II

(Actes pris en application des traités CE/Euratom dont la publication n'est pas obligatoire)

DÉCISIONS

COMMISSION

DÉCISION DE LA COMMISSION

du 20 décembre 2006

concernant l'aide d'État C 36/2005 que le Royaume-Uni envisage de mettre à exécution en faveur de «Investbx»

[notifiée sous le numéro C(2006) 5808]

(Le texte en langue anglaise est le seul faisant foi.)

(Texte présentant de l'intérêt pour l'EEE)

(2008/126/CE)

LA COMMISSION DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES,

vu le traité instituant la Communauté européenne et notamment son article 88, paragraphe 2, premier alinéa,

vu l'accord sur l'Espace économique européen et notamment son article 62, paragraphe 1, point a),

après avoir invité les intéressés à présenter des observations conformément auxdits articles [1] et vu les observations transmises,

considérant ce qui suit:

1. PROCÉDURE

(1) Par lettre datée du 26 juillet 2005, enregistrée à la Commission le 28 juillet 2005, le Royaume-Uni a notifié l'aide susmentionnée à la Commission, conformément à l'article 88, paragraphe 3, du traité CE.

(2) La Commission a demandé des informations complémentaires le 19 août 2005, à la suite de quoi une réunion s'est tenue le 8 septembre 2005 entre des représentants du Royaume-Uni et de la Commission. Au cours de cette réunion, les représentants du Royaume-Uni ont fourni des informations complémentaires.

(3) Le 26 septembre 2005, la Commission a reçu une plainte de l'entreprise PLUS Markets Group plc (anciennement Ofex Holdings plc) (ci-après: «Ofex»).

(4) Par lettre datée du 20 octobre 2005, la Commission a informé le Royaume-Uni de sa décision d'ouvrir la procédure prévue à l'article 88, paragraphe 2, du traité CE à l'égard de la mesure d'aide susmentionnée.

(5) Par lettre datée du 11 novembre 2005, la Commission a envoyé sa décision d'ouvrir la procédure prévue à l'article 88, paragraphe 2, du traité CE à la partie intéressée Ofex.

(6) La décision de la Commission d'ouvrir la procédure a été publiée au *Journal officiel de l'Union européenne* [2]. La Commission a invité les parties intéressées à présenter leurs observations.

(7) Par lettre datée du 21 novembre 2005, enregistrée à la Commission à la même date, le Royaume-Uni a présenté ses observations sur la décision de la Commission d'ouvrir la procédure.

(8) La Commission a reçu les observations de vingt parties intéressées, à savoir:

(a) The Share Centre, par lettre datée du 10 novembre 2005, enregistrée à la Commission le 23 novembre 2005;

[1] JO C 288 du 19.11.2005, p. 13.

[2] Voir note 1 de bas de page.

(b) Ofex, par lettre datée du 25 novembre 2005, enregistrée à la Commission à la même date, et par lettre datée du 15 décembre 2005, enregistrée à la Commission le jour suivant;

(c) Mazars, par lettre datée du 24 novembre 2005, enregistrée à la Commission le 5 décembre 2005;

(d) Sir Albert Bore, par lettre datée du 30 novembre 2005, enregistrée à la Commission le 6 décembre 2005;

(e) Quoted Companies Alliance, par lettre datée du 16 décembre 2005, enregistrée à la Commission le même jour;

(f) Hembury Associates Ltd, par lettre datée du 16 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 19 décembre 2005;

(g) Hamilton Pratt, par lettre datée du 13 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 19 décembre 2005;

(h) Regione Emilia-Romagna, par lettre datée du 15 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 20 décembre 2005;

(i) JP Jenkins, par lettre datée du 13 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 20 décembre 2005;

(j) Aston Science Park, par lettre datée du 14 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 22 décembre 2005;

(k) Robert Huggins Associates, par lettre datée du 13 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 22 décembre 2005;

(l) Catapult Venture Managers, par lettre datée du 12 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 22 décembre 2005;

(m) EEF West Midlands, par lettre datée du 14 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 23 décembre 2005;

(n) Ofex, par lettre datée du 19 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 23 décembre 2005;

(o) CEBRE, par lettre datée du 16 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 23 décembre 2005;

(p) West Midlands Business Council, par lettre datée du 22 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 3 janvier 2006;

(q) Birmingham Forward, par lettre datée du 19 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 3 janvier 2006;

(r) Confederation of West Midlands Chambers of Commerce, par lettre datée du 20 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 3 janvier 2006;

(s) Advantage Growth Fund, par lettre datée du 5 janvier 2006, enregistrée à la Commission le 10 janvier 2006;

(t) University of Warwick, par lettre datée du 16 décembre 2005, enregistrée à la Commission le 16 janvier 2006.

(9) Les représentants d'Ofex ont expliqué leur position lors d'une réunion avec la Commission qui s'est tenue le 16 décembre 2005.

(10) Par lettres datées du 22 décembre 2005, du 13 janvier 2006 et du 19 janvier 2006, la Commission a transmis les observations des parties intéressées au Royaume-Uni, afin de lui donner la possibilité de les commenter.

(11) Lors de la réunion du 30 janvier 2006 entre la Commission et les autorités britanniques, ces dernières ont fourni des explications et la Commission leur a demandé des informations complémentaires.

(12) Ces informations ainsi que l'avis du Royaume-Uni en réponse aux observations des tiers ont été reçus, respectivement, par lettre du 3 février 2006, enregistrée à la Commission à la même date, et par lettre du 7 février 2006, enregistrée à la Commission le 10 février 2006.

(13) Par lettres datées du 15 février 2006 et du 6 avril 2006, la Commission a demandé au Royaume-Uni de lui fournir des informations complémentaires. Le Royaume-Uni s'est exécuté par lettre du 2 mars 2006, enregistrée à la Commission le jour suivant, et par lettre du 7 avril 2006, enregistrée à la Commission le 12 avril 2006.

(14) D'autres informations ont également été apportées par le Royaume-Uni par lettre datée du 3 mai 2006 et enregistrée à la Commission le 11 mai 2006.

