osakkeiden kaupankäyntijärjestelmän kautta. Lisäksi se tarjoaa pk-yritysten varainhankintaan keskittyviä täydentäviä palvelukokonaisuuksia. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten tietojen mukaan yhteisössä ei tällä hetkellä ole mitään Investbx:n kaltaista järjestelmää. Kyseessä on innovatiivinen ja ainutlaatuinen hanke, joka voi hyödyttää kaikkia yhteisön eri puolilla sijaitsevia alueita. Ne voivat seurata, kuinka hanke edistyy markkinoiden toimintapuutteen korjaamisessa, ja tutkia, ovatko tämänkaltaiset alueelliset Internet-pohjaiset pörssit kestäviä ja auttavatko ne aluetalouksia.

(91) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat, että AWM valitsi The Share Centren *Euroopan unionin virallisessa lehdessä* julkaistun avoimen valintamenettelyn kautta Investbx:n markkinatoimintaa varten. Lisäksi ne huomauttavat, että Ofex tuki hanketta sekä ennen kuin Investbx:n toiminnan harjoittamista koskeva tarjouskilpailu ratkesi sen kannalta kielteisesti että välittömästi tämän ratkaisun jälkeen. Viranomaiset toteavat myös, että valintamenettely toteutettiin objektiivisella tavalla ja että missään vaiheessa ei ole kyseenalaistettu menettelyn oikeudenmukaisuutta.

(92) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset uskovat, että Investbx:stä ovat kiinnostuneet uudenlaiset sijoittajat ja että sen vuoksi Investbx ei kilpaile varoista Ofexin kanssa. Investbx toimii pikemminkin väliportaana vakiintuneemmille markkinoille kuin kilpailijana.

(93) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat, että sijoittajien käytössä ei ole menettelyn aloittamista koskevassa päätöksessä mainittuja parempia palveluja. Tämän johdosta toimenpide ei johda kilpailun vääristymiseen. Viranomaiset toteavat, että Investbx tarjoaa yleisölle uusia osakkeita toisin kuin vakiintuneemmat markkinat, joilla uusanteja voivat yleensä merkitä vain muutamat institutionaaliset sijoittajat.

(94) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset vahvistavat, että Investbx:llä on kahdenlainen rooli (se toimii tiedonvaihtofoorumina ja kaupankäyntijärjestelmänä), jota tällä hetkellä Ofex tai muut organisaatiot eivät täytä. Investbx:n rakenne valittiin sen vuoksi, että sen avulla AWM voi käyttää todellista määräysvaltaa Investbx:ssä. Lisäksi se varmistaa, että varoista saatava hyöty ei valu kolmansille osapuolille ja että Investbx:n myynnistä mahdollisesti saatava hyöty palautuu AWM:lle, jos hanke osoittautuu menestykselliseksi.

(95) Investbx:n liiketoimintasuunnitelman mukaan ensirahoitusta hankitaan viiden vuoden aikana vähintään 47:lle West Midlandsin pk-yritykselle. Tarkoituksena on hankkia vähintään 70 miljoonaa Englannin puntaa. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten 21 päivänä marraskuuta 2005 päivättyyn kirjeeseen sisältyi seuraava vertailu Ofexin kanssa:

*Yhdistyneen kuningaskunnan tasolla*

— Vuotta 2000 seuranneiden viiden vuoden aikana Ofexin kautta hankittiin vain 43,3 miljoonaa Englannin puntaa ensirahoituksena 39:lle eri puolilla maata toimivalle yritykselle, kun tarkoituksena oli hankkia 0,5–2 miljoonaa puntaa yritystä kohden.

— Kun kokonaisvarainhankinnasta poistetaan jälkirahoitus, Ofexiin listautuneet yritykset hankkivat vain vaatimattomia määriä ensiemissioiden kautta.

*West Midlands*

— Ofexiin listautuneiden kymmenen West Midlandsin alueen yrityksen osuus kaikista Ofexiin listautuneista yrityksistä on vain 7 prosenttia (marraskuu 2005).

— Kun otetaan huomioon vain West Midlandsin alueen yritykset, Ofexin kautta on hankittu yhteensä 12 miljoonaa Englannin puntaa (ensi- ja jälkirahoitus) viiden vuoden aikana (2001–2005). Tämä on vain 4,1 prosenttia Ofexin kautta hankitun rahoituksen kokonaismäärästä Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Ofexin kautta West Midlandsin yrityksille hankitusta rahoituksesta yli 50 prosenttia kohdistui yhteen yritykseen.

— Vuoden 2000 jälkeisten viiden vuoden aikana Ofexin kautta hankittiin vain 3,5 miljoonaa Englannin puntaa ensirahoituksena viidelle West Midlandsin

alueella toimivalle yritykselle. Ofexiin vuonna 2004 listautuneista 20 uudesta yrityksestä vain yksi toimii West Midlandsin alueella.

(96) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat 21 päivänä marraskuuta 2005 päivätyssä kirjeessään, että Ofexin varainhankinta kattaa koko maan toisin kuin Investbx:n toiminta, joka keskittyy yhdelle alueelle eli West Midlandsiin. Väitetään, että West Midlandsin alueen yli 300 000 pk-yrityksestä vain 57 on noteerattu AIM:ssä, 10 Ofexissa ja 5–10 yritystä saa vuosittain rahoitusta joltakin suurelta pääomasijoittajalta. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset eivät ole vakuuttuneita, että Ofexilla tai muulla toimijalla on tarvittavat resurssit tai erityinen suunnitelma West Midlandsin alueella vallitsevan markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi tai että ne olisivat kiinnostuneita kyseisen toimintapuutteen korjaamisesta. Kahdessa erillisessä kokouksessa Ofexin johtajia pyydettiin esittelemään suunnitelmansa West Midlandsin markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi, mutta Ofex ei tehnyt näin. Saatavilla olevien todisteiden perusteella Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset päättelevät, että Ofex ei aikaisemminkaan täyttänyt Investbx:n suunnittelemaa roolia eikä se voi eikä aio tehdä niin tulevaisuudessakaan. Viranomaisten mukaan Investbx:n perustaminen ei aiheuta minkäänlaista haittaa Ofexille. Investbx:n päätavoitteena on toimia eräänlaisena ”syöttävänä pörssinä”, jossa yritykset voivat totuttautua noteerattua yritystä koskeviin vaatimuksiin ja valmistautua myöhemmin siirtymään vakiintuneille markkinoille.

(97) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan tukea ei siirry pk-yrityksille tai sijoittajille. Pk-yritykset palkkaavat neuvonantajat suoraan ja maksavat näiden palveluista markkinahinnan.

(98) Viranomaiset yhtyvät näkemykseen, jonka mukaan Investbx on tuensaaja. Jotta tuki voitaisiin katsoa yhteismarkkinoille soveltuvaksi, markkinoilla on oltava tarkoin määritelty toimintapuute. Pienten yritysten kannalta vaikein oman pääoman ehtoisen rahoituksen puute koskee noin 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruisia määriä. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat, että tätä näkemystä tukevat monet riippumattomat selvitykset, komission päätökset aikaisemmissa tapauksissa ja myös riskipääomaa koskevat suuntaviivat. Viranomaiset eivät ole löytäneet todisteita siitä, että arvio markkinoiden toimintapuutteesta, joka vahvistettiin uudelleen *Enterprise Capital Funds* -päätöksessä ([15]), olisi muuttunut tällä välin. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset esittävät lainauksia lausunnoista, joita ovat antaneet West Midlandsin alueen laajaa ammattiyhteisöä edustavat merkittävimmät toimijat ja joissa tuetaan Investbx:n tarvetta. Eräs paikallinen pääomasijoittaja totesi, että vuosittain saaduista 500–750 ehdotuksesta alle 1 prosentti saa rahoitusta. Useimmilla hylätyillä yrityksillä on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma ja vaikka ne eivät sovellu pääomasijoituskohteiksi, ne saattavat soveltua Investbx:ään. Painottaakseen markkinoilla yksiselitteisesti vallitsevaa rahoituksen puutetta Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset viittaavat lisäasiakirjoihin (kuten HM Treasuryn budjettia koskeva mietintö ”Bridging the Finance Gap”, Yhdistyneen kuningaskunnan puheenjohtajavaltiona ennen pääomasijoittamista koskenutta kokousta julkaisema keskusteluasiakirja ja Confederation of British Industryn ”SME Trends Survey”).

(99) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset eivät alun perin sulkeneet pois enintään 5 miljoonan Englannin punnan suuruisia sijoituksia, sillä niiden mukaan markkinoiden toimintapuute haittasi varainhankintaa tälle tasolle asti. Menettelyn myöhemmässä vaiheessa ne kuitenkin vahvistivat, että Investbx:n kautta viiden ensimmäisen vuoden aikana tehdyt sijoitukset olisivat suuruudeltaan enintään 2 miljoonaa Englannin puntaa vuodessa ja yli 2 miljoonan punnan sijoitukset ilmoitettaisiin komissiolle.

(100) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mielestä ilmoitettu tukiväline kohdistuu markkinoiden toimintapuutteeseen ja ylittää perinteiset keinot tilanteen ratkaisemiseksi. Investbx on tarkoitettu täydentämään muita rahoituksen tarjoajia sekä houkuttelemaan ja käyttämään muita rahoituslähteitä pk-yritysten eduksi. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset katsovat, että hankkeen kannustava vaikutus on selvä, sillä ilman julkisia toimia Investbx:ää ei perustettaisi.

(101) Viranomaiset katsovat, että Investbx:n perustaminen ja alkurahoitus eivät vääristä kilpailua vaan pikemminkin ne auttavat korjaamaan markkinoiden toimintapuutteen, jonka ratkaisemiseen ei ole vielä keskitytty. Vaikka voitaisiin väittää, että toimenpide saattaa vääristää kilpailua, enintään viiden vuoden aikana hankittavan rahoituksen rajoitettu määrä sekä se, että Investbx:n vaikutus kohdistuu vain yhteen Yhdistyneen kuningaskunnan alueeseen, tarkoittavat, että EU:n kaikkien alueiden mahdollisesti saama hyöty ylittää reilusti kilpailun vääristymisen vaikutukset. Viiden vuoden jälkeen Investbx:n on oltava omarahoitteinen ja kun sen liiketoiminta toivottavasti myydään, mahdollinen tuotto palautuu AWM:lle.

(102) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset katsovat, että Investbx:n mahdollinen vaikutus kilpailuun on rajallinen eikä sillä ole havaittavaa vaikutusta kauppaan, koska sen tarkoituksena on toimia vain yhdellä Englannin yhdeksästä alueesta. Koska se toimii alueellisesti, se ei voi vääristää taloudellista toimintaa West Midlandsin alueen ulkopuolella. Jos Investbx:n toiminta osoittautuu menestyksellisiksi, EU:n muissa osissa toteutettavat vastaavat hankkeet lisäisivät yksityisen sektorin kiinnostusta eivätkä ne tarvitsisi julkista tukea.

(103) Jos hanke menestyy ja markkinoiden toimintapuute korjautuu, tämä on silloin ollut erinomainen tapa saavuttaa kyseinen tavoite erittäin vähäisin julkisin menoin tai vähäisellä kilpailun vääristymisellä. Jos taas hanke epäonnistuu, kilpailu ei ole vastaavasti vääristynyt, mutta silloin tiedetään, että joko Investbx-malli ei ollut tarkoituksenmukainen keino korjata markkinoiden toiminta-

([15]) Asia N:o 2006/250/EY — Yhdistynyt kuningaskunta — Enterprise Capital Funds, EUVL L 91, 29.3.2006, s. 16.

puute tai tapa, jolla AWM pyrki toteuttamaan kyseisen mallin, ei ollut asianmukainen ja että olisi harkittava vaihtoehtoista lähestymistapaa.

### 5.2. **Yhdistyneen kuningaskunnan huomautukset kolmansien osapuolten kriittisistä kommenteista**

(104) JP Jenkinsin esittämien kommenttien osalta Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset tekevät selvän eron Investbx:n ja tämän yrityksen välille. Ne toteavat, että JP Jenkins Stockbrokersin liiketoimintamalli on täysin erilainen kuin Investbx:n toimintamalli. JP Jenkins Stockbrokers on markkinatakaaja ja arvopaperivälittäjä, joka hoitaa ainoastaan kauppojen toteutuksen täsmäyttämällä listaamattomien ja noteeraamattomien arvopaperien kauppoja pörssin ulkopuolella. Näille markkinoille ei ole sääntelyllisiä velvoitteita. Investbx:n ensisijaisena tavoitteena on hankkia varoja pk-yrityksille eikä JP Jenkins Stockbrokers hoida tällaista tehtävää.

(105) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset vastasivat QCA:n ja Ofexin kommentteihin seuraavasti.

(106) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten 26 päivänä heinäkuuta 2005 päivättyyn valtiontuki-ilmoitukseen sisältyy laaja tosiseikkoihin perustuva selostus markkinoiden toimintapuutteista. Lisäksi ne lainaavat jatkuvan markkinoiden toimintapuutteen osoittavia tutkimuksia, kuten HM Treasury: *Pre-Budget Report on 5 December 2005*; DTI Small Business Service: *A Mapping study of Venture Capital Provision* ja CBI: *Enabling the Enterprise evolution*. West Midlandsin alueella toimii yli 300 000 pk-yritystä, ja viiden viime vuoden aikana keskimäärin vain yksi tämän alueen yritys on vuosittain liittynyt Ofexiin. Vaikka jo nyt on olemassa yksityisten sijoittajien verkosto, kolmansilta saatujen huomautusten mukaan pk-yritykset tarvitsevat ylimääräisen rahoitusvälineen, joka tarjoaa puuttuvan askelman vakiintuneille markkinoille, joille tuleminen on liian kallista niiden kehitysvaiheessa.

(107) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset myöntävät, että rahoituksen kokonaiskustannukset estävät usein pk-yrityksiä hankkimasta rahoitusta vakiintuneilta markkinoilta. Kolmansien osapuolten kommenteissa korostetaan, että emissiokustannusten osuus hankituista varoista koetaan liian suureksi. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten toimenpitein on autettu paikallisesti kilpailevia yrityksiä toimimaan yhdessä ja kehittämään vaihtoehtoiseen kaupankäyntijärjestelmään soveltuva asianmukainen kaupankäyntiprosessi sekä valmistelemaan vakiomallit, jotka alentavat varainhankinnan kustannuksia. Kokonaiskustannukset eivät saisi olla este Investbx:ään liittymiselle.

(108) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan vakiintuneilla markkinoilla on saatavilla tutkimustietoja osakkeista, jotka houkuttelevat institutionaalisia sijoituksia. Näitä tutkimuksia laaditaan institutionaalisia sijoittajia kiinnostavista osakkeista ja arvopaperivälittäjien myyntiryhmät käyttävät niitä herättääkseen institutionaalisten sijoittajien kiinnostuksen osakkeita kohtaan ja edistääkseen kaupankäyntiä. Tällaiset tutkimustiedot eivät ole kuitenkaan yksittäisten sijoittajien käytettävissä. Rahoituslaitokset eivät ole myöskään kiinnostuneita pienempien yritysten osakkeista, sillä saatavilla olevien osakkeiden määrä ei riitä merkittävään omistusosuuteen. Sen sijaan Investbx tarjoaa tietoja pk-yritysten osakkeista ja lisäksi pk-yritykset teettävät riippumattomia selvityksiä markkinahintaan antaakseen sijoittajille yksityiskohtaisia tietoja yrityksestä sijoituspäätöksen tueksi.

(109) Väitteeseen, jonka mukaan Investbx heikentäisi likviditeettiä, Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat, että *"25 vuotta sitten markkinateknologia ei pystynyt tukemaan maantieteellisesti erilaisia markkinoita, sillä saman osakkeen noteeraamisen eri markkinoilla katsottiin hajauttavan markkinalikviditeettiä. Internet tarjoaa kuitenkin mahdollisuuden korjata tämä tilanne ja suunnata alueellisten sijoittajien varoja paikallisiin yrityksiin alueen hyödyksi."* West Midlandsin kaupankäyntijärjestelmä ei hajauttaisi likviditeettiä vaan edistäisi meneillään olevaa likviditeetin keräytymistä yhteen, kun suurempia osakemääriä siirtyisi yhdellä kauppahinnalla viikoittain tai kuukausittain.