(15) Par courrier électronique et par lettre datés du 25 mai 2006, contenant les mêmes informations et enregistrés à la Commission les 29 et 30 mai 2006 respectivement, Ofex a fait savoir qu'Advantage West Midlands (ci-après: «AWM») prenait des mesures préparatoires eu égard à Investbx et a demandé à la Commission de postposer l'adoption de la décision jusqu'à ce qu'Ofex soit en mesure de lui fournir de nouvelles informations. Par courrier électronique daté du 31 mai 2006 et enregistré à la même date, Ofex a exprimé le désir d'être informée avant que la décision soit adoptée et de recevoir ladite décision avant sa publication. Par courrier électronique daté du 9 juin 2006 et enregistré à la même date, ainsi que par lettre datée du 9 juin 2006 et enregistrée à la Commission le 13 juin 2006, Ofex a réitéré sa demande de report de l'adoption de la décision.

(16) Par deux courriers électroniques datés du 4 juillet 2006 et enregistrés à la Commission le 6 juillet 2006, le Royaume-Uni a présenté des informations complémentaires à la Commission.

(17) Par courrier électronique daté du 12 mai 2006 et enregistré à la Commission le 13 mai 2006, Ofex a informé la Commission que le site web d'Investbx était accessible au public.

(18) Par lettre datée du 26 juillet 2006 et enregistrée à la Commission le 1er août 2006, Angelbourse a fait valoir qu'elle assure la fonction de système de négociation pour les petites entreprises et qu'Investbx exercerait une concurrence déloyale. Cette lettre ayant été reçue plus de sept mois après la date ultime de présentation des observations par les tiers et ses allégations n'étant pas étayées, la Commission n'en a pas tenu compte.

(19) Par courriers électroniques datés du 3 août 2006 et enregistrés à la même date, Ofex a informé la Commission de l'existence et des activités d'Angelbourse.

(20) Par lettre datée du 7 août 2006, la Commission a demandé des informations complémentaires au Royaume-Uni.

(21) Par des courriers électroniques datés du 23 octobre 2005 et enregistrés à la Commission à la même date, le Royaume-Uni a répondu à la demande de la Commission.

2. DESCRIPTION DÉTAILLÉE DE LA MESURE

(22) Sur la base des informations fournies par le Royaume-Uni, la Commission résume ci-après la description de la mesure notifiée.

2.1. Objectif d'Investbx

(23) L'objectif premier de la mesure est d'instituer un mécanisme qui permette aux petites et moyennes entreprises ([3]) en phase d'expansion ([4]) (ci-après: «PME») de la région des West Midlands de lever des capitaux pour combler leur déficit de fonds propres ([5]). Cette mesure mettra en présence des PME, des prestataires de services et des investisseurs, afin que les entreprises puissent plus aisément lever des fonds, grâce à la création d'un système pratique d'échange et d'émission de nouvelles actions. Investbx se propose, en outre, de fournir et de faciliter la fourniture de services aux PME aux taux du marché, de manière à renforcer leur capacité à lever des capitaux.

(24) La mesure entend pallier la défaillance du marché en matière d'accès des PME de la région des West Midlands à des financements par apports de fonds propres, dans une fourchette comprise entre 0,5 et 2 millions de livres sterling. Les autorités britanniques ont déclaré que le plafond fixé pour la levée de fonds sera de 2 millions de livres sterling par an durant la période initiale de cinq ans, de sorte que la mesure en cause visera exclusivement à remédier à la défaillance du marché constatée. Lesdites autorités craignent, cependant, que cette défaillance ne s'accentue au fil du temps, dans la mesure où les investissements privés en fonds propres tendent de plus en plus à se diriger vers des projets de plus grande ampleur. Le rapport de la Confederation of British Industry (CBI) ([6]) estime que la défaillance du marché se situe entre 0,25 et 3 millions de livres sterling. Selon les autorités britanniques, un plafond de 2 millions de livres sterling risque, à terme, d'entraver notablement le succès du projet Investbx, en excluant certaines PME qui pourraient avoir besoin d'investissements plus conséquents. Si tel devait être le cas, AWM rassemblera les éléments de preuve et notifiera une modification à la Commission, en demandant que le plafond susmentionné soit relevé.

(25) Investbx entend jeter un pont entre, d'une part, les investisseurs privés, y compris les investisseurs providentiels («*business angels*») et les investisseurs en capital-risque, auxquels elle offrira une opportunité de désengagement supplémentaire et, d'autre part, les marchés mieux établis qui jouissent d'une meilleure position. Investbx préparera les entreprises en quête d'investissements à être cotées sur les marchés mieux établis, à savoir l'Alternative Investment Market (ci-après: «l'AIM») et le London Stock Exchange (ci-après: «le LES»).

2.2. Base juridique de la mesure

(26) La base juridique de la mesure est la section 5 du Regional Development Agencies Act 1998 ([7]).

2.3. Budget et durée de la mesure

(27) Un organe gouvernemental — à savoir, la West Midlands Regional Development Agency (ci-après: «AWM») — octroiera à Investbx un financement à hauteur de 3 millions de livres sterling pour une période maximale de cinq ans. Le montant octroyé pourra être inférieur et/ou la durée de la période de financement pourra être réduite, si le projet devient autonome. Investbx utilisera cette subvention pour couvrir ses investissements et autres coûts de démarrage qui pourraient ne pas être couverts par les revenus de ses activités. Cette utilisation se fera suivant un plan financier qui prévoit de servir un nombre croissant de PME au cours de la période initiale de cinq ans (l'objectif final étant de 47 PME à la fin de la période quinquennale) et se fonde sur une production de recettes en hausse constante et un usage de moins en moins intensif de la subvention pour compenser les pertes, avant d'atteindre — d'ici cinq ans au plus tard — le seuil de rentabilité.

([3]) Cette définition se conforme à la recommandation de la Commission du 6 mai 2003 concernant la définition des micro, petites et moyennes entreprises (JO L 124 du 20.5.2003, p. 36).

([4]) Par «PME en phase d'expansion», il y a lieu d'entendre les PME telles que définies à la sous-section 2.2, point h), des lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises (JO C 194 du 18.8.2006, p. 2).

([5]) L'expression «capitaux destinés à combler le déficit de fonds propres» fait référence à des investissements situés dans la fourchette de «déficit de fonds propres» de 0,5 à 2 millions de livres sterling.

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

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

(28) Selon les projections, une partie de la subvention devra être maintenue à titre de réserve. Au terme de la période susmentionnée, Investbx remboursera le solde des fonds inutilisés à l'AWM et cette dernière pourra décider soit de vendre ses parts d'Investbx sur le marché, dans le cadre d'un appel d'offres public ouvert et non discriminatoire, soit de fermer cette entreprise.