(110) Sijoittajien suojaa koskevaan huomautukseen antamassaan vastauksessa Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset mainitsevat maassa nykyisin voimassa olevat toimenpiteet, joita sovelletaan Investbx:ää käyttäviin sijoittajiin. Investbx:ään liittyvien yritysten on täytettävä tietyt vaihtoehtoiseen kaupankäyntijärjestelmään sovellettavat sääntely- ja tiedonantovaatimukset. Kuten edellä mainittiin, Investbx noudattaa FSA:n asettamia sijoittajien suojaa koskevia velvoitteita käyttämällä koetettua järjestelmää, jonka vaatimustenmukaisuuden hallinnointi on annettu The Share Centren tehtäväksi ja jolla seurataan kaikkea tähän liittyvää Investbx:n toimintaa. FSA:n sääntelemä yritys, The Share Centre, valvoo Investbx:n toimintaa ja varmistaa, että Investbx noudattaa asianmukaisia parhaita käytäntöjä, joista on määrätty FSA:n liikekäytäntösäännöissä. Lakisääteisten tietojen lisäksi Investbx antaa sijoittajille paljon enemmän tietoja pk-yrityksistä kuin yleensä on mahdollista. Tällainen tiedottaminen kuuluu sääntelyjärjestelmän ulkopuolelle ja on osoitus Investbx:n innovatiivisesta lähestymistavasta.

(111) Huutokauppaperusteiset järjestelmät ovat hintanoteerauksiin perustuvien järjestelmien hyväksytty vaihtoehto. Ne sopivat paremmin pienempien osake-erien kaupankäyntiin, kuten käy ilmi Robert Hugginsin raportista *"Regional Stock exchanges in the UK"*. Investbx:ään listautuneiden pk-yritysten kohdesijoittaja on kiinnostunut keskipitkän ja

pitkän aikavälin mahdollisuuksista ja siksi on tärkeää toimittaa kattavammat tiedot yrityksen näkymistä. Tämä sijoittajaprofiili ei edellytä samaa kykyä jatkuvaan kaupankäyntiin kuin institutionaalisen sijoittajan kohdalla. Seuraavaa huutokauppaa koskevia tietoja voidaan kuitenkin tarkastella tai toimeksiantoja muuttaa mihin vuorokauden aikaan tahansa kaikkina viikonpäivinä huutokaupan alkuun asti.

(112) Ofexin osakkeenomistajat ovat ensi sijassa arvopaperivälittäjiä ja rahoituslaitoksia, jotka sekä käyttävät hintanoteerauksiin perustuvaa markkinatakaajajärjestelmää että hyötyvät siitä merkittävästi. Kuten Ofexia koskevista tiedoista ilmenee, voidakseen käydä kauppaa milloin tahansa hintanoteerauksiin perustuvilla markkinoilla, on hyväksyttävä osto- ja myyntikurssien suuret, jopa 75 prosentin erot. Sen sijaan Investbx-mallissa ostajat ja myyjät saatetaan yhteen yhdellä hinnalla, mikä hyödyttää sekä pk-yrityksiä, jotka voivat myydä pieniä osake-eriä, että sijoittajia, jotka eivät kärsi osto- ja myyntikurssien välisestä erosta.

(113) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset katsovat, että Ofexista on tulossa vakiintuneemmat markkinat. Viimeaikaisissa lehdistölle antamissaan lausunnoissa Ofex on myöntänyt hankkineensa pääomaa rahoittaakseen kaupankäyntijärjestelmäänsä tehtävät muutokset, joiden myötä se voisi käydä helpommin osakekauppaa suoraan AIM:n ja LSE:n kilpailijana. Uuden järjestelmän ansiosta Ofex voi käydä kauppaa huomattavasti suuremmilla määrillä tiettyjä listattuja ja listaamattomia arvopapereita, jotka on noteerattu myös muissa Lontoon kaupankäyntijärjestelmissä.

(114) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset väittävät, että sijoittajia ei sidottaisi yritykseen, jos Investbx:n toiminta täytyisi lopettaa. Rahoitussopimuksessa määritellään, kuinka Investbx-hankkeesta irtaudutaan. Jos Investbx jouduttaisiin sulkemaan, pk-yritykset voisivat jatkaa kaupankäyntiä The Share Centren järjestelmässä samoin ehdoin.

(115) Viranomaiset katsovat, että Investbx:lle myönnetty tuki on vähimmäismäärä, joka tarvitaan, jotta voitaisiin korjata West Midlandsin pk-yritysten pääomarahoitusta koskeva markkinoiden toimintapuute. Investbx ei myönnä varoja suoraan, se ei valitse pk-yrityksiä syrjivästi niiden myöhemmän tuloksen tai Investbx:n kaupankäyntijärjestelmässä tehdyn arvostuksen perusteella. Toisin kuin pääomasijoittaja, Investbx ei saa korvausta pk-yrityksen myöhemmän arvostuksen perusteella. Hanke ei toteudu ilman tukea. Siihen liittyy liikaa riskejä, jotta se voitaisiin toteuttaa pelkästään yksityisin voimin, sillä tämä liiketoimintamalli on lajissaan ensimmäinen.

(116) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat eri mieltä väitteestä, jonka mukaan voittoa tavoittelematon liiketoimintamalli on taipuvainen estämään innovoinnin rahoitusmarkkinoilla. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset haluaisivat, että Investbx:stä kehittyisi uusi kannattava liiketoimintamuoto, mutta myöntävät, että varhaisvaiheessa se ei ole kannattava ja siksi tarvitaan tukea. Sen on kuitenkin tehtävä voittoa ollakseen omarahoitteinen ja elinkelpoinen pitkällä aikavälillä, kun AWM:n rajoitettu rahoitus loppuu. Ero on siinä, että voitot sijoitetaan yritykseen uudelleen sen sijaan että ne maksettaisiin osakkeenomistajille. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset arvioivat Investbx:ää mitaten sen kykyä menestyä ja saattaa West Midlandsin alueen pk-yritysten käyttöön uusia kaupallisia palveluja.

## 6. TOIMENPITEEN ARVIOINTI

(117) Komissio on tutkinut toimenpiteen EY:n perustamissopimuksen 87 artiklan ja erityisesti riskipääomaa koskevien suuntaviivojen perusteella. Seuraavassa esitellään arvioinnin tulokset.

### 6.1. Sääntöjenmukaisuus

(118) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ilmoittivat toimenpiteen. Ne totesivat, että Investbx oli yhtiöittämätön, se ei ollut aloittanut toimintaansa eikä ollut saanut avustuksia tai rahoitusta.

(119) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset totesivat lisäksi, että AWM oli palkannut henkilön Investbx:n tulevaksi toimitusjohtajaksi, mutta että kyseinen henkilö työskentelee parhaillaan AWM:ssä eri hankkeissa, joista yksi koskee Investbx:n valmistelua. Investbx:n verkkoportaalin valmistelu on alkanut. Teknisen ongelman vuoksi sivusto, joka on selvästi merkitty keskeneräiseksi, oli käytettävissä. Ongelma ratkaistiin, eikä sivusto ole enää julkinen.

(120) Investbx:ää ei ole vielä perustettu yritykseksi, eikä se ole saanut rahoitusta. Näin ollen myöskään tukea ei ole vielä myönnetty.

(121) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat sitoutuneet olemaan myöntämättä tukea ennen kuin komissio hyväksyy hankkeen. Tämän johdosta ne ovat noudattaneet perustamissopimuksen 88 artiklan 3 kohdan mukaisia velvoitteita.

### 6.2. Valtiontuen olemassaolo

(122) Menettelyn aloittamista koskevan päätöksen jälkeen valtiontukea tarkasteltiin kolmella tasolla:

— Investbx markkinapaikkana,

— sijoittajat,

— sijoituskohteena olevat pk-yritykset.

Arviointi tehdään riskipääomaa koskevien suuntaviivojen mukaisesti.

6.2.1. *Tuki Investbx:n tasolla*

(123) Investointi samoin kuin juoksevat menot rahoitetaan valtion varoista valtion omistaman AWM-kehitysviraston kautta. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan yksikään yksityinen sijoittaja ei ollut kiinnostunut sijoittamaan Investbx:ään. Tavanomaisissa markkinaolosuhteissa avustuksena saatua alkupääomaa ei olisi voitu hankkia yhtä suotuisin ehdoin. Tämän vuoksi rahoitus ei vastaa yksityisen markkinasijoittajan käytäntöä. Investbx saa näin ollen rahoitusta, jota se ei muuten voisi hankkia markkinahintaan yksityissektorilta. Sen johdosta Investbx saa valtion varoista maksettavan edun. Koska toimenpide voi vaikuttaa muihin rahoituspalvelujen tarjoajiin, erityisesti Ofexiin, kuten jäljempänä selostetaan, toimenpide saattaa vääristää kilpailua. Yleensä pääomaa ja siihen liittyviä palveluja voidaan tarjota rajojen yli. Tämä käy ilmi Warwickin yliopiston esittämästä esimerkistä, jonka mukaan eräs West Midlandsin alueella toimiva pk-yritys hankki rahoituksen Australian markkinoilta, sekä Ofexin yrityksistä tarjota palvelujaan ulkomailla. Vaikka onkin varsin epätodennäköistä, että West Midlandsin alueen pk-yritykset, jotka hakevat enintään 2:ta miljoonaa Englannin puntaa oman pääoman ehtoisena rahoituksena, etsisivät ja saisivat palveluja ulkomailta, tätä mahdollisuutta ei voida sulkea pois. Sen vuoksi toimenpide saattaa vaikuttaa yhteisön sisäiseen kauppaan. Tämän perusteella toimenpiteeseen sisältyy Investbx:lle myönnettyä perustamissopimuksen 87 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua tukea.

6.2.2. *Tuki sijoittajien tasolla*

(124) Investbx tarjoaa Internet-huutokauppajärjestelmän, joka antaa kaikille sijoittajille, niin institutionaalisille kuin yksittäisille yksityishenkilöillekin mahdollisuuden sijoittaa pk-yrityksiin. Sijoittajat voivat mahdollisesti hyötyä Investbx:n tarjoamista tiedoista ja palveluista, jotka eivät muuten olisi niiden käytettävissä. Kaikki kiinnostuneet sijoittajat voivat käyttää Investbx:ää samoin edellytyksin, ellei niitä suljeta pois Investbx:n toiminnan piiristä sijoittajien suojaa koskevan lainsäädännön perusteella. Yksittäisen sijoittajan sijoitukselle ei ole vähimmäismäärää. Riippumatta siitä, tarjoaako toimenpide edun sijoittajille, se ei ole valikoiva tällä tasolla eikä se ole sijoittajien osalta perustamissopimuksen 87 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua tukea.

6.2.3. *Tuki pk-yritysten tasolla*

(125) Pk-yritykset hyötyvät toimenpiteestä, jos ne pystyvät hankkimaan oman pääoman ehtoista rahoitusta sellaisin edellytyksin, joita ei muuten sovellettaisi markkinoilla. Yksikään markkinatoimija ei tällä hetkellä tarjoa Investbx:n tarjoamaa palvelukokonaisuutta. Se, että yksityiset sijoittajat eivät halua kehittää Investbx:n tapaista yritystä, on osoitus hankkeen riskialttiudesta. Toiminnasta aiheutuu merkittäviä yleiskustannuksia, jotka voidaan kattaa vain, jos Investbx saavuttaa tietyn toimintavolyymin. Ei ole kuitenkaan varmaa, että tämä volyymi saavutetaan. Tällainen huomattava riski olisi yleensä otettava huomioon sijoituskohteena olevien yritysten maksamassa hinnassa. Suurin osa Investbx:n tarjoamista palveluista ulkoistetaan markkinatoimijoille ja Investbx saa palveluista voittomarginaalin. Kuitenkin hinta, jonka Investbx veloittaa sijoituskohteena oleville yrityksille tarjotusta palvelukokonaisuudesta, on liian alhainen, jotta voitaisiin varmistaa, että yleiskustannukset katetaan enintään viisi vuotta kestävän alkuvaiheen aikana tai kunnes kriittinen määrä yrityksiä käyttää sen palveluja. Yksikään markkinasijoittaja ei hyväksynyt tällaista toimintaperiaatetta. Tämän vuoksi toimenpide saattaa tarjota edun Investbx:ää rahoituksen hankintaan käyttäville pk-yrityksille, sillä Investbx:n hintarakenteen vuoksi pk-yritykset väistämättä saavat palveluja edullisimmin ehdoin kuin silloin, jos olemassa olevat markkinatoimijat tarjoaisivat niitä erikseen. Yhdistynyt kuningaskunta on osoittanut, että kaupankäyntijärjestelmän käyttöön liittyvät palvelut, työntekijöiden osakeomistusjärjestelmä, osaketili, riippumattomat tutkimukset ja markkinointipalvelut ulkoistetaan yksityisille toimijoille markkinaehdoin. Pk-yritysten saama etu perustuu siihen, että nämä palvelut niputetaan kokonaisuudeksi ja varoja hankitaan sijoittajilta, jotka ovat kiinnostuneita West Midlandsin alueen pk-yrityksistä. Tämä etu myönnetään valtion varoista, sillä ainoastaan valtion rahoittama Investbx:n perustaminen ja ylläpito mahdollistaa palveluja tarjoavan Investbx:n luomisen. Näitä palveluja ei muuten tarjottaisi markkinoilla samoin ehdoin. Koska sijoitusten kohdeyritykset todennäköisesti toimivat markkinoilla, jotka ovat avoinna yhteisön tasolla käytävälle kilpailulle, toimenpide saattaa vääristää kilpailua ja vaikuttaa yhteisön sisäiseen kauppaan. Päätelmänä on, että sijoitusten kohdeyritykset saavat perustamissopimuksen 87 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua tukea.

6.3. **Toimenpiteen soveltuvuus yhteismarkkinoille**

(126) Siltä osin kuin tarkasteltavana oleva toimenpide on perustamissopimuksen 87 artiklan 1 kohdassa tarkoitettua valtiontukea, sen soveltuvuus yhteismarkkinoille on arvioitava perustamissopimuksen 87 artiklan 2 ja 3 kohdan mukaisten poikkeusten perusteella. Perustamissopimuksen 87 artiklan 2 kohdan mukaisia poikkeuksia, jotka koskevat yksittäisille kuluttajille myönnettävää sosiaalista tukea, tukea luonnonmullistusten tai muiden poikkeuksellisten tapahtumien aiheuttaman vahingon korvaamiseksi ja tukea Saksan liittotasavallan alueille jaosta aiheutuneen taloudellisen haitan korvaamiseksi, ei voida soveltaa tähän asiaan. Toimenpiteelle ei myöskään voida myöntää perustamissopimuksen 87 artiklan 3 kohdan a alakohdan mukaista poikkeusta, joka koskee sellaisten alueiden taloudellisen kehityksen edistämistä, joissa elintaso on erittäin alhainen tai joissa työttömyys on erittäin suurta. Toimenpidettä ei myöskään voida katsoa perustamissopimuksen 87 artiklan 3 kohdan b alakohdassa tarkoitetuksi Euroopan yhteistä etua koskevaksi tärkeäksi hankkeeksi eikä sitä ole tarkoitettu jäsenvaltion taloudessa olevan vakavan häiriön poistamiseen. Tuen tarkoituksena ei ole myöskään kulttuurin tai kulttuuriperinnön edistäminen 87 artiklan 3 kohdan d alakohdassa tarkoitetulla tavalla.

(127) Perustamissopimuksen 87 artiklan 3 kohdan c alakohdassa määrätään, että tuki tietyn taloudellisen toiminnan tai talousalueen kehityksen edistämiseen voidaan hyväksyä, jos se ei muuta kaupankäynnin edellytyksiä yhteisen edun kanssa ristiriitaisella tavalla. Komissio huomauttaa, että toimenpiteen tarkoituksena on perustaa markkinapaikka ja myöntää tukea sijoittajille ja pk-yrityksille tarkoitetulle Internet-pohjaiselle kaupankäyntijärjestelmälle viiden vuoden ajan. Näin toimenpiteen tarkoituksena on luoda sijoitusväline, joka saattaa helpottaa sijoittajien ja sijoituskohteena olevien pk-yritysten kohtaamista ja tällä tavoin parantaa kyseisten yritysten mahdollisuuksia saada käyttöönsä riskipääomaa.