2.4. **Bénéficiaire de la mesure**

(29) Le bénéficiaire direct de la mesure est Investbx. Cette dernière recevra jusqu'à 3 millions de livres sterling sous forme de subvention octroyée par l'AWM. Conformément à la mission de l'AWM, tout excédent généré par Investbx sera réinvesti dans cette entité afin de profiter à l'économie régionale. L'AWM gardera une forte influence sur Investbx.

(30) Investbx prendra la forme d'une «*company limited by shares*» (société en commandite par actions). Ce statut juridique lui permettra de passer des contrats en son nom propre. Le fait d'être une personne morale distincte de l'AWM facilitera le transfert éventuel de l'entreprise à l'avenir. En cas de succès d'Investbx, celle-ci sera vendue et deviendra une société du secteur privé; le solde restant de la subvention initiale sera reversé à l'AWM.

(31) Investbx disposera d'une équipe dirigeante comprenant six à huit personnes responsables de la mise en œuvre du plan d'entreprise, ainsi que d'un conseil non exécutif constitué de professionnels de la région des West Midlands, spécifiquement désignés pour leurs connaissances et leur expérience de travail avec des PME et les investisseurs visés.

2.5. **Le marché actuel au Royaume-Uni**

(32) Selon le Royaume-Uni, le marché traditionnel pour l'acquisition et la vente d'actions au Royaume-Uni est dominé par le LSE, lequel se consacre principalement aux transactions boursières de grande ampleur qui sont opérées à l'échelon mondial. La préférence étant accordée aux valeurs de premier ordre des grandes sociétés, les PME sont de plus en plus exclues du LES.

(33) Le Royaume-Uni soutient que le LSE a tenté de remédier à cette situation en introduisant, en 1995, l'Alternative Investment Market (AIM). Celui-ci fonctionne comme un marché de second rang et s'adresse aux sociétés nouvellement créées et de petite dimension. Aucune exigence minimale n'est imposée pour accéder à ce marché, que ce soit en termes de volume de transactions, de niveaux d'actifs ou de bénéfices, de capitalisation ou de flottant des actions.

(34) Le Royaume-Uni fait observer que le marché boursier britannique comprend, outre le LES et l'AIM, le système d'échange Ofex qui est réglementé par la Financial Service Authority (ci-après: «FSA»). Ce système a pour but d'offrir une alternative régie par des règles moins rigoureuses que l'AIM et présentant une meilleure rentabilité.

(35) Le Royaume-Uni compte un certain nombre de prestataires de services qui négocient des actions non cotées ou lèvent des capitaux; c'est le cas notamment de The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins ou Investor Champions.

(36) En dépit des observations formulées ci-dessus, le Royaume-Uni allègue que l'on constate toujours une défaillance du marché à long terme pour les investissements en capitaux dans les PME établies dans d'autres régions que le South-East (dont les West Midlands, notamment). Les West Midlands figurent parmi les régions où le niveau de sociétés cotées en Bourse et celui de la capitalisation boursière totale sont les plus faibles. L'AWM a interrogé Ofex pour savoir si celle-ci se sentait en mesure de pallier la défaillance du marché dans la région des West Midlands, auquel cas l'AWM aurait abandonné son projet «Investbx». Toutefois, Ofex n'a pas réagi à cette demande.

2.6. **Activités et tarification d'Investbx**

(37) De l'avis des autorités britanniques, Investbx est une mesure totalement novatrice qui ne connaît aucun précédent. Alors que les fonds traditionnels de capital-risque visent à accroître le volume des fonds propres, Investbx envisage plutôt de faire en sorte que les informations relatives aux entreprises en quête d'investissements puissent circuler plus efficacement. Investbx entend stimuler la création, à l'échelon local, d'un marché des actions performant, en mettant les entreprises en rapport avec des investisseurs, en leur offrant une solution durable, simple et rentable de lever des capitaux, en négociant leurs actions et en assurant la présentation de leurs activités. Ce système de négociation des titres se distinguera à la fois des marchés boursiers traditionnels (à savoir, le LES et l'AIM qui lui est associé) et d'Ofex, en ce sens qu'il opérera par le biais d'un marché électronique de vente aux enchères tout à fait transparent, appariant les ordres d'achat et de vente d'actions sur la base d'un cours unique, les investissements s'effectuant via une plate-forme en ligne exclusivement réservée à l'exécution des opérations. Contrairement aux marchés classiques, ces ventes aux enchères en ligne n'auront lieu que quelques fois par mois. Dans le même temps, Investbx encouragera une vision à plus long terme des investissements, en mettant l'accent sur l'objectif principal — à savoir, lever des capitaux pour les PME de la communauté —, plutôt que sur la possibilité d'échanger fréquemment des actions, comme c'est le cas sur les marchés déjà existants et basés à Londres. En conséquence, Investbx assumera trois fonctions distinctes: levée de capitaux ou financement de base, groupement des services d'assistance aux PME et mise à disposition d'une plate-forme de négociation sur un marché secondaire, fondée sur la vente aux enchères des actions après leur admission à la négociation.

(38) Les entreprises désireuses de lever des capitaux pour combler leur déficit de fonds propres recevront l'assistance de conseillers financiers et juridiques locaux, ainsi que de l'équipe d'Investbx basée dans les West Midlands.

(39) La plate-forme de négociation sera accessible depuis le portail en ligne d'Investbx (www.investbx.com), lequel proposera également toute une série de services intégrés, sera ouvert 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7 et sera spécifiquement conçu pour répondre aux besoins des PME, qu'elles soient cotées en Bourse ou non.

(40) Investbx ne financera pas les PME, en ce sens qu'elle ne leur octroiera pas directement des fonds. Elle ne donnera pas non plus de garanties aux investisseurs ou aux entreprises en quête d'investissements. Tous les apports de capitaux seront effectués par les investisseurs présents sur le marché en faveur desdites entreprises privées. La tâche d'Investbx consistera uniquement à faciliter les transactions entre les acteurs privés du marché.

2.6.1. *Levée de capitaux*

(41) Investbx aidera les PME à lever des capitaux. Elle fera connaître les PME de la région présentant le profil adéquat aux conseillers qui sont à la recherche de PME dans lesquelles ils pourraient investir. La levée de capitaux, aussi appelée «financement de base», consistera à vendre directement aux investisseurs intéressés des actions nouvellement émises par les PME cibles, sous la houlette d'Investbx. Les autorités britanniques ont déclaré que le plafond fixé pour la levée des capitaux sera de 2 millions de livres sterling par an et par PME, au cours de la phase initiale de cinq ans.