(128) Perustamissopimuksen 87 artiklan 3 kohdan c alakohtaa sovelletaan riskipääomaan riskipääomaa koskevien suuntaviivojen mukaisesti. Näitä suuntaviivoja sovelletaan kaikkiin ilmoitettuihin riskipääomatoimenpiteisiin, joiden osalta komissio tekee päätöksen sen jälkeen kun suuntaviivat julkaistiin *Euroopan unionin virallisessa lehdessä*. Tämä koskee myös toimenpiteitä, joista nyt tarkasteltavana olevan asian tapaan ilmoitettiin ennen suuntaviivojen julkaisemista ([16]). Investbx helpottaa sijoittajien ja sijoituskohteena olevien pk-yritysten kohtaamista ja parantaa yritysten mahdollisuuksia saada käyttöönsä riskipääomaa. Tämän vuoksi se on riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.1 kohdan f alakohdassa tarkoitettu sijoitusväline. Kyseisen kohdan mukaan toimenpidettä, jonka puitteissa sijoitusvälineelle myönnetään tukea, arvioidaan yksityiskohtaisemmin suuntaviivojen 5 jakson perusteella. Kun toimenpiteen soveltuvuutta yhteismarkkinoille arvioidaan riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5 jakson perusteella, komissio noudattaa valtiontuen toimintasuunnitelmassa ([17]) ilmoitettua lähestymistapaa, jota täsmennettiin mainittujen suuntaviivojen 5.2, 5.3 ja 5.4 alajaksossa. Komissio arvioi, pyritäänkö tukitoimenpiteellä selkeästi määriteltyyn yhteisen edun mukaiseen tavoitteeseen, erityisesti markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseen, onko toimenpide tarkoituksenmukainen määriteltyyn yhteisen edun mukaiseen tavoitteeseen pääsemiseksi, onko se tarpeellinen ja onko sillä kannustava vaikutus, onko se oikeasuhteinen ja ovatko kilpailun vääristymät ja vaikutukset kauppaan rajallisia, jotta voidaan varmistaa, että tukitoimenpide ei kaiken kaikkiaan ole yhteisen edun vastainen. Tätä varten komissio tarkastelee useita myönteisiä ja kielteisiä tekijöitä. Riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5 kohdan toisen alakohdan mukaan mikään yksittäinen tekijä ei ole ratkaisevassa asemassa eikä mitään niiden yhdistelmää voida sellaisenaan pitää riittävänä varmistamaan soveltuvuutta yhteismarkkinoille. Joissakin tapauksissa tekijöiden sovellettavuus ja niille annettava painoarvo voivat riippua toimenpiteen muodosta.

(129) Myöskään muita voimassa olevia valtiontukiasetuksia, puitteita tai suuntaviivoja ei voida soveltaa. On totta, että eräille West Midlandsin osille voidaan myöntää perustamissopimuksen 87 artiklan 3 kohdan c alakohdan mukainen poikkeus ([18]). Komissio huomauttaa myös, että tämä alue on kärsinyt Rover-kriisistä. Investbx:lle myönnetyssä avustuksessa ei ole kuitenkaan kyse aluekehitykseen tarkoitetun tuen soveltamisesta.

6.3.1. *Pyritäänkö tukitoimenpiteellä selkeästi määriteltyyn yhteisen edun mukaiseen tavoitteeseen?*

(130) Riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.1 kohdan mukaan komissio arvioi, kohdistuuko tukitoimenpide selkeästi määriteltyyn markkinoiden toimintapuutteeseen. Jos kyseessä on toimenpide, jossa on mukana sijoitusväline, komissio vaatii lisänäyttöä markkinoiden toimintapuutteesta. Tällaisen näytön on perustuttava tutkimukseen, joka osoittaa, millainen markkinoiden toimintapuute on, ja näytön on koskettava riskipääoman tarjontaa ja pääomasijoitusmarkkinoiden merkitystä.

(131) Kuten riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 1.3.2 kohdassa todetaan, komissio katsoo, että riskipääomamarkkinoiden toimintapuutteen tärkein syy on epäsymmetrinen informaatio. Pienten ja uusien yritysten mahdollisuuksista hankkia pääomaa voidaan todeta, että oman pääoman ehtoista rahoitusta koskevat suurimmat vaikeudet ovat transaktioihin ja välityspalvelujen käyttöön liittyvät huomattavat kustannukset sekä sijoittajien halu välttää riskipääomasijoituksiin liittyviä riskejä. Markkinoiden toimintapuute syntyy yleensä silloin kun riskipääoman tarjonnan ja kysynnän kohtaaminen on tehotonta, riskipääomaa on liian vähän eivätkä yritykset saa rahoitusta, vaikka niillä olisi houkutteleva liiketoimintamalli ja hyvät kasvunäkymät.

(132) Nyt tarkasteltavan tukitoimenpiteen tarkoituksena on korjata markkinoiden toimintapuute, joka koskee West Midlandsin alueella toimivien pk-yritysten 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruisia oman pääoman ehtoisen rahoituksen eriä.

(133) Jotta voidaan osoittaa, että tämän suuruisina erinä hankittavaa riskipääomaa on vähän huolimatta siitä, että elinkelpoisissa yrityksissä on kysyntää oman pääoman ehtoisesta rahoituksesta, riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.1 kohdassa on ohjeellinen luettelo arvioinnissa käytettävistä tekijöistä. Seuraavassa markkinoiden toimintapuutetta koskevassa arvioinnissa komissio ottaa huomioon erityisesti yksityisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten kannattavuuden, näiden sijoitusten kehityksen Yhdistyneessä kuningaskunnassa viime vuosina ja sijoitusten jakautuman, joka on tehty ryhmitellen sellaiset sijoitusmäärät, jotka liittyvät mainitun suuruisia sijoituseriä koskevaan markkinoiden toimintapuutteeseen. Komissio tutkii myös West Midlandsin alueeseen liittyviä tietoja, erityisesti yksityisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten

([16]) Riskipääomaa koskevat suuntaviivat, 7.2 kohdan kolmas alakohta.

([17]) Komission tiedonanto KOM(2005) 107 lopullinen, 7. päivänä kesäkuuta 2005.

([18]) Komission päätös, tehty 26. päivänä heinäkuuta 2000, valtiontuesta N 265/2000 — Yhdistynyt kuningaskunta — aluetukikartta 2000–2006 (EYVL C 272, 23.9.2000, s. 43).

alueellista jakautumaa, tällaisen rahoituksen kysyntää ja sitä, missä määrin vakiintuneet pääomamarkkinat täyttävät tämän kysynnän. Tätä tutkimusta varten komissio analysoi Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten toimittamat tutkimukset.

(134) Lisäksi huomautettiin, että tukitoimenpide tukee myös rakennemuutoksen kohteena olevaa aluetta, sillä pk-yrityksiä varten perustetaan alueellinen Internet-pohjainen pääoman markkinapaikka.

6.3.1.1. ***Toimenpiteen kohteena olevaa markkinoiden toimintapuutetta koskeva näyttö***

(135) Investbx:n kohteena on noin 0,5–2 miljoonan Englannin punnan suuruinen oman pääoman ehtoinen rahoitus West Midlandsin alueella. Yhdistyneen kuningaskunnan ja monien kolmansien osapuolten kommenttien mukaan markkinoiden toimintapuute on markkinatoimijoiden mielestä vaikein tämän suuruisissa pääomaerissä. Ne katsovat, että tämän suuruiset sijoitukset ovat liian suuria useimmille muille kuin institutionaalisille sijoittajille, kuten bisnesenkeleille, joilla on käytettävissään rajoitettu määrä varoja ([19]), ja liian pieniä useimmille institutionaalisille pääomasijoittajille, jotka katsovat, että potentiaalisten sijoitusten arviointikustannukset ovat liian suuret, kun yritys haluaa suhteellisen vähän oman pääoman ehtoista rahoitusta ([20]). Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten esittelemän Investbx:n rahoitussuunnitelman mukaan rahoituserän arvioidaan olevan keskimäärin 1,66 miljoonaa puntaa viidenteen toimintavuoteen mennessä.

(136) Komissio katsoi Enterprise Capital Funds -tukiohjelmaa koskeneessa päätöksessään ([21]), että markkinoiden toimintapuute koskee 250 000–2 000 000 Englannin punnan (357 000–2 900 000 euron) suuruisia pääomaeriä Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Tiedot perustuivat *Performance Measurement Survey 2003* -selvitykseen ([22]), *Report on Investment Activity 2003* -raporttiin ([23]), Yhdistyneen kuningaskunnan toimittamiin tietoihin ja kolmansien osapuolten kommentteihin, jotka vahvistivat markkinoiden toimintapuutteen.

(137) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan kyseisessä maassa ja erityisesti West Midlandsin alueella on markkinoiden toimintapuute, ja tätä arviota tukevat seuraavat tekijät, kuten ECOTECin laatimasta raportista ilmenee ([24]):

— yksityistä oman pääoman ehtoista rahoitusta tarjoavat yritykset eivät voi saada edellyttämäänsä tuottoa alle 2 miljoonan Englannin punnan sijoituksista;

— markkinoiden toimintapuute 250 000–2 000 000 punnan rahoituserissä on todellinen ja syntyi vuosina 1999–2000, kun pääomasijoituksissa siirryttiin suurempiin liiketoimiin;

— erittäin harvat kyseisellä alueella tehtävät yksityiset oman pääoman ehtoiset sijoitukset ovat suuruudeltaan 250 000–2 000 000 puntaa;

— pk-yrityksissä on paljon kysyntää tämän suuruisesta rahoituksesta, jota markkinoiden toimintapuute koskee.

6.3.1.1.1. *Sijoittajien yksityisestä oman pääoman ehtoisesta rahoituksesta ja pääomasijoituksista Yhdistyneessä kuningaskunnassa saama tuotto*

(138) Yksityisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten ja pääomasijoitusten kannattavuutta eri sijoitusluokissa käytetään lähtökohtana analysoitaessa markkinoiden toimintapuutetta, sillä sijoitusten alhainen kannattavuus markkinoiden toimintapuutteen piiriin kuuluvassa rahoituksen suuruusluokassa saa sijoittajat vaihtamaan kannattavampiin, suurempiin sijoituksiin. British Venture Capital Associationin, jäljempänä 'BVCA', viimeisimpien tietojen ([25]) mukaan yksityisistä oman pääoman ehtoisista sijoituksista ja pääomasijoituksista saatava tuotto kehittyi Yhdistyneessä kuningaskunnassa vuonna 2004 seuraavasti. Vuoden 2003 tapaan keskikokoisista myynneistä toimivalle johdolle, jäljempänä 'MBO:t', (sijoitetun pääoman määrä 10–100 miljoonaa Englannin puntaa) ja suurista MBO:ista (sijoitetun pääoman määrä yli 100 miljoonaa puntaa) saadut sijoitetun pääoman tuotot ovat lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä huomattavasti suuremmat kuin alku- ja kehitysvaiheessa olevista yrityksistä saadut tuotot. (Esimerkiksi vuonna 2004 kolmen vuoden tuotot olivat - 13,2 prosenttia varhaisvaiheen sijoituksista, - 5,3 prosenttia kehitysvaiheen sijoituksista, mutta 13,7 prosenttia keskikokoisissa MBO:issa ja 16,1 prosenttia suurissa MBO:issa.) Tämän johdosta yksityisistä oman pääoman ehtoisista sijoituksista houkuttelevampia ovat sijoitukset MBO:ihin, kun sijoitetun pääoman määrä on yli 10 miljoonaa euroa, verrattuna alku- tai kehitysvaiheen sijoituksiin.

([19]) Bisnesenkelit sijoittavat yleensä 10 000–250 000 Englannin puntaa vastaperustettuihin tai varhaisessa toimintavaiheessa oleviin yrityksiin, joilla on hyvät kasvumahdollisuudet. CBI: *Improving Access to Finance — Enabling the Enterprise Revolution* (heinäkuu 2006).

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

([21]) Valtiontukiasia C 17/2004, EUVL L 91, 29.3.2006, s. 16.

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

([23]) PricewaterhouseCoopers: *"BVCA Report on Investment Activity 2003"* (2004).

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

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

(139) Vaikka Yhdistyneessä kuningaskunnassa tehtäviä yksityisiä oman pääoman ehtoisia sijoituksia ja pääomasijoituksia koskevassa BVCA:n vuoden 2005 raportissa käytettiin erilaisia menetelmiä kuin aikaisemmin ([26]), alku- ja kehitysvaiheen keskipitkän aikavälin tuotto oli edelleen negatiivinen. Kehitysvaiheen ja pienten MBO:iden keskipitkän aikavälin tuotto on ollut selvästi keskisuurten ja suurten MBO:iden keskipitkän aikavälin tuottoa alhaisempi.

6.3.1.1.2. *Yksityinen oman pääoman ehtoinen sijoitustoiminta Yhdistyneessä kuningaskunnassa*

(140) Yksityistä oman pääoman ehtoista sijoitustoimintaa Yhdistyneessä kuningaskunnassa käsittelevän BVCA:n selvityksen ([27]) mukaan sijoitusten keskimääräinen koko kasvoi 5,2 miljoonaan Englannin puntaan vuonna 2005 (vastaava luku oli 4,1 miljoonaa puntaa vuonna 2004, 3,2 miljoonaa puntaa vuonna 2003, 3,7 miljoonaa puntaa vuonna 2002 ja 3,6 miljoonaa puntaa vuonna 2001).

(141) Mainitun BVCA:n selvityksen mukaan Yhdistyneen kuningaskunnan yritysten saama yksityinen oman pääoman ehtoinen rahoitus kasvoi merkittävästi edellisvuosiin verrattuna (6 813 miljoonaa puntaa vuonna 2005, 5 336 miljoonaa puntaa vuonna 2004, 4 074 miljoonaa puntaa vuonna 2003). Kuitenkin 0,5–2 miljoonan punnan sijoituseriä koskeva yhteismäärä ei kasvanut samalla tavalla vaan supistui vuonna 2005 (313 miljoonaa puntaa vuonna 2005, 330 miljoonaa puntaa vuonna 2004 ja 286 miljoonaa puntaa vuonna 2003). Yhdistyneessä kuningaskunnassa toimivien yritysten vuonna 2005 saamasta oman pääoman ehtoisen rahoituksen kokonaissummasta 2 prosenttia koski alle 0,5 miljoonan punnan sijoituksia, 5 prosenttia 0,5–2 miljoonan punnan sijoituksia ja loput 94 prosenttia yli 2 miljoonan punnan sijoituksia. Vuonna 2005 tehtyjen 0,5–2 miljoonan punnan sijoitusten osuus sijoitusten kokonaissummasta supistui edellisvuosiin verrattuna (5 prosenttia vuonna 2005, 6 prosenttia vuonna 2004, 7 prosenttia vuonna 2003, 10 prosenttia vuosina 2002 ja 2001).

(142) BVCA:n selvityksen mukaan myös niiden yritysten osuus, joihin tehtiin 0,5–2 miljoonan punnan sijoitus, näyttää supistuvan verrattuna sijoitusten kohteina Yhdistyneessä kuningaskunnassa olleiden yritysten kokonaismäärään (23 prosenttia vuonna 2005, 25 prosenttia vuonna 2004, 25 prosenttia vuonna 2003, 30 prosenttia vuonna 2002 ja 31 prosenttia vuonna 2001). Absoluuttisina numeroina tarkastellen 0,5–2 miljoonan punnan sijoitusten kohteina olleiden yritysten lukumäärä oli vuonna 2005 alhaisin viiteen vuoteen (302 vuonna 2005, 321 vuonna 2004, 317 vuonna 2003, 361 vuonna 2002 ja 399 vuonna 2001).

(143) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset viittasivat useisiin asiakirjoihin ja selvityksiin, joissa osoitetaan markkinoiden toimintapuute kyseisessä maassa, kuten:

— HM Treasuryn talousarviota koskevassa mietinnössä "*Bridging the Finance Gap*" ([28]) vahvistettiin rahoituksen puute 0,25–2 miljoonan euron sijoituserissä. Raportti perustui selvityksiin, BVCA:n tietoihin ja tieteellisiin tutkimuksiin ([29]). Selvitysten osalta 97 prosenttia *Bridging the finance gap* -konsultointimenettelyyn vastanneista oli samaa mieltä siitä, että pk-yrityksiä haittaa edelleen merkittävä markkinoiden toimintapuute, ja monet katsoivat, että rahoituksen puuttumisen vakavuus vaihteli yrityksen koon, toimialan ja kehitysvaiheen mukaan. "*Bridging the finance gap -konsultointimenettelyn yhteydessä saaduista vastauksista ilmeni, että on merkittävä joukko pieniä ja keskisuuria yrityksiä, jotka eivät sovellu velkarahoitukseen ja jotka tällä hetkellä eivät voi saada toimintansa menestymiseen tarvitsemaansa pääomaa. Tämä koskee myös niitä liikeyrityksiä, jotka tarvitsevat melko pieniä sijoituksia uudenaikaistaakseen tai monipuolistaakseen toimintojaan.*" Raportin mukaan eräät pk-yritykset "*eivät sovellu velkarahoitukseen*" ja silloin kun yrityksen tuotto ei vielä riitä velan korkojen maksuun ja/tai kun yritys kehittää uusia tekniikoita tai tuotteita, joilla on huomattavat kasvumahdollisuudet mutta joihin myös liittyy huomattava riski, oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkiminen saattaa olla tarkoituksenmukaisempi rahoitusmuoto. Kuten raportissa todetaan, pääomasijoittajille voi aiheutua huomattavia kustannuksia sopivien sijoitusten etsimisestä, erityisesti kun on kyse pienempiin ja uudempiin yrityksiin tehtäviä sijoituksia koskevista etsintä-, analyysi- ja valvontakustannuksista. "*Julkisilla osakemarkkinoilla noteerattuihin suuriin yrityksiin verrattuna sijoituksia tavoittelevia pieniä, noteeraamattomia yrityksiä koskevat*

([26]) Vuoden 2005 raportissa tilastot jaettiin rahastoihin, jotka suljettiin ensimmäisen kerran joko ennen vuotta 1996 tai sen jälkeen. Rahastot, jotka suljettiin ensimmäisen kerran vuoden 1996 jälkeen, luokiteltiin uudelleen pääomaluokkiin (ml. siemen-, käynnistys- ja alkuvaiheen kehitys), pieniin MBO:ihin (alle 10 miljoonan punnan MBO:t/MBI:t ja laajentamisvaiheen sijoitukset), keskisuuriin MBO:ihin (10–100 miljoonan punnan MBO:t/MBI:t) ja suuriin MBO:ihin (yli 100 miljoonan punnan MBO:t/MBI:t).

([27]) PricewaterhouseCoopers: "*BVCA Report on Investment Activity 2004*" (2005) ja "*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* (joulukuu 2003).

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

*tiedot ovat vähäisempiä.*" Raportissa katsotaan, että informaation epäsymmetrian vuoksi mahdolliset sijoittajat eivät välttämättä ymmärrä oikein yritysten voitto-/riskiprofiilia ja saattavat karttaa riskipääomasijoituksia. Raportissa päätellään, että korkeat transaktiokustannukset ja pienempiä yrityksiä koskevien tietojen hankkimiseen liittyvät suhteellisesti korkeammat kustannukset saavat sijoittajat keskittymään suurempiin sijoituksiin. Pienemmille ja riskialttiimmille yrityksille tarjottavaa rahoitusta ja pääomasijoittamiseen liittyvää asiantuntemusta koskevat rakenteelliset rajoitukset osoittavat, että pääomasijoittajien mielenkiinto kohdistuu entistä enemmän suurempiin, myöhäisempien vaiheiden kauppoihin.

— Myös ECOTECin ([30]) selvityksessä vahvistettiin, että markkinoiden toimintapuute koskee 0,5–5 miljoonan Englannin punnan suuruista rahoitusta ja että suurimmat rajoitukset koskevat yrityksiä, jotka tavoittelevat enintään 2 miljoonan punnan kasvupääomaa.

— CBI:n (Confederation of British Industry) viimeaikaisissa raporteissa pääteltiin, että rahoituksen saatavuudessa on edelleen selviä puutteita. *"Markkinoilla on edelleen toimintapuutteita ja järjestelmän toiminnassa ongelmia, joihin on puututtava.… Muutaman viime vuoden aikana saadun kokemuksen mukaan markkinoiden toimintapuute koskee entistä enemmän 500 000–3 000 000 Englannin punnan suuruista rahoitusta. BVCA:n viimeaikaisten tietojen mukaan tämä rahoituksen puute ei suinkaan vähene vaan pääomasijoitusten keskimääräinen määrä jatkaa kasvuaan"* ([31]).

Eräiden tutkimusten mukaan markkinoiden toimintapuute koskisi myös alle 0,5 miljoonan ja yli 2 miljoonan punnan rahoituseriä. Yhdessäkään tutkimuksessa ei kuitenkaan kiistetä markkinoiden toimintapuutetta 0,5–2 miljoonan punnan erien osalta. Investbx keskittyy juuri tämän suuruiseen oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Siihen katsotaan kohdistuvan eniten rajoituksia.

(144) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset mainitsivat myös useita tutkimuksia ja selvityksiä, joissa käsitellään erilaisia vaikeuksia, joita pienet yritykset kohtaavat halutessaan listautua arvopaperipörssiin:

— Brian Zivickyn ([32]) tutkimusartikkelissa viitataan siihen, että Yhdistyneessä kuningaskunnassa analyytikot eivät juurikaan seuraa pienempiä noteerattuja yrityksiä, sillä kaupankäynti ei ole riittävän suurta, jotta tutkimuskustannukset katsottaisiin perusteltuiksi.

— Raportissa, jonka Jaffe Associates on laatinut Quoted Company Alliancen puolesta ([33]), todetaan, että pienemmät noteeratut yritykset kilpailevat pienestä ja supistuvasta institutionaalisten pääomasijoitusten osuudesta Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Sijoituspäätöksissä yksi keskeisiä lähtökohtia on kyky käydä kauppaa suurilla määrillä, mikä luonnollisesti rankaisee pienempiä yrityksiä.

— SWR Worldwiden ([34]) selvityksessä todettiin, että liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat olivat selvästi tietoisia siitä, että rahoituspalvelujen tarjoamisessa pk-yrityksille nykyisin käytettäviä menetelmiä voitaisiin parantaa erityisesti saattamalla liikkeeseenlaskijat ja sijoittajat yhteen. Selvityksen tuloksista ilmeni, että tärkein tekijä sijoituspäätöstä tehtäessä on tiedon laatu ja määrä. Suurin osa tutkituista rahastonhoitajista, varakkaista sijoittajista ja pääomasijoittajista sanoi, että nykyiset arvopaperipörssit eivät tarjoa riittävän hyvin palveluja pk-yrityksille tai likviditeettiä pk-yritysten tarjoamille arvopapereille.

— Tim Mocroft ([35]) toteaa, että *"… perinteisten pörssien listautumis- ja sääntelyvaatimukset johtavat suuriin kustannuksiin, mutta kun otetaan huomioon yritysten koko ja hankittavan rahoituksen määrä, kustannuksiin voidaan yleensä varautua. Molemmat tekijät asettavat kuitenkin alarajan sellaisen yrityksen koolle, joka voi tulla Yhdistyneen kuningaskunnan päämarkkinoille, ts. Lontoon arvopaperipörssin viralliselle listalle ja AIM:ään. [..] On tavallista, että listautumisanti näillä markkinoilla maksaa*

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

([31]) CBI: *"Improving Access to Finance — Enabling the Enterprise Revolution"* (heinäkuu 2006).

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

([33]) Jaffe Associates on behalf of Quoted Companies Alliance: *"Institutional investment and trading in UK smaller quoted companies"* (2002).

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

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

*noin 500 000 Englannin puntaa. Kun kustannukset ovat näin suuret, on epätaloudellista hankkia suhteellisen pieniä pääomamääriä.*"

— Deloitten ([36]) raportin "*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*" mukaan sidosryhmien haastatteluissa ilmeni, että yleinen tietämys ja rahoitusmahdollisuuksien tuntemus oli heikkoa pk-yrityksissä. Haastatteluissa ilmeni, että heikot sijoitusvalmiudet olivat West Midlandsin alueella suurin este rahoituksen hankkimiselle. Sijoitusvalmiuteen kuuluvat liiketoiminnallinen suhtautuminen rahoitukseen, liikeasiakirjojen laatu ja hankkeen yleinen sijoituskelpoisuus. Tällä on vaikutuksia sekä kysyntään että tarjontaan: se voi estää yrityksiä hakemasta rahoitusta, koska ne olettavat saavansa kielteisen vastauksen, ja se voi rajoittaa tarjontaa, sillä potentiaalisten sijoittajien riski kasvaa, jos ne tekevät sijoituspäätöksensä yrityksen riittämättömästä sijoitusvalmiudesta huolimatta.

#### 6.3.1.2. ***Markkinoiden toimintapuute West Midlandsin alueella***

(145) Edellä esitetty analyysi on tehty koko Yhdistyneen kuningaskunnan tasolla, mutta komission arvioinnin kohteena on mahdollinen markkinoiden toimintapuute Investbx:n kohdealueella eli West Midlandsissa. Edellä olevien tekijöiden lisäksi arvioinnissa otetaan huomioon muita sijoitusten tarjontaan ja kysyntään paikallistasolla liittyviä tekijöitä.

(146) Useimmissa kolmansien osapuolten huomautuksissa tuettiin näkemystä markkinoiden toimintapuutteesta West Midlandsin alueella. Vastauksissaan kolmansien osapuolten huomautuksiin Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset esittivät lisäksi todisteita, jotka perustuvat alueellisten pääomasijoittajien arvioon. Arvio tukee näkemystä markkinoiden toimintapuutteesta, joka koskee 0,5–2 miljoonan Englannin punnan sijoituksia. Lisäksi siinä todetaan, että pääomasijoittajien vuosittain saamasta 500–750 sijoitusehdotuksesta alle 1 prosentti saa rahoitusta, vaikka useimmilla hylätyillä yrityksillä on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma ja ne voisivat saada rahoitusta, jos käytettävissä olisi Investbx:n kaltainen järjestelmä.

##### 6.3.1.2.1. *Sijoitusten alueellinen jakautuma*

(147) Vuoden 2005 sijoitustoimintaa koskevassa BVCA:n raportissa julkaistujen tietojen mukaan yksityisten oman pääoman ehtoisten sijoitusten kokonaismäärä West Midlandsin alueella oli 4 prosenttia koko Yhdistyneen kuningaskunnan vastaavista sijoituksista, kun taas Kaakkois-Englannin ja Lontoon alueiden osuus oli 44 prosenttia. Varhaisvaiheen sijoituksissa West Midlandsin osuus oli 1 prosentti Yhdistyneessä kuningaskunnassa tehtyjen varhaisvaiheen sijoitusten kokonaismäärästä, kun taas Kaakkois-Englannin ja Lontoon alueiden osuus oli 49 prosenttia. Laajentamisvaiheen sijoituksissa West Midlandsin osuus oli 2 prosenttia ja Kaakkois-Englannin ja Lontoon osuus 42 prosenttia kaikista laajentamisvaiheen sijoituksista Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Näiden tietojen tarkastelussa on otettava huomioon eri alueiden osuus maan BKT:stä. Eurostatin viimeisimmät BKT-tiedot ovat vuodelta 2003. Niiden mukaan West Midlandsin osuus oli 8 prosenttia, kun taas Kaakkois-Englannin ja Lontoon osuus yhteensä oli 34 prosenttia Yhdistyneen kuningaskunnan BKT:stä vuonna 2003. Tämä osoittaa sen, että West Midlandsin alueella varhais- ja laajentamisvaiheessa tarvittavan pääoman tarjonta suhteessa taloudelliseen toimintaan on paljon alhaisempi kuin Kaakkois-Englannin ja Lontoon alueella.

(148) Lontoon arvopaperipörssiin ja AIM:ään listautuneiden, eri alueilla toimivien yritysten kokonaismarkkina-arvoa koskevan analyysin ([37]) mukaan Midlandsin alueen yritysten kokonaismarkkina-arvo on yksi alhaisimpia. Vuonna 2003 alueellinen markkina-arvo suhteessa BKT:hen oli Lontoon alueella peräti 621 prosenttia, Kaakkois-Englannissa 139 prosenttia ja koko maassa 153 prosenttia. Midlandsin alueen vastaava luku oli vain 25 prosenttia. Talouden tuottavuuteen verrattuna Midlandsin alueen markkina-arvo on yksi alhaisimpia Yhdistyneessä kuningaskunnassa.

##### 6.3.1.2.2. *Oman pääoman ehtoisen rahoituksen kysyntä West Midlandsin alueen pk-yrityksissä*

(149) Tilastotietojen perusteella on vaikea päätellä, onko sellaisissa yrityksissä, joilla on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma, rahoituksen osalta tyydyttämätöntä kysyntää. Tämän ongelman ratkaisemiseksi selvitykset osoittautuivat parhaimmaksi keinoksi tutkia rahoituskysyntää yrityksissä, joilla on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma.

(150) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat toteuttaneet useita konsultaatioita, työpajoja ja selvityksiä oman pääoman ehtoisen rahoituksen kysynnästä West Midlandsin alueen pk-yrityksissä. Huhtikuussa 2003 tehtiin selvitys, jossa 73 prosenttia alueen yritystoimintaa edustavasta 41 vastaajasta katsoi, että pääsy pääomamarkkinoille oli merkittävä ongelma pk-yrityksille, ja 88 prosenttia katsoi, että vakiintuneet pääomamarkkinat eivät kattaneet pk-yritysten rahoitustarpeita. Lisäksi 68 prosenttia vastaajista katsoi, että pk-yritykset käyttivät Ofexia vähän pääoman hankinnassa, ja 73 prosenttia oli kiinnostunut osallistumaan Investbx-hankkeeseen.

(151) Birminghamissa järjestettiin marraskuussa 2003 Investbx:ää koskeva kokous, johon osallistui 81 alueen yritystoiminnan edustajaa. Myöhemmin Lontoossa (Centre for Study of Financial Innovation, CSFI) pidettiin kokous,

([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).

johon kutsuttiin 27 yritystoiminnan edustajaa. CSFI:stä saadussa palautteessa tuettiin hanketta lähes yksimielisesti. Toukokuussa 2004 otettiin yhteyttä 21:een rahoitusalan neuvontaa harjoittavaan yritykseen, jotta saataisiin niiden tarkka näkemys Investbx-hankkeen kehittämisestä ja arvio siitä, kuinka moni niiden asiakkaista sopisi Investbx:ään. Kolmetoista yritystä arvioi ehdottavansa vuosittain 1–6 asiakkaalleen Investbx:ään liittymistä. Koska työpajoihin osallistuvien yritysten määrä oli pieni, Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset katsovat, että Investbx:n rahoitussuunnitelmissa esitetty oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkiminen 10 pk-yritykselle vuodessa on varovainen arvio kysynnästä. Koska rahoitusneuvojille maksetaan vain, jos yritykset onnistuvat hankkimaan pääomaa, niiden edun mukaista on ehdottaa Investbx:ään liittymistä vain yrityksille, joilla on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma. Tarkoituksena on, että liittymistä harkitsisivat vain sellaiset yritykset, joiden ne uskovat kiinnostavan sijoittajia.