(42) Selon les conseillers professionnels qui assistent les PME lors des opérations de levée de capitaux et qui ont été consultés durant toute la procédure d'élaboration du projet Investbx, il existe un potentiel dans les West Midlands pour financer plus de 10 PME par an, sur la base envisagée par Investbx. Le plan financier d'Investbx prévoit de réunir au moins 70 millions de livres sterling pour couvrir les besoins de financement d'au moins 47 entreprises, durant les cinq premières années d'existence du projet.

(43) Une commission, représentant 6 % des fonds levés, sera imputée aux PME. Celle-ci a été calculée sur la base du modèle financier d'Investbx, en vue de lui permettre d'atteindre le seuil de rentabilité dans le délai fixé pour la convention de financement, soit cinq ans. Elle a été également déterminée par analyse comparative avec les commissions appliquées dans le cadre des études de cas existantes en matière de levée de capitaux — analyse qui a montré que ce pourcentage de 6 % était supérieur à celui demandé par d'autres opérateurs. Les autorités britanniques font néanmoins observer que cette analyse comparative ne revêt qu'une valeur limitée, dans la mesure où il n'existe aucun comparateur adéquat pour Investbx, du fait de son caractère unique. Investbx se distinguera, en effet, de tous les autres fournisseurs de services de financement opérant dans les West Midlands et devrait, dès lors, être en mesure de demander une commission de 6 %, c'est-à-dire au moins le taux appliqué par les conseillers d'entreprise existants.

2.6.2. *Groupement des services d'assistance aux PME*

(44) Selon les autorités britanniques, Investbx regroupera divers prestataires de services qui assisteront les PME durant toute la procédure de levée de capitaux ainsi que durant la période de négociation de leurs actions. Investbx attribuera un «*transaction coordinator*» [coordinateur de transactions] à chaque PME qui décidera de se procurer des fonds avec l'aide d'Investbx. Le site web d'Investbx disposera d'un dispositif sécurisé de partage de documents permettant aux PME d'accéder à tous les formulaires-types dont elles auront besoin durant la procédure de levée de capitaux et pour participer à la plate-forme de négociation. Élaborés en collaboration avec la communauté professionnelle locale, ces formulaires-types ont été simplifiés afin d'être peu coûteux et adaptés aux PME.

(45) Toute PME faisant appel à elle pour obtenir des fonds sera soumise à une expertise par Investbx: celle-ci consistera à évaluer le potentiel de l'entreprise à attirer des investisseurs aux fins d'un financement de base et à déterminer si l'analyse approfondie de cette entreprise («procédure diligente») met en lumière des éléments quelconques susceptibles de justifier un refus d'admettre la PME candidate. En cas d'évaluation favorable, l'équipe d'Investbx prendra contact avec des investisseurs potentiels, de même qu'avec des syndicats financiers partenaires ([8]) qui pourraient compter, en leur sein, certains investisseurs désireux de participer au projet en cause.

(46) Au cours de la procédure de levée de capitaux, Investbx fournira à la PME, par l'intermédiaire de sous-traitants, des services de recherche et de commercialisation aux prix en vigueur sur le marché. Investbx établira et tiendra à jour une liste de conseillers et prestataires de services indépendants (conseillers financiers et juridiques, comptables rapporteurs, conseillers en relations publiques financières et prestataires de recherche indépendants), disposant d'une expérience appropriée et des autorisations réglementaires requises, et parmi lesquels les PME pourront choisir les services dont elles auront besoin pour lever des capitaux.

(47) Pour toutes les PME s'adressant à elle, Investbx pourvoira à la publication des recherches indépendantes les concernant. En outre, une présentation de chaque PME — reprenant des informations succinctes tirées du dossier complet d'admission, du formulaire d'admission et de recherches indépendantes — sera mise à la disposition de tous les investisseurs potentiels ou des conseillers financiers sur le site web d'Investbx. Les recherches menées de façon indépendante fourniront des informations détaillées et approfondies sur la PME concernée, tant sur le plan quantitatif que qualitatif. Il convient de souligner, à cet égard, qu'il est rare que les données issues de telles recherches soient accessibles à d'autres personnes que les gestionnaires de fonds institutionnels, dans la mesure où elles ne sont établies, d'ordinaire, que pour des portefeuilles de grande ampleur et sont strictement réservées aux investisseurs institutionnels. Un commentaire détaillé sur chacun des domaines d'activités couverts par la PME sera également formulé sur la base des recherches susmentionnées.

(48) Les PME paieront les honoraires de tous les conseillers auxquels elles pourront faire appel pour les aider à accéder à Investbx. Ces honoraires se conformeront aux tarifs en vigueur sur le marché et seront facturés par des opérateurs privés ne recevant aucun avantage financier d'Investbx.

2.6.3. *Système de négociation sur un marché secondaire*

(49) Par ailleurs, Investbx mettra à disposition une plate-forme de négociation des titres sur un marché secondaire, fondé sur un système de vente aux enchères et organisé en fonction des ordres. L'objectif de cette plate-forme est de permettre aux PME de se procurer des liquidités par la vente de leurs actions, après avoir obtenu des capitaux sur le marché primaire et avoir été admises à la négociation sur la plate-forme d'Investbx.

([8]) Par «syndicat financier partenaire», il y a lieu d'entendre un groupe d'investisseurs qui investissent ensemble dans une entreprise.

(50) Un marché organisé en fonction des ordres («*order-driven market*») fonctionne de la manière suivante: les détenteurs de participations dans une PME s'inscrivent pour signaler qu'ils désirent vendre certains de leurs titres et indiquent le cours qu'ils sont prêts à accepter pour ceux-ci. Les acheteurs intéressés par les participations en question s'inscrivent à leur tour pour marquer leur intérêt et précisent le cours qu'ils sont prêts à payer pour les acquérir.

(51) Les acheteurs comme les vendeurs peuvent consulter tous les cours acheteur et vendeur sur le site web d'Investbx, lequel est disponible 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7; ils peuvent alors modifier leurs ordres jusqu'à 60 minutes avant l'heure fixée pour la vente aux enchères. Les ventes aux enchères auront lieu, dans la mesure du possible, selon une fréquence hebdomadaire ou mensuelle, celle-ci étant déterminée par la PME, en fonction de l'intérêt manifesté par les investisseurs pour la négociation de ses actions. De l'avis des autorités britanniques, cette manière de fonctionner favorise une vision à plus long terme des investissements dans des PME, puisqu'elle ne permet pas d'acheter et de vendre des actions sur-le-champ.