(152) Kun tarkastellaan 0,5–2 miljoonan punnan suuruisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimista West Midlandsin alueella toimiville pk-yrityksille — mikä on Investbx:n ensisijainen tavoite — nykyiset pk-yrityksille oman pääoman ehtoista rahoitusta tarjoavat markkinapaikat eivät Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan vastaa riittävästi kysyntään, eivätkä näin ollen ratkaise markkinoiden toimintapuutetta. Vaikka ne välittivät oman pääoman ehtoisia sijoituksia useille West Midlandsin alueen pk-yrityksille, ne eivät kata riittävästi kyseistä aluetta eikä yksikään kyseisistä markkinapaikoista ole keskittynyt tietyn alueen pk-yrityksiin. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset katsovat kaikkien käytettävissä olevien todisteiden perusteella, että yksityinen sektori ei korjaa markkinoiden toimintapuutetta. Ofexin johtajia pyydettiin esittelemään kahdessa erillisessä AWM:n aloitteesta pidetyssä kokouksessa suunnitelmansa West Midlandsin markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi, mutta Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan Ofex ei joko voinut esitellä suunnitelmiaan tai ollut siitä kiinnostunut.

(153) Tällä hetkellä Ofexiin on listautunut seitsemän West Midlandsin yritystä, mutta niistä vain viiden yrityksen osakkeilla käydään kauppaa ([38]). Yhdistynyt kuningaskunta katsoo, että Ofex ei ole ratkaissut markkinoiden toimintapuutetta ja että se ei myöskään vastaa kyseisen alueen rahoituskysyntään, joka tämänhetkisen arvion mukaan koskee kymmentä yritystä. Ofexiin vastikään listautuneita West Midlandsin alueen pk-yrityksiä oli vain yksi sekä vuonna 2004 että vuonna 2005, kun taas Investbx:ään oletetaan listautuvan 5–12 uutta kyseisen alueen yritystä vuodessa.

*Markkinoiden toimintapuutetta koskevat päätelmät*

(154) Komissio katsoo, että riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.1 kohdan mukaisesti on toimitettu riittävästi useisiin tutkimuksiin pohjautuvia todisteita, joiden perusteella voidaan päätellä, että West Midlandsin alueella on markkinoiden toimintapuute hankittaessa 0,5–2 miljoonan punnan suuruista rahoitusta.

6.3.2. *Onko tukiväline tarkoituksenmukainen yhteisen edun mukaisen tavoitteen saavuttamiseksi?*

(155) Riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.2 kohdan mukaan komissio arvioi, pystyykö tukitoimenpide korjaamaan havaitun markkinoiden toimintapuutteen. Komissio ottaa myös huomioon mahdollisen vaikutusarvioinnin ja tarkastelee, voidaanko samat tavoitteet saavuttaa muilla keinoin.

6.3.2.1. ***Kohteena oleva markkinoiden toimintapuute***

(156) Tarkasteltaessa tukea Investbx:n tasolla voidaan todeta, että ehdotetulla tuella korjataan edellä kuvattu markkinoiden toimintapuute perustamalla Internet-pohjainen alueellinen kaupankäyntijärjestelmä, jonka kautta pk-yritykset voivat esitellä toimintaansa, hankkia pääomaa ja myydä osakkeitaan. Samalla myös sijoittajat voivat tarkastella suoraan pk-yrityksiä koskevia yksityiskohtaisia ja riippumattomien toimijoiden vahvistamia tietoja. Tämän johdosta Investbx lisää tiedonvaihdon tehokkuutta ja tarjoaa sijoittajille paremman näkemyksen pk-yrityksiin liittyvistä riskeistä ja tuotoista. Se myös alentaa sijoittajille pk-yrityksiä koskevien tietojen hankkimisesta aiheutuvia kustannuksia, sillä kaikkia pk-yrityksiä koskevat selvitykset ovat Investbx:ssä julkisesti saatavilla.

(157) Investbx:n tavoitteena on hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta erityisesti West Midlandsin alueen pk-yrityksille. Investbx:n liiketoimintasuunnitelman mukaan ensirahoitusta hankitaan viiden vuoden aikana vähintään 47:lle West Midlandsin pk-yritykselle. Tarkoituksena on hankkia vähintään 70 miljoonaa Englannin puntaa. Ofex väittää, että myös se toimii West Midlandsissa ja hankkii samansuuruista rahoitusta, mutta Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset totesivat seuraavaa menettelyn aloittamista koskevaan päätökseen toimittamissaan huomautuksissa:

— Vuotta 2000 seuranneiden viiden vuoden aikana Ofexin kautta hankittiin vain 43,3 miljoonaa Englannin puntaa ensirahoituksena 39:lle eri puolilla maata toimivalle yritykselle, kun tarkoituksena oli hankkia 0,5–2 miljoonaa puntaa yritystä kohden.

— Kun kokonaisvarainhankinnasta poistetaan jälkirahoitus, Ofexiin listautuneet yritykset hankkivat vain vaatimattomia määriä ensiemissioiden kautta (esim. 0,8 miljoonaa puntaa koko Yhdistyneessä kuningaskunnassa vuonna 2004).

— Kun otetaan huomioon vain West Midlandsin alueella toimivat yritykset, Ofexin kautta hankittiin yhteensä 12 miljoonaa Englannin puntaa (ensi- ja jälkirahoitus) viiden vuoden aikana vuosina 2001–2005.

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

— Vuoden 2000 jälkeen Ofexin kautta on hankittu ainoastaan 3,5 miljoonaa puntaa ensirahoituksena viidelle West Midlandsin alueen yritykselle.

(158) Investbx:n toiminta on alueellisesti keskittynyttä. Sillä on paikallinen palveluntarjoajien ja sijoittajien verkosto, mikä on erityisen tärkeää tehtäessä oman pääoman ehtoisia sijoituksia laajentamisvaiheessa oleviin pk-yrityksiin. Tällaiset sijoitukset edellyttävät usein tarkkaa seurantaa ja sijoittajan ja sijoituskohteena olevan pk-yrityksen välitöntä suhdetta. Teoreettisten ja empiiristen tutkimusten mukaan on huomattava, että sijoituskohteen valinnassa sijoittajan läheisyys rahoitettavaan yritykseen on merkityksellinen tekijä ([39]). Voidaan jopa väittää, että paikalliset sijoittajat haluavat sijoittaa paikallisiin yrityksiin paitsi parempien tiedonsaantimahdollisuuksien vuoksi myös siksi, että ne voivat tarjota sijoituskohteena oleville yrityksille erityisen edun yhdistämällä ne omaan paikalliseen verkostoonsa. Lisäksi ne haluavat hyödyntää muihin yrityksiin ulottuvia ulkoisvaikutuksia tai tehdä sijoituksia jopa alueeseen liittyvien tunnesiteiden johdosta. Alueellinen keskittyminen ilmenee siitä, että Investbx palvelee ainoastaan West Midlandsin alueen pk-yrityksiä ja sillä on 6–8 työntekijää kyseisellä alueella sekä hallintoneuvosto, johon kuuluu alueen ammattilaisia, joilla on kokemusta yhteistyöstä pk-yritysten kanssa.

(159) Investbx tarjoaa pk-yrityksille yhdennettyjä palveluja, kuten varainhankinta, markkinointi ja riippumattomat tutkimukset, sekä yhteyden paikallisten ammattilaisten verkostoon, joka tukee pk-yrityksiä niiden liittyessä kaupankäyntijärjestelmään. Toisin kuin vakiintuneissa kauppapaikoissa pk-yritysten on Investbx:ään liittyäkseen toimitettava riippumaton, vakiomuotoinen tutkimusraportti, joka auttaa keräämään sijoittajien kannalta tärkeitä, pk-yrityksiä koskevia tietoja. Nämä palvelut ja aina sijoittajien saatavilla olevat riippumattomat raportit parantavat pk-yritysten mahdollisuuksia hankkia pääomaa Investbx:n kautta.

(160) Lisäksi Investbx ottaa käyttöön innovatiivisen jälkimarkkinoiden käsitteen, joka eroaa vakiintuneista osakemarkkinoista monin tavoin. LSE, AIM ja Ofex tarjoavat perinteisen markkinatakaajamekanismin hintanoteerauksiin perustuvan järjestelmän kautta käyttäen osto- ja myyntikursseja. Investbx:llä puolestaan ei ole markkinatakaajia, jotka keräisivät osto- ja myyntikurssin väliseen marginaaliin perustuvat tuotot myymällä joko suuria osakemääriä tai suurella marginaalilla. Sijoittajat ja pk-yritykset saatetaan yhteen Internet-pohjaisessa sähköisessä huutokauppajärjestelmässä yhdellä hinnalla. Näin vältetään kauppaan liittyvät kustannukset, jotka aiheutuisivat osto- ja myyntikurssin välisestä marginaalista. Verrattuna tunnustettuihin sijoituspörsseihin (RIE), joita ovat esimerkiksi AIM ja LSE, FSA soveltaa kevyempää sääntelyä Investbx:ään, joka on vaihtoehtoisen kaupankäyntijärjestelmän (The Share Centre) edustaja. Koska tämä asema edellyttää kevyempää säännösten noudattamista, pk-yritysten on helpompaa ja suhteellisesti halvempaa listautua kyseiseen järjestelmään kun tarkastellaan enintään 2 miljoonan Englannin punnan suuruisia rahoitusmääriä.

(161) Pienten pääomaerien hankkimisesta aiheutuvat kokonaiskustannukset tulevat olemaan alhaisemmat kuin vakiintuneemmilla markkinapaikoilla. Yhdistynyt kuningaskunta havainnollistaa tätä seikkaa esimerkillä, jonka mukaan 2,5 miljoonan Englannin punnan suuruisen oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimisesta aiheutuvat kokonaiskustannukset ovat noin 10 prosenttia Investbx:ssä ja 24 prosenttia AIM:ssä. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteavat edelleen, että tähän hintaan saaduissa palveluissa on eroa, sillä esimerkiksi yksityisten sijoittajien saataville tarkoitettua riippumatonta tutkimusta ei teetetä yksilläkään vakiintuneilla markkinoilla. Vaikka onkin tärkeää pitää kustannukset kohtuullisina, on todennäköistä, että ne eivät ole ainoa tai edes tärkein syy pk-yritysten osallistumiselle Investbx:ään. Monien West Midlandsin alueen pk-yritysten valittavana on joko Investbx tai ei mitään. Sijoittajien käytettävissä olevat tutkimukset ovat Investbx:n toteuttama laadullinen parannus, jonka odotetaan lisäävän pk-yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta. Investbx on kuitenkin monin osin Ofexia edullisempi. Tämä johtuu erityisesti alhaisemmista tutkimus- ja markkinointikustannuksista, sillä ensirahoitusvaiheessa Investbx käyttää vakiomalleja ja muokkaa palvelut pk-yritysten tarpeiden mukaisesti. Lisäksi osto- ja myyntikurssien erotus poistuu seuraavassa rahoitusvaiheessa.

(162) Investbx antaa kaikkien potentiaalisten sijoittajien tai rahoitusneuvojien saataville pk-yrityksiä koskevat hyväksymisasiakirjat ja yksityiskohtaiset riippumattomat tutkimukset. Nämä tiedot ovat käytettävissä Investbx:n verkkosivuilla. Yleensä tällaiset tiedot laaditaan vain suuremmille osake-erille ja ne ovat ainoastaan institutionaalisten sijoittajien saatavilla. Yksityiskohtaisten tietojen ja erityisesti riippumattomien tutkimusten saattaminen kaikkien sijoittajien käyttöön ketään syrjimättä on Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan yksi toimenpiteen odotetun menestymisen avaintekijöitä.

(163) Parantamalla tietojen ja kaupanteon tehokkuutta Investbx pyrkii puuttumaan pikemminkin markkinoiden toimintapuutteen syyhyn kuin sen seurauksiin.

([39]) Tätä tekijää ovat analysoineet sekä Harald Hau, jonka mukaan lähellä sijaitseviin yrityksiin sijoittavat välittäjät saavat yleensä korkeamman voiton verrattuna kauempana toimiviin välittäjiin, että Degryse ja Ongena, jotka tutkivat pankkien lainasopimuksia ja havaitsivat, että pankit tarjoavat parempia lainaehtoja lähempänä sijaitseville asiakkaille. Harald Hau: *Location Matters: An Examination of Trading Profits*, The Journal of Finance, (2001) Vol. 56, No. 5, s. 1959–1983; Hans Degryse, Steve Ongena: *"Distance, Lending Relationship, and Competition"*, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 260 (2002).

(164) Lisäksi Investbx pyrkii luoman sillan rahoituksen ensilähteiden ja vakiintuneempien markkinoiden välille. Tällöin se toimii eräänlaisena ponnahduslautana. Tämä tehtävä hyödyttäisi sekä sijoitusten kohteina olevia yrityksiä että viereisillä markkinoilla olevia sijoittajia tarjoamalla mahdollisuuden irtautua sijoituksista. Käytettävissä olevien todisteiden mukaan Ofex ei toimi West Midlandsin alueella ponnahduslautana kohti vakiintuneempia markkinoita. Ofexin verkkosivuilla todetaan, että vuosina 2001–2004 54 yritystä siirtyi Ofexista AIM:ään. Kuitenkin vuosina 2003–2005 vain yksi West Midlandsin alueen yritys siirtyi Ofexista AIM:ään.

(165) Investbx:n kyky lisätä sijoittajille tarkoitettujen tietojen avoimuutta ja vähentää tiettyjä varainhankinnasta ja osakkeiden kaupankäynnistä aiheutuvia kustannuksia vakiintuneempiin markkinoihin verrattuna osoittaa, että Investbx soveltuu markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseen.

(166) Pk-yritysten tasolla tukitoimenpide helpottaa näiden yritysten mahdollisuuksia hankkia oman pääoman ehtoista rahoitusta, jota markkinoiden toimintapuutteen vuoksi on vaikea saada toteuttamiskelpoisesta liiketoimintasuunnitelmasta huolimatta.

6.3.2.2. ***Vaikutusten arviointi ja vaihtoehtoisten keinojen käyttö***

(167) Investbx hankkii rahoitussuunnitelmansa mukaan vähintään 70 miljoonaa puntaa ainakin 47 yritykselle viiden ensimmäisen toimintavuotensa aikana. Oman pääoman ehtoista rahoitusta hankkineet pk-yritykset voivat käydä kauppaa Investbx:n järjestelmässä.

(168) Yhdistyneen kuningaskunnan mukaan viranomaiset pyrkivät ennen nyt tarkasteltavana olevan toimenpiteen luomista korjaamaan markkinoiden toimintapuutteen nykyisen markkinarakenteen avulla, kun selvityksissä oli havaittu, että rahoituskysyntää ei pystytä tyydyttämään. Ofexin edustajat kutsuttiin AWM:n tapaamiseen 12 päivänä heinäkuuta 2005. Niitä pyydettiin osoittamaan, että ne pystyvät korjaamaan West Midlandsin markkinoilla havaitun toimintapuutteen. Siinä tapauksessa AWM luopuisi hankkeesta. Ofex päätti olla toimittamatta tietoja ja AWM päätteli sen perusteella, että Ofexilla ei ollut joko erityisiä suunnitelmia tai riittäviä resursseja tai sillä ei ollut kumpiakaan markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi. Koska yksityinen sektori ei ole kiinnostunut korjaamaan tilannetta, valtion toimenpide näyttää olevan tarpeen.

(169) Komissio katsoo myönteiseksi sen, että riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.2 kohdan mukaisesti toimenpiteellä voidaan korjata havaittu markkinoiden toimintapuute. Lisäksi komissio ottaa huomioon sen, että muita keinoja on harkittu mutta niillä ei ole päästy toivottuun tulokseen, ja huomauttaa, että toimenpiteellä odotetaan olevan myönteinen vaikutus markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseen.

6.3.3. *Tuen kannustava vaikutus ja tuen välttämättömyys*

(170) Riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.3 kohdan mukaan komissio arvioi tuen kannustavan vaikutuksen ja tuen välttämättömyyden. Toimenpiteellä on kannustava vaikutus, jos se muuttaa toimintatapoja niin, että riskipääoma lisääntyy. Riskipääomaa koskevissa suuntaviivoissa komissio toteaa, että se ottaa huomioon myös sen, että sijoituspäätös perustuu tuotto-odotuksiin ja erityisesti sen, että sijoitusta hoidetaan liiketaloudellisin periaattein (suuntaviivojen 5.2.3.1 kohta), sijoituskomitean olemassaolon (suuntaviivojen 5.2.3.2 kohta), toimenpiteen koon (suuntaviivojen 5.2.3.3 kohta) ja bisnesenkelien osallistumisen siemenvaiheen sijoituksiin (suuntaviivojen 5.2.3.4 kohta).