(52) Dans le cadre du système de vente aux enchères («*auction based system*»), les actions sont vendues directement aux investisseurs intéressés, en appariant les ordres d'achat et de vente sur la base d'un cours unique. Ce système a pour effet d'éliminer la marge habituellement réservée au teneur de marché, laquelle correspond à l'écart entre les cours acheteur et vendeur dans un système de négociation traditionnel, dirigé par les prix («*quote-driven market*») et basé sur des teneurs de marché (comme nous le verrons *infra*, le LES, l'AIM et Ofex sont des marchés établis, basés sur des teneurs de marché; ils seront dénommés ci-après «marchés établis»). Cet écart est généralement plus élevé pour les actions faisant l'objet de négociations moins fréquentes et dans des proportions plus restreintes. D'après les autorités britanniques, l'écart le plus important enregistré sur le marché Ofex a atteint 75 %, tandis que l'écart moyen entre les cours acheteur et vendeur des actions de six entreprises sises dans les West Midlands, négociées sur ledit marché entre septembre 2005 et septembre 2006, s'est élevé à 16 %.

(53) Investbx sous-traitera à une société agréée par la *Financial Services Authority* (FSA) les tâches coûteuses et complexes qui sont inhérentes à la réglementation et la négociation des actions. Pour remplir ce rôle, la société The Share Centre a été retenue comme soumissionnaire à l'issue d'une procédure de sélection non discriminatoire qui a été publiée au *Journal officiel de l'Union européenne*. La mission de cette société comprendra les responsabilités suivantes: autorisation de la FSA et respect des obligations y afférentes; fourniture du produit de courtage en ligne; services d'agent réceptionnaire (collecte de l'argent auprès des investisseurs souscrivant pour l'émission de nouvelles actions); administration du programme de participation des salariés au capital; fourniture du système de négociation et gestion des ventes aux enchères périodiques.

(54) Les autorités britanniques ont confirmé que les commissions qui seront appliquées par Investbx aux investisseurs et aux PME en quête d'investissements pour les services liés à la négociation sur un marché secondaire s'aligneront sur les taux du marché appliqués par The Share Centre aux différentes entreprises. Investbx bénéficiera d'une ristourne accordée par The Share Centre.

2.7. **Bénéficiaires indirects**

(55) Toutes les opérations effectuées sur les marchés primaire et secondaire d'Investbx auront lieu entre les acteurs privés du marché, les investisseurs et les entreprises en quête d'investissements, lesquels ne bénéficieront qu'indirectement de la mesure d'aide.

2.7.1. *Investisseurs*

(56) Compte tenu de la tendance des investisseurs institutionnels d'investir dans des opérations de plus grande ampleur, les autorités britanniques pensent qu'Investbx n'intéressera pas ces investisseurs. C'est pourquoi Investbx mise principalement sur les investisseurs privés, y compris les particuliers disposant d'une valeur nette élevée, et en particulier (quoique non exclusivement) les investisseurs de la région des West Midlands, ces derniers étant, selon les autorités britanniques, les plus enclins à investir dans les PME cibles de cette région.

(57) Les investisseurs pourront être approchés directement par Investbx ou via des intermédiaires ou des syndicats financiers partenaires. Dans tous les cas, aucun investisseur d'où qu'il soit, qu'il s'agisse d'un organisme institutionnel ou d'un investisseur individuel privé, ne pourra être exclu d'Investbx ou désavantagé par le fait d'utiliser Investbx.

(58) Les investisseurs individuels privés pourront participer au financement de base de PME au cours de la procédure de levée de capitaux; en outre, ils auront accès à la présentation et aux recherches indépendantes sur les entreprises en quête d'investissements — deux opportunités qui, selon les autorités britanniques, sont d'ordinaire réservées aux investisseurs institutionnels. De plus, tous les investisseurs auront la possibilité de solliciter de nouvelles émissions d'actions, que ce soit directement en ligne ou via des intermédiaires financiers.

2.7.2. *PME en quête d'investissements*

(59) Seules les PME sises dans les West Midlands, disposant d'un solide plan d'entreprise, ayant au moins deux ans d'expérience en matière de négociation de titres et à la recherche de «capital d'expansion» ([9]) pourront être admises à utiliser Investbx. À titre exceptionnel, Investbx pourra admettre une PME n'ayant pas deux ans de négociation à son actif, si celle-ci a reçu des capitaux d'un investisseur en capital-risque et a, dans le même temps, développé ses produits ou services. Les autorités britanniques ont confirmé que le plafond des fonds pouvant être levés a été fixé à 2 millions de livres sterling par an et par PME, et que cette procédure ne pourra se poursuivre au-delà de la phase de constitution d'un capital d'expansion, au sens de la sous-section 2.2, point h), des lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises (ci-après: «lignes directrices sur le capital-investissement») ([10]).

([9]) Au sens des lignes directrices concernant les aides d'État visant à promouvoir les investissements en capital-investissement dans les petites et moyennes entreprises (JO C 194 du 18.8.2006, p. 2).

([10]) JO C 194 du 18.8.2006, p. 2.

(60) Afin de garantir un certain niveau de protection aux investisseurs, les entreprises qui adhèrent à Investbx doivent satisfaire à diverses exigences réglementaires et obligations d'information, conformément au règlement de la FSA.

2.8. **La procédure de sélection du prestataire de services de la mesure**

(61) Le principal prestataire de services d'Investbx — à savoir, The Share Centre — a été sélectionné à l'issue d'une procédure de sélection non discriminatoire, dont l'avis a été publié au *Journal officiel de l'Union européenne* ([11]). Trois entreprises ont présenté des offres formelles de candidature: Ofex, Univits et The Share Centre. Un jury composé de trois experts indépendants et de trois évaluateurs internes de l'AWM ont examiné ces offres en prenant en considération dix-huit critères d'évaluation et de sélection. Sur la base de ces critères, la proposition d'Univits a obtenu la note la plus faible. Le meilleur candidat, The Share Centre, et celui se classant deuxième, Ofex, ont été invités à se soumettre à un entretien. Lors de cette seconde procédure d'évaluation, The Share Centre a nettement devancé Ofex et, aux dires des autorités britanniques, a donc été retenu comme étant le meilleur soumissionnaire.