(171) Nyt tarkasteltavassa asiassa on kyse sijoitusvälineestä, joka helpottaa yksityisten sijoittajien ja sijoituskohteena olevien pk-yritysten saattamista yhteen. Yksityiset sijoittajat tekevät itse sijoituspäätöksen ja pk-yritykset saavat vain yksityistä oman pääoman ehtoista rahoitusta. Pk-yritysten varainhankintaan liittyvät sijoituspäätökset perustuvat täysin tuotto-odotuksiin.

(172) Koska Investbx muodostaa pääoman markkinapaikan, sen toiminta eroaa riskipääomarahastojen toiminnasta. Kyseisissä rahastoissa johdolla on tärkeä rooli sijoituspäätöksiä tehtäessä. Investbx itse ei tarjoa rahoitusta pk-yrityksille eikä tee sijoituspäätöksiä. Tämän vuoksi nämä kriteerit eivät ole yhtä aiheellisia.

(173) Koska Investbx:n johto ei tee pk-yritysten varainhankintaa koskevia sijoituspäätöksiä, sijoitusten hoitamista liiketaloudellisin periaattein koskevalla kriteerillä (suuntaviivojen 5.2.3.1 kohta) ei ole tässä merkitystä. Toisaalta Yhdistynyt kuningaskunta on vahvistanut, että Investbx:n johtoon kuuluu asiantuntijoita, joilla on kokemusta ja näyttöä pääomamarkkinasijoituksista. Tätä on pidettävä myönteisenä seikkana.

(174) Sijoituskomitean (suuntaviivojen 5.2.3.2 kohta) osalta voidaan todeta, että Investbx:n luonteen vuoksi pk-yrityksiin tehtäviä sijoituksia koskevaan päätöksentekoon ei osallistu sijoituskomiteaa. Komissio katsoo myönteiseksi sen, että Investbx-hanke kehitettiin yhteistyössä West Midlandsin ammattiyhteisön asiantuntijoiden kanssa.

(175) Toimenpiteen koosta (suuntaviivojen 5.2.3.3 kohta) komissio toteaa, että Investbx ei tarjoa pk-yrityksille varoja omasta talousarviostaan. Varat hankitaan markkinoilta. Rahoitussuunnitelman mukaan tukimäärän odotetaan olevan riittävä niin, että Investbx saavuttaa viidessä vuodessa tarvittavan koon hyödyntääkseen mittakaavaetuja ja tullakseen kannattavaksi. Komissio suhtautuu tähän myönteisesti.

(176) Bisnesenkelien osallistumisesta siemenvaiheen sijoituksiin (suuntaviivojen 5.2.3.4 kohta) voidaan todeta, että nyt tarkasteltavaan toimenpiteeseen ei liity siemenvaiheen sijoituksia ja siksi tätä kriteeriä ei sovelleta. Toisaalta potentiaaliset bisnesenkelit voivat käyttää muiden sijoittajien tapaan Investbx:ää sijoittaakseen pk-yrityksiin.

(177) Toimenpiteen välttämättömyydestä komissio huomauttaa ensinnäkin, että yksikään yksityinen markkinatoimija ei ollut halukas käynnistämään Investbx-hanketta ilman valtiontukea. Tämä saattaa johtua siitä, että alueellisen Internet-pohjaisen markkinapaikan perustamiseen pk-yrityksille liittyy alkuvaiheessa huomattavia riskejä kunnes mittakaavaedut saavutetaan. Tämän vuoksi komissio katsoo, että valtiontuki on välttämätöntä, jotta Investbx:n perustamisella voidaan vaikuttaa markkinoiden toimintapuutteeseen ja Investbx voi kirjata nollatuloksen viiden ensimmäisen vuoden kuluessa.

(178) Komissio jatkaa seuraavassa kannustavan vaikutuksen arviointia.

(179) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten tekemiin selvityksiin pohjautuvien arvioiden mukaan vähintään kymmenen West Midlandsin alueen pk-yritystä, joilla on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma, hakee vuosittain pääomaa mutta ei saa sitä. Investbx aikoo hankkia pääomaa vähintään 47 tällaiselle yritykselle viiden ensimmäisen toimintavuotensa aikana. Kun yrityksille tarjotaan 0,5–2 miljoonan punnan suuruista oman pääoman ehtoista rahoitusta, sillä on todennäköisesti myönteisiä vaikutuksia myös rahoituksen lähimarkkinoilla. Bisnesenkelit ja muut kuin institutionaaliset yksityiset sijoittajat, joiden tarjoaman rahoituksen määrä on yleensä alle 0,5 miljoonaa puntaa, voivat käyttää Investbx:ää uutena mahdollisuutena irtautua sijoituksestaan. Näin vakiintuneemmat markkinat ja suurempia sijoituksia tekevät sijoittajat, kuten AIM ja pääomasijoitusrahastot, voivat hyötyä yrityksistä, jotka kasvavat Investbx:n avulla ja hankkivat suurempia, yli 2 miljoonan punnan rahoituseriä listautumalla arvopaperipörssiin. Toimenpiteessä on kyse kokeiluhankkeesta, joka onnistuessaan voi johtaa vastaaviin hankkeisiin muilla alueilla.

(180) Tuen kannustava vaikutus Investbx:ään ilmenee siitä, että hanketta ei Yhdistyneen kuningaskunnan ja Ofexin mukaan toteutettaisi ilman valtiontukea. Lisäksi tuen maksamisen tarkka päättymisaika kannustaa Investbx:ää tulemaan kannattavaksi ja kaupallisesti elinkelpoiseksi. Toimenpiteen tarkoituksena on muuttaa sekä sijoittajien että pk-yritysten menettelytapoja parantamalla niiden välistä tiedonvaihtoa sijoitusmahdollisuuksista.

(181) Koska Investbx-toimenpiteen puitteissa ei myönnetä tukea sijoittajille, se ei vääristä sijoittajiin kohdistuvia kannustimia valita kannattavimmat sijoitukset. Toisin kuin muissa valtiontukitoimenpiteissä, joissa on kyse suorasta tuesta pk-yrityksiin tehtäville sijoituksille, sijoittajiin kohdistuvat kannustimet eivät vääristy.

(182) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten tekemien arvioiden mukaan viiden ensimmäisen vuoden aikana oman pääoman ehtoista rahoitusta saa vähintään 47 yritystä Investbx:n tarjoamin edellytyksin. Muussa tapauksessa suurin osa niistä saattaa kokea nykyiset markkinaolosuhteet esteiksi, erityisesti tiedon puutteen, monimutkaiset menettelyt ja hinnat. Kun perustetaan uusi kanava oman pääoman ehtoisen rahoituksen hankkimiseksi, kootaan kaikki varainhankintaan liittyvät palvelut yhteen ja tarjotaan mahdollisuus myydä myöhemmin osakkeita, pk-yritysten odotetaan hankkivan enemmän laajentamiseen tarvitsemaansa rahoitusta. Tämä on toimenpiteen kannustava vaikutus.

(183) Komissio katsoo, että riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.3 kohdan mukaisesti toimenpide on välttämätön ja sillä on kannustava vaikutus.

6.3.4. *Tuen oikeasuhteisuus*

(184) Riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.2.4 kohdan mukaan komissio arvioi tuen oikeasuhteisuuden. Komissio tarkistaa, ettei tuki ylitä riskipääoman tarjonnan lisäämisen kannalta välttämätöntä määrää ja erityisesti, etteivät sijoittajat saa liian suurta korvausta, ettei julkinen sektori kanna koko tappioriskiä ja etteivät hyödyt päädy muille sijoittajille. Lisäksi komissio voi katsoa, että avoin tarjouskilpailu tai sijoittajille suunnattu tarjouspyyntö vaikuttaa myönteisesti oikeasuhteisuuden arviointiin.

(185) Sijoittajille suunnataan julkinen tarjouspyyntö Investbx:n käytöstä ja Investbx:ää koskevat tiedot ovat kaikkien sijoittajien saatavilla Investbx:n verkkosivuilla. Toimenpidettä ei suljeta, vaan se pysyy avoinna kaikille sijoittajille.

(186) Verrattuna riskipääomaohjelmiin, joita jäsenvaltiot käyttävät eniten markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi, julkisen rahoituksen määrä on erittäin vähäinen. Sellaisiin alueellisiin riskipääomaohjelmiin, jotka kattavat suurin piirtein West Midlandsin kokoisen alueen, liittyy yleensä huomattavasti enemmän tukea kuin tähän toimenpiteeseen ([40]). Investbx ei myöskään itse tarjoa pääomaa pk-yrityksille. Toimenpiteen puitteissa ainoastaan perustetaan uudenlainen markkinapaikka pk-yrityksiin tehtäville sijoituksille. Näin helpotetaan yksityisten osapuolten välisiä markkinaehtoisia toimia. Tässä mielessä Investbx vaikuttaa erityisen tehokkaalta markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi.

([40]) Esimerkiksi valtiontukiasia C 17/2004 — Yhdistynyt kuningaskunta (Enterprise Capital Funds), EUVL L 91, 29.3.2006, s. 16, ja valtiontukiasia C 72/2003 — Yhdistynyt kuningaskunta (Invest Northern Ireland Venture 2003), EUVL L 236, 13.9.2005, s. 14.

(187) Tuen määrä on laskettu niin, että Investbx pystyy saavuttamaan mittakaavaetuja ja kasvamaan riittävän suureksi kirjatakseen nollatuloksen viiden vuoden jälkeen. Tuen enimmäismäärä on 3 miljoonaa Englannin puntaa. Tämä kattaa ainoastaan Investbx:n toiminnan arvioitujen tuottojen ja kustannusten välisen erotuksen viiden ensimmäisen vuoden aikana. Varsinainen tuki rajoittuu mahdollisten tappioiden kattamiseksi välttämättömään määrään. Jos Investbx menestyy niin hyvin, että se kattaa hallintokustannukset ennen kuin koko tukimäärä on käytetty, se palauttaa jäljellä olevan tuen AWM:lle.

(188) Komissio katsoo myönteiseksi sen, että toimenpide rajoittuu viiteen vuoteen. Tämän jälkeen alueellinen viranomainen AWM joko lopettaa Investbx:n toiminnan tai myy sen osakkeet avoimella ja syrjimättömällä tarjouskilpailulla, johon kaikki markkinatoimijat, myös Ofex, voivat osallistua. AWM saisi silloin takaisin ainakin osan myöntämästään avustuksesta ja mahdollisesti enemmänkin Investbx:n myyntihintana.

(189) Komissio katsoo, että tuki on rajoitettu välttämättömään ja on siksi oikeasuhteinen.

6.3.5. *Kilpailun vääristymistä ja kauppaan kohdistuvaa vaikutusta on rajoitettava sen varmistamiseksi, että tukitoimenpide ei kaiken kaikkiaan ole ristiriidassa yhteisen edun kanssa*

(190) Riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.3 kohdan mukaan komissio arvioi toimenpiteen kielteiset vaikutukset verratakseen niitä myönteisiin vaikutuksiin. Seuraavassa jaksossa käsitellään potentiaalisten kilpailijoiden mahdollista syrjäyttämistä markkinoilta ja muita kielteisiä vaikutuksia.

6.3.5.1. ***Potentiaaliset kilpailijat ja missä määrin markkinoilta syrjäyttäminen saattaa kohdistua niihin***

(191) Investbx:n pääasiallisena tehtävänä on hankkia pk-yrityksille 0,5–2 miljoonaa Englannin puntaa oman pääoman ehtoisena rahoituksena. Investbx:n tarjoamat oheispalvelut ovat lisäpalveluja, joiden ensisijaisena tarkoituksena on kanavoida pääomaa pk-yrityksille. Vaikka paikallisiin pk-yrityksiin sijoittamisella on joitakin etuja, näiden pääomaerien maantieteelliset markkinat ovat vähintään koko Yhdistyneen kuningaskunnan laajuiset, sillä kyseistä rahoitusta jo hankkineet pk-yritykset saivat sitä Yhdistyneen kuningaskunnan muissa osissa, kuten Lontoossa, sijaitsevista lähteistä. Vaikka esimerkkinä onkin mainittu yritys, joka hankki rahoitusta ulkomailta, ([41]) oman pääoman ehtoisen rahoituksen markkinat 0,5–2 miljoonan punnan erille ovat yleensä kansalliset.

([41]) Warwickin yliopiston lausunnossa kerrottiin tapauksesta, jossa West Midlandsin alueella toimiva pk-yritys hankki oman pääoman ehtoista rahoitusta Australiasta.

(192) Seuraavassa käsitellään tuen todennäköisiä vaikutuksia kilpailijoihin. Kilpailijoita, jotka tarjoavat tai auttavat hankkimaan oman pääoman ehtoista rahoitusta 0,5–2 miljoonan punnan erissä, ovat bisnesenkelit, pääomasijoittajat, välittäjät, vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät (ATS) sekä vakiintuneet arvopaperipörssit AIM ja LSE.

(193) Bisnesenkeleiltä hankittuun rahoitukseen verrattuna Investbx auttaa suurempien pääomaerien hankkimisessa, mutta toisaalta se edellyttää laajempia tietoja ja enemmän riippumattomia tutkimuksia kuin bisnesenkelit. Vaikka eräät bisnesenkeliverkostot tai syndikaatit voivat tarjota samansuuruisia rahoituseriä, ne luultavasti kilpailisivat Investbx:n kanssa melko rajallisesti. Ne nimittäin tarjoavat pääomaa alhaisemmilla kustannuksilla kuin Investbx, koska ne eivät edellytä yhtä paljon tutkimuksia ja tietoja. Bisnesenkelit saattaisivat jopa hyötyä toimenpiteestä sijoittamalla Investbx:n kautta. Komissio sai bisnesenkeleiltä ainoastaan myönteisiä kommentteja.

(194) Kuten edellä todettiin, yksityiset pääomasijoitusrahastot keskittyvät ensi sijassa suurempiin rahoitustoimiin. Investbx edistää pk-yritysten kasvua, jotta ne voisivat siirtyä vakiintuneemmille markkinoille pääomasijoitusrahastojen tai sijoittajien oston kohteeksi. Ei voida sulkea pois mahdollisuutta, että Investbx kilpailee sellaisten rahastojen kanssa, jotka tarjoavat pieniä pääomamääriä. Komissio sai pelkästään myönteisiä kommentteja pääomasijoitusalan edustajilta (Catapult Venture Managers Ltd. ja Advantage Growth Fund). Koska Investbx:n päätehtävänä on hankkia pk-yrityksille pääomaa sijoittajilta ja toimia kaupankäyntijärjestelmänä, se ei itse tarjoa rahoitusta yrityksille, joiden osakkeilla käydään kauppaa sen järjestelmässä. Sen vuoksi se kilpailee vain rajoitetusti pääomasijoitusrahastojen kanssa.

(195) Välittäjien sektoria edustavilta komissio sai kriittisiä huomautuksia JP Jenkinsiltä. Sen mukaan Investbx:stä tulee sen suora kilpailija, joka hyötyy valtiontuen tarjoamasta kilpailuedusta. Tämä vääristäisi kilpailua ja heikentäisi JP Jenkinsin asemaa. Komissio huomauttaa tältä osin, että Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten lausunnon mukaan JP Jenkinsin ja Investbx:n liiketoimintamallit eroavat toisistaan. JP Jenkins on markkinatakaaja ja arvopaperivälittäjä, joka hoitaa ainoastaan kauppojen toteutuksen täsmäyttämällä listaamattomien ja noteeraamattomien arvopaperien kauppoja pörssin ulkopuolella. Lisäksi on huomattava, että näille markkinoille ei ole sääntelyllisiä velvoitteita. Yhdistynyt kuningaskunta toteaa tämän johdosta, että JP Jenkins ei hanki rahoitusta pk-yrityksille, kun taas tällaisen rahoituksen hankkiminen on Investbx:n ensisijainen tavoite. Samat perusteet koskevat muita vain kauppojen toteutuksen hoitavia välittäjiä. JP

Jenkinsin esittämien väitteiden osalta voidaan joka tapauksessa todeta, että kesäkuussa 2006, ennen kuin JP Jenkinsin verkkosivuilta poistettiin aluekohtainen hakumahdollisuus, JP Jenkins kävi kauppaa 157 yrityksen osakkeilla. Näistä vain neljä oli West Midlandsin alueelta. Komissio katsoo tämän perusteella, että Investbx:n mahdollinen vaikutus JP Jenkinsiin on erittäin vähäinen.

(196) Investbx:n tarkoituksena on tulla oman pääoman ehtoista rahoitusta välittävien kaupankäyntijärjestelmien markkinoille ja palvella yrityksiä, jotka eivät voi listautua Yhdistyneen kuningaskunnan tärkeimpään arvopaperipörssiin. LSE:tä ei katsota Investbx:n potentiaaliseksi kilpailijaksi, koska yritykset, joiden osakkeita myydään näillä kaksilla markkinoilla, eroavat kokonsa ja muiden LSE:n edellyttämien ominaisuuksien puolesta. Listautuakseen LSE:hen yritysten on täytettävä tietyt kriteerit. Ne edellyttävät, että 25 prosenttia osakkeista on yleisessä omistuksessa, yrityksen osakkeita on myyty kolmen vuoden ajan ja yrityksellä on käyttöpääomaa vähintään seuraavien 12 kuukauden ajaksi tai sen markkina-arvo täyttää vähimmäisvaatimukset. Myöskään AIM ei sovellu erityisen hyvin alle 2 miljoonan punnan suuruisten rahoituserien hankkimiseen, sillä tällaisen määrän välittömät hankintakustannukset voivat olla keskimäärin 20–26 prosenttia hankitun pääoman määrästä. Se ei tarjoa pk-yrityksille samoja palveluja kuin Investbx. Tämän vuoksi pk-yritykset, jotka haluavat hankkia rahoitusta 2 miljoonaa puntaa, eivät ole kiinnostuneet käyttämään AIM:ää.

(197) Nykyiset vaihtoehtoiset kaupankäyntijärjestelmät, kuten Ofex ja The Share Centre, voivat myös tarjota pk-yrityksille ensi- ja jälkimarkkinoiden kaupankäyntipalveluja. Markkinoiden kilpailutilannetta kokonaisuutena tarkasteltaessa voidaan todeta, että Investbx:n vaikutukset rajoittuvat vain yhteen Yhdistyneen kuningaskunnan alueeseen. Lisäksi tällä alueella pääoman tarjonta ja välitys ei ole yhtä kehittynyttä kuin muualla Yhdistyneessä kuningaskunnassa. Mahdollisesta kilpailusta erityisesti Ofexin kanssa komissio muistuttaa, että tällä hetkellä vain viisi prosenttia yrityksistä, joiden osakkeilla käydään kauppaa Ofexissa, toimii West Midlandsissa. Ofexiin listautui tältä alueelta yhteensä 10 yritystä vuosina 2000–2005. Tällä hetkellä noteeratuista yrityksistä vain kaksi on listautunut Ofexiin vuoden 2003 jälkeen. Ofex toimii koko maassa ja sen tavoitteena on kansainvälinen kaupankäynti. Ei voida myöskään sulkea pois mahdollisuutta siitä, että se käyttää parannettua järjestelmäänsä käydäkseen kauppaa sekä huomattavasti suuremmilla osakemäärillä että sellaisten suurten yritysten osakkeilla, joita voidaan noteerata muualla. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset totesivat lisäksi, että kuuden vuoden aikana (2000–2005) Ofex hankki ainoastaan 3,5 miljoonaa Englannin puntaa ensirahoituksena viidelle West Midlandsin alueen yritykselle. Samaan aikaan se hankki yhteensä 43,3 miljoonaa puntaa ensirahoituksena (0,5–2 miljoonan punnan erissä) 39:lle Yhdistyneen kuningaskunnan yritykselle. Tämän perusteella voidaan todeta kilpailun vääristymisen olevan erittäin rajoitettua, kun tarkastellaan ensirahoituksen volyymiä ja niiden West Midlandsin alueen pk-yritysten määrää, jotka saattavat siirtyä Ofexista Investbx:ään.

(198) Komissio katsoo, että kilpailu ei vääristy lainkaan, jos Investbx ei menesty eikä pysty hankkimaan pääomaa ja/tai ei käy kauppaa yhdenkään pk-yrityksen osakkeilla. Siinä tapauksessa toimenpide olisi pelkästään tehoton, eikä se vääristäisi kilpailua.

(199) Myös Investbx:ssä sijoituskohteena olevien pk-yritysten tasolla kilpailun vääristyminen olisi vähäistä. Niiden saama etu rajoittuu West Midlandsin alueelle ja parempaan mahdollisuuteen saada sellaisia rahoituspalveluja kokonaisuutena, joita muuten tarjottaisiin markkinaehdoin. Lisäksi ne voivat hankkia paikallisesta toiminnasta kiinnostuneilta sijoittajilta rahoitusta, josta ne joka tapauksessa joutuvat maksamaan 6 prosentin palkkion. Investbx:n palvelut ovat avoinna kaikille West Midlandsin alueen pk-yrityksille, jotka täyttävät vahvistetut tiedonantosäännöt ja toimittavat riippumattomat tutkimustiedot. Loppujen lopuksi yksityiset sijoittajat päättävät, millä pk-yrityksellä on sijoituksen kannalta sopivin liiketoimintasuunnitelma.

#### 6.3.5.2. *Muu kilpailun vääristyminen*

(200) Riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.3.2 kohdassa mainitun muun kilpailun vääristymisen osalta komissio tutkii, johtaako toimenpide sijoituskohteena olevien pk-yritysten huomattavaan markkinavoimaan, säilyttävätkö tehottomat yritykset sen johdosta toimintaedellytyksensä, johtaako se riskipääoman liikatarjontaan ja jakautuvatko tuotannontekijät sen vuoksi tehottomasti eri alueiden välillä.

(201) Kuten pk-yritysten tasolla mahdollisesti esiintyvän tuen arvioinnissa todettiin, kohteena olevat pk-yritykset saavat riskipääomaa yksityisiltä sijoittajilta ilman, että siihen sisältyy tukea. Ainoa pk-yritysten saama etu ovat palvelut, joita muuten ei ole saatavissa markkinoilla. Luonteensa vuoksi tämä etu ei voi yksistään lisätä markkinavoimaa. Koska sijoituspäätökset ovat luonteeltaan yksityisiä, se takaa sen, että toimenpide ei säilytä tehottomien yritysten tai toimialojen toimintaedellytyksiä eikä muuta tuotannontekijöiden jakautumista alueiden välillä.

#### 6.3.5.3. *Muut kilpailun vääristymistä rajoittavat tekijät*

(202) Komissio katsoo, että 3 miljoonan Englannin punnan tuki Investbx:lle voi vääristää kilpailua, mutta on kuitenkin useita tekijöitä, jotka rajoittavat kilpailijoille mahdollisesti aiheutuvaa haittaa. Toimenpide on nimittäin rajoitettu tukimäärältään, maantieteellisesti ja ajallisesti.

(203) Ensinnäkin Investbx:lle myönnettävä tuki on enintään 3 miljoonaa Englannin puntaa. Tuen määrää ei koroteta vaan se rajoittuu Investbx:n käynnistysvaiheessa mahdollisesti aiheutuvien tappioiden kattamiseksi välttämättömään määrään.

(204) Toiseksi Investbx tarjoaa palvelujaan ainoastaan West Midlandsin alueella sijaitseville pk-yrityksille, kun taas muut markkinapaikat, esimerkiksi Ofex, tarjoavat palveluja koko maassa sekä ulkomailla. Tämän vuoksi kilpailun mahdollinen vääristyminen rajoittuisi pieneen osaan vakiintuneiden toimijoiden markkinoista.

(205) Kolmanneksi tuki on rajattu myös ajallisesti, viiteen vuoteen. Tämän jälkeen AWM joko myy Investbx:n osakkeensa yksityisille sijoittajille syrjimättömällä ja avoimella tarjouskilpailulla tai lopettaa Investbx:n toiminnan, jolloin kilpailun mahdollinen vääristyminen päättyy. Jos Investbx myydään, varat, jotka ovat mahdollisesti jäljellä alkuperäisestä avustuksesta, maksetaan takaisin AWM:lle. Vaikka Investbx ei kata ainoastaan alkuinvestointia vaan myös käynnistyskustannukset viiden vuoden ajalta, komissio katsoo, että tämä määrä on tarpeen. Koska Investbx:n markkinapaikalle vuosittain listautuvien uusien pk-yritysten lukumäärä on arvioiden mukaan pienehkö, on kohtuullista olettaa, että Investbx saavuttaa mittakaavaedut ja nollatuloksen vasta usean vuoden jälkeen sitten, kun listautuneiden pk-yritysten määrä on tietyllä tasolla.

(206) Lisähuomautuksissaan Ofex ilmaisi huolensa siitä, että kyseisten viiden vuoden jälkeen on vaarana, että Investbx:lle ei löydetä ostajaa. Tällöin järjestelmää käyttävät yritykset menettäisivät kaupankäyntijärjestelmänsä, eivätkä niiden osakkaat voisi myydä osakkeitaan vaan olisivat sidottuja yritykseen. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset vahvistivat, että jos Investbx:n toiminta lakkautetaan, The Share Centrellä on velvollisuus harjoittaa Investbx:n käyttämän järjestelmän toimintaa ja pk-yritykset voivat käyttää sitä samoin edellytyksin kuin Investbx:ssä. Osakkailla olisi vastoin Ofexin väitteitä mahdollisuus jatkaa kaupankäyntiä osakkeillaan eikä niitä sidottaisi yritykseen.

(207) Neljänneksi toimenpide koskee pelkästään laajentamisvaiheessa olevia pk-yrityksiä. Toimenpiteen tarkoituksena on houkutella pääomamarkkinoille enemmän sellaisia pk-yrityksiä, jotka eivät ole osallistuneet näille markkinoille aikaisemmin, ja luoda siten uusia sijoitusmahdollisuuksia. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat lisäksi sitoutuneet rajoittamaan transaktiokoon enintään 2 miljoonaan Englannin puntaan vuodessa. Tällaista muodollista enimmäisrajaa ei ole vakiintuneissa markkinajärjestelmissä.

(208) Kilpailun vääristymistä rajoittaa myös se, että palvelujen pääasiallinen tarjoaja on valittu syrjimättömällä menettelyllä. Ainoastaan kolme tarjousta tehtiin, niistä yksi oli Ofexilta. Investbx:n palveluntarjoaja valittiin kaikkiin tarjouksentekijöihin yhtäläisesti sovellettujen kriteerien perusteella. The Share Centren tarjous oli paras sekä laadullisten kriteerien että hinnan suhteen.

(209) Investbx:n ponnahduslautatoiminto, jolloin sijoituskohteena olevat yritykset hankkivat ensin kokemusta listautuakseen myöhemmässä kehitysvaiheessa vakiintuneemmille markkinoille, on hyödyllinen AIM:n kannalta. Päätös rajoittaa rahoitustoimen koko 2 miljoonaan Englannin puntaan vahvistaa ponnahduslautatoimintoa.

(210) Hanke on jo herättänyt laajaa kiinnostusta, sillä sitä voidaan soveltaa myöhemmin ratkaistaessa mahdollisia paikallisia markkinoiden toimintapuutteita muilla Euroopan yhteisön alueilla, kuten ilmenee CEBREn ja Emilia-Romagnan maakunnan kommenteista. Siitä voi tulla kiinnostava ja kustannustehokas vaihtoehto, jolla edistetään riskipääomamarkkinoiden toimintaa ja tuetaan pk-yrityksiä.

(211) Tarkastellessaan tukitoimenpiteen vaikutuksia pk-yrityksiin sijoittavien tasolla komissio katsoo, ettei toimenpide syrjäytä yksityisiä sijoituksia markkinoilta, vaan Investbx antaa yksityisille sijoittajille enemmän mahdollisuuksia parantamalla pk-yrityksiä koskevien tietojen saatavuutta. Lisäksi sen kohteena on pikemminkin suuri yleisö kuin institutionaaliset sijoittajat.

(212) On kuitenkin mahdollista, että Investbx kiinnostaa ainakin osaa niistä yrityksistä, jotka muussa tapauksessa pyrkisivät sijoittamaan muiden markkinapaikkojen kautta. Tämä vaikutus rajoittuu kuitenkin ajallisesti enintään viiteen vuoteen ja West Midlandsin alueeseen, jossa markkinoiden toimintapuutteen ratkaisemattomuus osoittaa, että muut markkinapaikat eivät palvele riittävästi alueen nykyistä potentiaalia.

(213) Komissio katsoo, että tuen kielteiset vaikutukset ovat rajalliset tarkasteltaessa tukea kokonaisuutena riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 5.3 kohdan mukaisesti.

6.3.6. *Komission vastaus kolmansien esittämiin kriittisiin kommentteihin*

(214) Komissio selostaa seuraavassa lyhyesti väitteitään vastauksena kolmansien esittämiin kriittisiin kommentteihin.

(215) Likviditeetin hajaantumisen osalta voidaan todeta, että Investbx kohdistaa palvelunsa West Midlandsin alueen pk-yrityksille, jotka pyrkivät hankkimaan rahoitusta 0,5–2 miljoonan Englannin punnan verran. Saattaa olla, että tällä markkinasegmentillä Investbx kiinnostaa vain erittäin pientä osaa sijoituskohteena olevista yrityksistä, jotka käyttävät muita markkinapaikkoja. Lisäksi Investbx kiinnostaa vain niitä sijoittajia, jotka haluavat sijoittaa West Midlandsin alueelle. Tämän johdosta vaara siitä, että nykyisillä markkinapaikoilla oleva likviditeetti hajaantuisi, on erittäin vähäinen. Toisaalta Investbx edistää likviditeetin kerääntymistä yhteen, kun useat arvopaperit ja niitä koskevat kaupat keskittyvät järjestettäviin huutokauppoihin. Muussa tapauksessa suurin osa näistä arvopapereista myytäisiin erikseen OTC-markkinoilla.

(216) Investbx noudattaa vaihtoehtoiseen kaupankäyntijärjestelmään sovellettavia sääntely- ja tiedonantovaatimuksia. Sitä valvoo The Share Centre, joka on FSA:n sääntelemä yritys, kuten edellä on selostettu.

(217) Väitteestä, jonka mukaan kilpailun mahdollinen vääristyminen aiheuttaisi haittaa JP Jenkinsille, komissio huomauttaa, että JP Jenkinsin liiketoimintamalli on erilainen. JP Jenkins käy kauppaa listautumattomilla yrityksillä tai niillä, jotka on poistettu Ofexin, AIM:n tai LSE:n listalta. Se on markkinatakaaja ja arvopaperivälittäjä, joka hoitaa ainoastaan kauppojen toteutuksen. Vaikka JP Jenkins saattaakin ilmoittaa sekä osto- että myyntikurssin kullekin yritykselle, sillä ei Yhdistyneen kuningaskunnan mukaan välttämättä ole ostettavia tai myytäviä osakkeita, vaan se pyrkii löytämään ostajat ja myyjät. JP Jenkinsin verkkosivujen mukaan kesäkuussa 2006 se välitti 157 yrityksen osakkeita, mutta näistä yrityksistä vain neljä oli West Midlandsin alueelta. Komissio katsoo tämän perusteella, että Investbx:n mahdollinen vaikutus JP Jenkinsiin on erittäin vähäinen.

(218) Ofex väitti, että komissio perusti alustavan arviointinsa puutteellisiin, vanhentuneisiin ja Yhdistyneen kuningaskunnan pääomamarkkinoilla vallitsevan todellisen tilanteen kannalta epäjohdonmukaisiin tietoihin. Tämän osalta komissio huomauttaa, että sen arviointi perustuu viimeisimpiin saatavilla oleviin tietoihin ja selvityksiin. Näitä ovat erityisesti sijoitustoimintaa koskevat BVCA:n raportit vuosilta 2003, 2004 ja 2005, yksityistä oman pääoman ehtoista rahoitusta ja pääomasijoituksia koskevat BVCA:n arviointiselvitykset vuosilta 2003, 2004 ja 2005, HM Treasuryn raportit ja muut päätöksessä mainitut lähteet. Ofex tai muut asianomaiset eivät toimittaneet päinvastaisia tai tuoreempia selvityksiä tai tietoja.