(62) Toutefois, en raison de la complexité technique du projet et de l'importance du rôle de l'opérateur de marché pour le succès dudit projet, une évaluation complémentaire indépendante des deux finalistes a été commandée. Celle-ci a aussi conclu que The Share Centre était le meilleur soumissionnaire.

(63) Selon les autorités britanniques, toutes les parties ont été avisées de la décision en février 2004. Ofex a alors demandé à connaître les raisons pour lesquelles elle n'avait pas été sélectionnée et celles-ci lui ont été dûment fournies, à la suite de quoi aucune plainte formelle n'a été déposée ni aucun litige n'a été soulevé.

2.9. **Comparaison «Investbx/Ofex»**

(64) Sur la base des informations fournies par les autorités britanniques, lesquelles n'ont pas été contredites par les observations des parties intéressées, Investbx et Ofex présentent les différences suivantes:

INVESTBX	OFEX
Secteur géographique couvert	
Uniquement les PME des West Midlands.	Couverture nationale et internationale.
Équipe de 6 à 8 personnes, établie dans les West Midlands et se consacrant exclusivement à cette région.	1 responsable du développement des entreprises, établi à Londres et couvrant l'ensemble des 9 régions du Royaume-Uni.
Marché visé	
PME en phase d'expansion uniquement.	Entreprises de toutes dimensions.
Jusqu'à 2 millions de livres sterling par an.	Pas de limite.
Services fournis	
Objectif fondamental: réunir des capitaux de base pour les PME.	Négociation de titres sur les marchés primaire et secondaire. Des courtiers lèvent des fonds.
La fourniture de recherches indépendantes constitue une condition de base pour accéder à ce marché.	Aucune exigence de ce type.
Plate-forme de négociation organisée en fonction des ordres; ventes aux enchères périodiques, mettant en relation les acheteurs et les vendeurs sur la base d'un cours unique.	Marché dirigé par les prix; négociation en temps réel, avec un cours acheteur et un autre cours vendeur, la différence entre les deux générant «l'écart».
Cadre réglementaire	
Investbx sera un représentant désigné de The Share Centre, lequel gère un système de négociation alternatif.	Ofex représente actuellement un système de négociation alternatif qui a été agréé directement par la FSA.

3. **MOTIFS D'OUVERTURE DE LA PROCÉDURE**

(65) Dans sa décision d'ouvrir la procédure, la Commission considère la mesure comme une aide d'État à Investbx. Elle annonce également sa volonté d'examiner plus avant la question de la présence éventuelle d'éléments d'aide d'État à des investisseurs et PME.

(66) Dans cette même décision, la Commission précise que, bien que la mesure soit destinée à combler le déficit de fonds propres des PME, elle ne relève pas du champ d'application de la communication sur les aides d'État et le capital-investissement ([12]). Dans la mesure où Investbx n'injecte pas de capital-risque dans des PME, elle ne peut pas être considérée comme un fonds de capital-risque. La mesure vise à mettre sur pied l'infrastructure nécessaire à un système d'échange destiné aux investisseurs et PME. La subvention accordée à Investbx n'est pas considérée comme une aide aux termes des lignes directrices pour les aides régionales. De plus, aucun des autres textes en vigueur en matière d'aides d'État — règlements, encadrements ou lignes directrices — n'est applicable. En conséquence, la Commission souligne, dans sa décision d'ouvrir la procédure formelle d'examen, que l'appréciation pourrait se fonder directement sur l'article 87, paragraphe 3, point c), du traité CE. Pour ce faire, trois conditions doivent être remplies: il doit exister une défaillance du marché clairement délimitée; l'instrument d'aide doit être ciblé sur cette défaillance du marché; il ne doit pas provoquer de distorsion de la concurrence ou altérer les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun.

([11]) JO S 206 du 25.10.2003, 186003.

([12]) JO C 235 du 21.8.2001, p. 3.

(67) Dans ladite décision, la Commission nourrit des doutes quant à la compatibilité de la mesure avec la disposition précitée et se demande notamment si la défaillance du marché identifiée dans la décision de la Commission sur les «*Enterprise Capital Funds*» ([13]) pour les investissements compris entre 0,5 million à 2 millions de livres sterling demeure valable au Royaume-Uni et, plus particulièrement, dans la région des West Midlands.

(68) Enfin, la Commission souhaite enquêter davantage sur les différences existantes entre Investbx et les marchés traditionnels (et, plus particulièrement, Ofex). En conséquence, elle procédera à un examen de toutes les formes de concurrence avec le LES, l'AIM et Ofex, de même qu'avec les pourvoyeurs de financements par endettement. L'objectif final consiste à vérifier si les distorsions de la concurrence et l'effet sur les échanges sont limités, afin de s'assurer que l'aide n'est pas, tout bien considéré, contraire à l'intérêt européen commun.

(69) Ce n'est qu'après l'examen des observations des tiers que la Commission pourra décider si la mesure proposée par le Royaume-Uni vise à pallier une défaillance du marché clairement définie et si elle n'affecte pas la concurrence et les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun.

4. OBSERVATIONS DES PARTIES INTÉRESSÉES

(70) La Commission a reçu des observations de la part de vingt parties intéressées, conformément à l'article 20, paragraphe 2, du règlement (CE) nº 659/1999 du Conseil ([14]). Sur ces vingt observations, dix-sept sont en faveur de la mesure d'aide à Investbx et émanent d'entités diverses établies dans les West Midlands (entreprises, communauté professionnelle, investisseurs en capital-risque, associations professionnelles, universités, experts universitaires et courtiers) ainsi que d'une région européenne. En revanche, trois parties intéressées — à savoir, Ofex, JP Jenkins Stockbrokers et Quoted Companies Alliance — émettent des observations critiques sur la mesure concernant Investbx.

4.1. Observations en faveur de la mesure

(71) La majorité des dix-sept observations positives confirment l'existence d'une défaillance du marché en ce qui concerne les investissements en fonds propres d'un montant compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, tandis qu'une partie intéressée étend cette fourchette jusqu'à 3 millions de livres sterling. De l'avis desdites parties, la défaillance du marché est constatée tant du côté de la demande que de celui de l'offre. Or, ni les investisseurs providentiels (qui se limitent à des montants inférieurs), ni les fonds de capital-risque privés (qui se concentrent sur des transactions de plus grande ampleur), ni les marchés établis (tels que l'AIM ou Ofex, qui sont réputés pour être axés sur les régions de Londres et du South-East, et ne manifestent aucun intérêt à développer un marché local centré sur les West Midlands) ne pallient cette défaillance. Les PME qui utilisent les plates-formes existantes souffrent du manque d'intérêt des investisseurs, lequel s'explique par les montants relativement faibles des transactions et, partant, une couverture plus limitée en termes de recherches sur les PME. De l'avis de plusieurs parties intéressées, Investbx représente une mesure utile et nécessaire pour remédier à la défaillance du marché et servir de passerelle vers des marchés établis de plus longue date. En offrant une possibilité de désengagement, Investbx suscitera l'intérêt des investisseurs providentiels.