(219) Ofex väittää, että ei ole todisteita siitä, että pk-yrityksillä on puutetta oman pääoman ehtoisen rahoituksen saatavuutta koskevista tiedoista, että West Midlandsin alueen yritysten on vaikea hankkia pääomaa toteuttamiskelpoisesta liiketoimintasuunnitelmista huolimatta ja että sijoittajilla ei ole tarpeeksi tietoja kohdeyrityksistä. Ensinnäkin sidosryhmien haastatteluihin perustuvassa Deloitten raportissa ([42]) "*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*" todetaan, että rahoitusmahdollisuuksia koskeva yleinen tietämys ja tuntemus on pk-yrityksissä vähäistä. Haastatteluissa ilmeni, että heikot sijoitusvalmiudet olivat West Midlandsin alueella suurin este rahoituksen hankkimiselle. Sijoitusvalmiuteen kuuluvat liiketoiminnallinen suhtautuminen rahoitukseen, liikeasiakirjojen laatu ja hankkeen yleinen sijoituskelpoisuus. Toiseksi Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset toteuttivat selvityksen, jonka mukaan vähintään kymmenen West Midlandsin pk-yritystä vuodessa voisi liittyä Investbx:ään. Ne toimittivat myös erään pääomasijoittajan lausunnot, joiden mukaan pääomasijoitusrahastot hylkäävät monia pk-yrityksiä, joilla on toteuttamiskelpoinen liiketoimintasuunnitelma ja jotka voisivat sopia Investbx:ään. Kolmanneksi viranomaisten toimittamien selvitysten mukaan se, että sijoittajilla ei ole tarpeeksi luotettavia tietoja, on yksi markkinoiden toimintapuutteen syistä ([43]).

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

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

(220) Investbx:n kaupallisesta tarpeellisuudesta esitettyjen epäilyjen osalta komissio huomauttaa, että Yhdistynyt kuningaskunta toimitti vuonna 2003 tekemänsä selvityksen tulokset. Selvitys tehtiin 21:ssä rahoitusalan neuvontayrityksessä, joilta kysyttiin, kuinka monelle yritykselle vuodessa ne ehdottaisivat liittymistä Investbx:ään. Selvityksen mukaan 20 yrityksestä 13 ilmoitti suosittelevansa 1–6 yritykselle vuodessa Investbx:ään liittymistä. Kun otetaan huomioon se, että selvityksessä ei otettu yhteyttä kaikkiin West Midlandsin alueella toimiviin rahoitusalan neuvontayrityksiin, komissio on samaa mieltä siitä, että arviota 5–12 yrityksen liittymisestä Investbx:ään vuodessa voidaan pitää varovaisena. Lisäksi vuonna 2003 toteutettiin toinen selvitys alueen yritystoiminnan edustajien keskuudessa. Siinä 41 vastaajasta 88 prosenttia katsoi, että vakiintuneet pääomamarkkinat eivät täyttäneet pk-yritysten rahoitustarpeita. Samassa selvityksessä 68 prosenttia katsoi, että pk-yritykset käyttivät Ofexia harvoin pääomanlähteenä. Vaikka Ofex väittää, että se on vuoden 2003 jälkeen järjestänyt uudelleen toimintansa ja että sillä on nyt aluepäällikkö, sekä vuonna 2004 että vuonna 2005 vain yksi West Midlandsin alueen yritys listautui Ofexiin. Investbx:n tarpeen osoittaa potentiaalisen kysynnän ja sen välinen ero, missä määrin Ofex tai muut vakiintuneet markkinapaikat pystyvät vastaamaan siihen.

(221) Ofex väittää, että sääntely estää Investbx:ää antamasta enemmän tietoja sijoituskohteiden liiketoimintanäkymistä kuin mitä on saatavilla Ofexissa ja AIM:ssä. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten mukaan Investbx voi kuitenkin antaa kaikille sijoittajille pk-yrityksiä koskevia riippumattomia tutkimustietoja, mikä ei tällä hetkellä ole edellytys vakiintuneille markkinapaikoille liittymiselle. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset totesivat sijoittajien suojasta, että koska Investbx on FSA:n sääntelemän yrityksen eli The Share Centren nimittämä edustaja, siihen sovelletaan vuonna 2000 annetun rahoituspalveluja ja markkinoita koskevan lain (Financial Services and Markets Act 2000) säännöksiä. Lisäksi The Share Centre varmistaa, että Investbx toimii FSA:n antamissa liikekäytäntöjä koskevissa säännöissä vahvistettuja asianmukaisia parhaita käytänteitä noudattaen.

(222) Transaktiokustannuksista Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset katsovat, että Investbx varmistaa tutkimus- ja yritysesittelypalvelujen tarjonnan keskimäärin huomattavasti alhaisemmilla kustannuksilla ja lisäksi se poistaa osto- ja myyntikurssien välisen markkinatakaajan marginaalin.

(223) Jos Investbx ei ole viiden vuoden kuluttua taloudellisesti kannattava eikä sitä voida myydä, sen toiminta lopetetaan. Tuolloin Investbx:ään listautuneet yritykset voivat halutessaan siirtyä The Share Centreen, joka takaa sijoittajille ja sijoitusten kohteille kaupankäynnin jatkumisen järjestelmässä soveltaen samoja palkkioita ja muita edellytyksiä, joita tarjottiin Investbx:n palvelujen tarjoamista koskevassa

valintamenettelyssä. Tämä järjestely otettiin käyttöön, jotta voitaisiin estää pelko siitä, että sijoitukset olisivat sidottuja yritykseen tukikauden päättyessä viiden vuoden jälkeen.

(224) On väitetty, että huutokauppaperusteinen järjestelmä ei sovellu hyvin pk-yritysten osakkeiden kaupankäyntiin. Tämän osalta komissio huomauttaa, että molemmilla järjestelmillä on omat etunsa. Markkinatakaajajärjestelmässä on mahdollista käydä kauppaa koska tahansa ja huutokauppajärjestelmässä osto- ja myyntikurssien välinen erotus poistuu. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset totesivat lisäksi, että Investbx:n tavoitteena on houkutella pitkän aikavälin sijoittajia, joille mahdollisuus käydä päivittäin osakekauppaa ei ole yhtä tärkeää. Joka tapauksessa komission asiana ei ole arvioida, kumpi järjestelmä on parhaiten soveltuva. Komissio ainoastaan huomauttaa, että Investbx voi auttaa markkinoiden toimintapuutteen korjaamista.

(225) Ofexin mukaan se, AIM ja virallinen lista kattavat täysin ponnahduslautatoiminnon. Komissio huomauttaa, että Investbx:n tarkoituksena on toimia West Midlandsin alueen pk-yrityksille siltana kohti AIM:ää. Ofexin toimittaman luettelon mukaan vain yksi Ofexista AIM:ään kolmen viime vuoden aikana siirtyneistä yrityksistä oli West Midlandsin alueelta. Kun otetaan huomioon se, että AIM muodostaa nopeasti kasvavat markkinat, komissio olettaa, että Investbx:lle olisi joka tapauksessa tilaa täydentää Ofexin pyrkimyksiä tuoda uusia yrityksiä AIM:ään.

(226) Komissio myöntää kuitenkin, että Investbx:n tavoitteita ei välttämättä saavuteta oli sitten kyse pääoman hankkimisesta pk-yrityksille tai toimimisesta askelmana vakiintuneemmille pääomamarkkinoille. Tällainen riski on luonteenomaista kokeiluhankkeille. Sen vuoksi yksityiset sijoittajat eivät halunneet sijoittaa tähän hankkeeseen ja siksi valtiontukea käytetään kannustimena.

(227) Ofex on oikeassa siinä, että tuki kohdistuu ensi sijassa Investbx:n käynnistyskustannuksiin, ei rahoitettavien pk-yritysten toimintakustannuksiin. Sijoitusten kohteena olevat yritykset saavat oman pääoman ehtoista rahoitusta yksityisiltä sijoittajilta markkinaehdoin. Tuki kohdistuu pelkästään sellaiseen markkinapaikkaan, joka auttaa tehostamaan varojen suuntaamista.

(228) Kannustavan vaikutuksen osalta voidaan todeta, että tuki mahdollistaa alueellisen vaihtoehtoisen kaupankäyntijärjestelmän, johon liittyy lisäpalveluja ja joka tarjoaa myös uuden kanavan toimittaa sijoitusten kannalta aiheellisia tietoja sijoittajille ja kohdeyrityksille. Tämän vuoksi tuki kannustaa Investbx:n perustamista ja sen toiminnan kohdistamista markkinoiden toimintapuutteeseen.

(229) […] (*).

(230) Ofex on myös esittänyt huolensa siitä, että Investbx syrjäyttäisi yksityiset sijoitukset nykyisiltä tai mahdollisilta kaupankäyntimarkkinoilta. Komissio ei tietyssä määrin sulje pois tätä mahdollisuutta, mutta muistuttaa, että Investbx:n toiminta rajoittuu West Midlandsin alueen pk-yrityksiin, joiden tavoitteena on hankkia rahoitusta enintään 2 miljoonaa Englannin puntaa. Muut komission tiedossa olevat markkinapaikat toimivat tällä segmentillä hyvin rajoitetusti. Erityisesti on huomattava, että Ofexin 180 noteeratusta yrityksestä ainoastaan seitsemän on West Midlandsin alueelta. Jos Investbx ei menesty, silloin Investbx:n liikevaihto on liian vähäinen, jotta se voisi tehdä voittoa, ja on epätodennäköistä, että se vaikuttaisi millään tavalla kilpailijoidensa asemaan. Jos Investbx taas menestyy, AWM myy sen viiden vuoden jälkeen yksityisille sijoittajille avoimella tarjouskilpailulla. Näin se houkuttelisi lisää yksityisiä sijoituksia tällaisten rahoituspalveluiden markkinoille. Joka tapauksessa yksityisten sijoittajien asiana on arvioida, minkä tyyppinen markkinapaikka tarjoaa parempia palveluja, on innovatiivisempi ja tarjoaa sijoituksille paremmat tuottomahdollisuudet. Toisaalta on totta, että viiden ensimmäisen vuoden aikana Investbx:n ei tarvitse maksaa osinkoja julkiselle sijoittajalle. Investbx veloittaa viiden ensimmäisen vuoden ajan palveluistaan sellaisen hinnan, että se voi kirjata nollatuloksen viiden vuoden kuluessa. Koska tarkoituksena on myydä Investbx, sen tavoitteena on kehittyä kannattavaksi yritykseksi, jonka on tehtävä voittoa myyntinsä jälkeen. Ofexin mukaan Investbx saattaa rajoittaa innovointia rahoitusmarkkinoilla. Investbx:n toiminnan luonteen vuoksi se on jo itsessään merkittävä innovaatio. Itse asiassa se on useiden innovatiivisten tekijöiden yhdistelmä.

### 6.4. **Tasapainotesti ja päätelmä**

(231) Komissio toteaa, että Investbx:n perustaminen on toimenpide, jonka tavoitteena on poistaa markkinoiden toimintapuute ja joka kannustaa hankkimaan oman pääoman ehtoista rahoitusta pk-yrityksille.

(232) Komissio katsoo, että Investbx:lle myönnettävä 3 miljoonan Englannin punnan tuki on oikeasuhteinen. On useita tekijöitä, jotka rajoittavat kilpailijoille mahdollisesti aiheutuvia haittoja. Toimenpide on rajoitettu maantieteellisesti, ajallisesti ja sijoituskohteiden mukaan.

(233) Edellä mainittujen seikkojen perusteella komissio päättelee, että tuki auttaa korjaamaan markkinoiden toimintapuutteen ja tekee mahdolliseksi pk-yritysten oman pääoman ehtoista rahoitusta helpottavan alueellisen osakkeiden kaupankäyntijärjestelmän kehittämisen. Se ei kuitenkaan muuta kaupankäynnin edellytyksiä yhteisen edun kanssa ristiriitaisella tavalla. Tämän vuoksi Investbx:lle myönnetty tuki soveltuu yhteismarkkinoille riskipääomaa koskevien suuntaviivojen mukaisesti.

(*) Liikesalaisuus.

### 6.5. **Tuen kasautuminen**

(234) Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaiset ovat sitoutuneet siihen, että Investbx:lle myönnetty tuki ei kasaudu Investbx:n tasolla muun valtiontuen kanssa. Sijoituskohteena olevien pk-yritysten tuen osalta voidaan todeta, että etu, jonka ne saattavat saada toimenpiteestä, on mahdollisuus käyttää Investbx:n palveluja, joita ne eivät muuten saisi, eivät ainakaan samoilla ehdoilla. Ne saavat pääomaa, johon ei sisälly tukea, pelkästään yksityisistä varoista. Koska tuki ei sisälly pääomasijoitukseen, Investbx:ää käyttäviin pk-yrityksiin ei sovelleta riskipääomaa koskevien suuntaviivojen 6 jaksossa olevia sääntöjä, jotka estävät tuetun riskipääoman kasautumisen muiden tukitoimenpiteiden kanssa.

## 7. **SEURANTA**

(235) Ottaen huomioon Investbx-toimenpiteen innovatiivisen luonteen, monitahoisuuden ja mahdollisuuden soveltaa sitä muilla Euroopan yhteisön alueilla markkinoiden toimintapuutteen korjaamiseksi alueellisella tasolla komissio haluaa seurata toimenpiteen vaikutuksia ja menestystä. Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten on ilmoitettava toimenpidettä koskevassa vuosiraportissa niiden pk-yritysten lukumäärä, joille on hankittu pääomaa, ja kunkin pk-yrityksen hankkiman pääoman määrä, jotta komissio voi arvioida, korjaako toimenpide asianmukaisesti alle 2 miljoonan punnan pääomaeriä koskevan markkinoiden toimintapuutteen. Jotta toimenpiteen vaikutukset tarjontapuolella voitaisiin arvioida, Yhdistyneen kuningaskunnan viranomaisten on myös ilmoitettava hankitun sijoituspääoman määrä sijoittajatyypin mukaan. Toimenpiteen kannattavuuden määrittämiseksi ja valtion varojen käytön valvomiseksi viranomaisten on toimitettava Investbx:n vuositilinpäätökset. Investbx:n perustamisen jälkeisen viidennen vuoden lopussa Yhdistyneen kuningaskunnan on ilmoitettava komissiolle, onko Investbx myyty yksityisille sijoittajille julkisella tarjousmenettelyllä vai onko sen toiminta lopetettu,

ON TEHNYT TÄMÄN PÄÄTÖKSEN:

*1 artikla*

Tuki, jonka Yhdistynyt kuningaskunta aikoo myöntää 3 miljoonan Englannin punnan avustuksena Investbx:lle, soveltuu yhteismarkkinoille EY:n perustamissopimuksen 87 artiklan 3 kohdan c alakohdan nojalla.

Tämän vuoksi tuen toteuttaminen hyväksytään.

*2 artikla*

Yhdistyneen kuningaskunnan on toimitettava vuosittain tuen täytäntöönpanosta kertomus, johon sisältyvät seuraavat seikat:

— niiden pk-yritysten määrä, joille pääomaa on hankittu,

— kullekin pk-yritykselle hankitun pääoman määrä,

— hankitun pääoman määrä sijoittajatyypin mukaan, ja

— tilinpäätöstiedot.

Investbx:n perustamisen jälkeisen viidennen vuoden lopussa Yhdistyneen kuningaskunnan on ilmoitettava komissiolle, onko Investbx myyty yksityisille sijoittajille julkisella, avoimella ja syrjimättömällä tarjousmenettelyllä vai onko sen toiminta lopetettu.

*3 artikla*

Tämä päätös on osoitettu Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneelle kuningaskunnalle.

Tehty Brysselissä 20 päivänä joulukuuta 2006.

*Komission puolesta*

Neelie KROES

*Komission jäsen*