(72) Plusieurs parties réaffirment la nécessité de disposer d'un marché local qui soit axé exclusivement sur le vide laissé par les plus grands opérateurs et puisse tirer profit des connaissances et du savoir-faire des acteurs locaux ainsi que de réseaux personnels. Selon certaines parties, l'aide d'État en question est indispensable, dès lors que les investissements en fonds propres du secteur privé demeurent insuffisants pour combler le déficit constaté au niveau local. Une étude de cas transmise par l'University of Warwick cite le cas d'une PME qui, devant le déficit d'investissements dans les West Midlands et les coûts élevés pour pénétrer les marchés existants, a dû se tourner vers le marché australien pour se procurer des fonds propres en vue d'assurer sa croissance. Les parties font valoir que, dans la mesure où il n'est pas économique viable pour les investisseurs de se rendre régulièrement dans d'autres régions pour trouver des affaires et en assurer le suivi, Investbx améliorera la situation en collectant des capitaux auprès des investisseurs locaux et, plus particulièrement, de ceux à forte valeur nette. Investbx est présentée comme une plate-forme innovante et financièrement avantageuse, capable de renforcer la compétitivité des PME et de redynamiser la région des West Midlands affaiblie par plusieurs chocs économiques, dont l'effondrement de MG Rover.

(73) Des parties ressortissantes d'autres États membres ont aussi exprimé leur soutien à Investbx, estimant que cette dernière servira de projet pilote, à partir duquel les autres régions de l'Union européenne pourront tirer nombre d'enseignements et de bonnes pratiques.

4.2. Observations critiques

(74) Quoted Companies Alliance (ci-après: «QCA») fait valoir qu'un système local d'échanges aura pour effet de diluer les liquidités provenant d'autres marchés. Elle ajoute qu'elle «*just don't see how a small local exchange could meet these [extensive regulations] without enormous taxpayers' subsidies*» [ne voit nullement comment un petit système local d'échanges pourrait satisfaire aux nombreuses réglementations, sans recevoir d'énormes subventions des contribuables].

(75) JP Jenkins, courtier indépendant spécialisé dans l'exécution des opérations boursières et la mise en relation des ordres d'achat et de vente d'actions, allègue qu'Investbx sera son concurrent direct et que l'aide d'État entraînera une distorsion de la concurrence et nuira à sa position sur le marché.

(76) Selon Jamie Whitehorn, directeur des affaires juridiques d'Ofex, les raisons avancées par le Royaume-Uni pour justifier la prétendue défaillance du marché dans les tranches d'investissements comprises entre 0,5 million à 2 millions de livres sterling sont à la fois incorrectes et non

([13]) Décision de la Commission du 3 mai 2005, notifiée sous le numéro C(2005) 1144 (JO L 91 du 29.3.2006, p. 16).

([14]) Règlement (CE) nº 659/1999 du Conseil du 22 mars 1999 portant modalités d'application de l'article 93 du traité CE (JO L 83 du 27.3.1999, p. 1).

fondées. S'agissant de l'allégation d'informations insuffisantes tant du côté de la demande que de l'offre, M. Whitehorn considère qu'il n'existe aucun élément probant de nature à étayer, premièrement, le prétendu défaut d'information des PME sur les possibilités d'accès à des financements par apports de fonds propres, deuxièmement, l'incapacité des entreprises des West Midlands disposant de solides plans d'entreprise à lever des capitaux au sein d'Ofex ou de l'AIM, et troisièmement, le fait que les investisseurs manquent d'«*appropriate and reliable information about potential investees*» [informations appropriées et fiables sur les bénéficiaires d'investissements potentiels].

(77) De l'avis d'Ofex et de QCA, les PME à la recherche d'apports de fonds propres peuvent recourir, à l'heure actuelle, aux services offerts par Ofex, AIM et JP Jenkins Limited ainsi que des réseaux de courtiers ou se procurer des fichiers d'adresses d'investisseurs. Elles peuvent, en outre, consulter le registre des «*qualified investors*» [investisseurs qualifiés] tenu par la Financial Services Authority.

(78) Ofex se dit préoccupée par le fait que certaines des informations sur lesquelles se fonde l'appréciation préliminaire de la Commission sont incomplètes, obsolètes et/ou non conformes à la façon dont les marchés britanniques des actions fonctionnent dans la pratique.

(79) Aux dires d'Ofex, les études mises en avant par le Royaume-Uni dans le cadre du régime d'aide d'État aux «*Enterprise Capital Funds*» (Fonds de capital-investissement pour les entreprises) auquel la Commission fait référence sont dépassées, en ce qui concerne les services fournis par Ofex. Au cours des deux dernières années, le marché Ofex s'est considérablement amélioré, comme en témoigne le nombre plus élevé d'admissions de PME sur le marché Ofex en 2005, par rapport à 2004. Ofex souligne, de surcroît, que tous les investissements en fonds propres portaient sur des montants inférieurs à 2 millions de livres sterling.

(80) Ofex soutient que, même en supposant qu'il existe une défaillance du marché, Investbx ne résoudra pas les problèmes sous-jacents car elle ne sera pas en mesure de combler le déficit d'informations, dès lors que les contraintes réglementaires ne lui permettront pas de fournir davantage d'informations que celles qui sont actuellement disponibles auprès d'Ofex ou de l'AIM. Les coûts des transactions, c'est-à-dire les honoraires professionnels et les dépenses consacrées à l'analyse approfondie de la société (ou «procédure diligente»), sont équivalents sur tous les marchés et les frais inhérents à Ofex et à l'AIM ne représentent qu'une faible proportion des dépenses globales liées à la levée de fonds propres.

(81) Ofex estime, en outre, que la mesure en cause ne constitue pas un instrument approprié car, si elle est fermée d'ici cinq ans, cette plate-forme de négociation disparaîtra et les contacts établis entre les PME et leurs actionnaires seront perdus. En conséquence, les capitaux engagés par les investisseurs pourraient être immobilisés, ce qui créerait un climat d'incertitude vers la fin de la période quinquennale.

(82) Qui plus est, un système basé sur la vente aux enchères d'actions comporte, selon Ofex, certaines limites qui le rendent moins approprié à la négociation que les systèmes fondés sur des teneurs de marché: en premier lieu, il faudrait une double coïncidence entre le vendeur et l'acheteur à un moment précis, pour que la vente puisse se réaliser; en second lieu, ce système ne générera pas des données suffisamment détaillées sur les ordres et ne pourra donc pas donner aux investisseurs des informations fiables concernant le cours des actions. Dans le système fondé sur des teneurs de marché, les transactions peuvent, par contre, avoir lieu à tout moment.

(83) Ofex soutient que la fonction d'«échelle mobile» est pleinement assurée par Ofex, l'AIM et le LES, et que l'objectif annoncé — qui consiste à combler la prétendue défaillance du marché à l'égard des PME — ne sera pas atteint ou/et qu'il existe déjà plusieurs solutions concurrentielles sur le marché qui offrent des moyens comparables pour lever des fonds propres.

(84) Par ailleurs, Ofex allègue que l'aide d'État proposée cible les coûts d'exploitation d'Investbx, plutôt que ceux des PME. De plus, l'aide proposée ne bénéficiera ni aux investisseurs susceptibles d'injecter des capitaux dans des PME, ni aux PME à la recherche de fonds propres, mais seulement au véhicule d'investissement, c'est-à-dire Investbx, par l'intermédiaire duquel les mesures seront mises en œuvre. Ofex juge révélateur le fait que l'instrument envisagé n'opérerait pas au moyen d'un mécanisme reconnu par la communication sur les aides d'État et le capital-investissement.

(85) De l'avis d'Ofex, l'aide proposée ne produira pas l'incitation alléguée: si les entreprises qui souhaitent lever des capitaux estiment que la meilleure formule consiste à recourir à des systèmes de négociation des actions, il existe déjà des marchés en mesure de répondre à leurs attentes. Du reste, certaines entreprises des Midlands ont d'ores et déjà tiré avantage de ces systèmes.

(86) S'agissant du rapport de HM Treasury intitulé «*Bridging the Finance Gap*» (décembre 2003), Ofex souligne que les investisseurs ne sont pas influencés par la localisation géographique, mais par la proposition d'affaire elle-même.

(87) Ofex avance que, sur sa plate-forme, les investisseurs particuliers peuvent accéder et souscrire à de nouvelles émissions d'actions par des PME. Compte tenu de la proportion d'entreprises inscrites sur le marché Ofex qui lèvent des capitaux pour des montants inférieurs à 2 millions de livres sterling, Investbx concurrencera directement ce marché au lieu de le compléter. Qui plus est, Ofex craint que l'octroi de l'aide d'État à Investbx n'ait pour effet d'évincer d'autres pourvoyeurs de capitaux, en ce sens qu'elle risque de décourager ces investisseurs potentiels de fournir des fonds complémentaires via d'autres systèmes existants ou potentiels de négociation des actions. Ofex justifie ses inquiétudes par le fait que l'octroi de l'aide en cause dispenserait Investbx de devoir faire des bénéfices, ce qui lui permettrait d'adopter un modèle de recettes visant uniquement à faire face aux coûts supplémentaires qui ne sont pas couverts par l'aide d'État. En revanche, les concurrents d'Investbx (tels qu'Ofex) étant financés par des investisseurs du secteur privé qui escomptent rentabiliser le capital investi, ils sont contraints d'atteindre une marge suffisante pour pouvoir générer des bénéfices. Dans ce contexte, Investbx pourrait bel et bien freiner l'innovation au sein des marchés financiers. Selon Ofex, une plate-forme soutenue par une aide d'État et non axée sur le profit n'aura pas la même motivation commerciale d'améliorer ses services ou d'introduire de nouveaux services en faveur de ses clients.

(88) En résumé, Ofex fait valoir que la mesure d'aide proposée ne saurait être considérée comme servant l'intérêt commun.

5. OBSERVATIONS DU ROYAUME-UNI

5.1. Observations sur la décision d'ouvrir la procédure

(89) Dans leurs observations sur la décision d'ouvrir la procédure, les autorités britanniques soulignent que tout le postulat d'Investbx se fonde sur l'existence d'une défaillance du marché clairement reconnue en matière d'investissements en fonds propres compris entre 0,5 million à 2 millions de livres sterling dans les PME de la région des West Midlands. Malgré la création d'un certain nombre de fonds de capital-risque soutenus par des aides publiques, les PME continueraient à souffrir d'un manque de financement. Les autorités britanniques observent que tous les éléments probants disponibles conduisent à la conclusion que le secteur privé ne sera pas à même de remédier à la défaillance du marché et que la seule façon de résoudre ce problème est, par conséquent, de stimuler le marché grâce à une intervention publique.

(90) Pour parvenir à pallier la défaillance du marché, Investbx entend jouer le rôle de catalyseur régional et mettre en relation les PME et les investisseurs, via une plate-forme de négociation en ligne des actions, couplée à toute une série de services complémentaires centrés sur la levée de fonds pour les PME. Les autorités britanniques n'ont pas connaissance, à l'heure actuelle, de l'existence d'une plate-forme similaire à Investbx, en quelque endroit que ce soit de la Communauté. Il s'agit d'un projet pilote innovant et unique, qui présente des avantages potentiels pour toutes les régions de la Communauté, en ce sens qu'il leur permettra d'observer les progrès accomplis pour remédier à la défaillance du marché et de déterminer si ce genre de bourses régionales en ligne est viable et utile pour les économies régionales.

(91) Les autorités britanniques soutiennent qu'AWM a sélectionné The Share Centre à l'issue d'une procédure publique de sélection qui a été publiée au *Journal officiel de l'Union européenne*, concernant la gestion du marché d'Investbx. Elles affirment, par ailleurs, qu'Ofex a soutenu le projet, tant avant qu'immédiatement après avoir appris que le contrat de gestion d'Investbx ne lui avait pas été adjugé. Elles précisent également que la procédure de sélection a été menée de façon objective et qu'à aucun moment, l'équité de la procédure n'a été mise en doute.

(92) Les autorités britanniques pensent qu'Investbx attirera un nouveau type d'investisseurs et qu'elle ne concurrencera donc pas Ofex en matière de fonds. Au lieu d'être un concurrent, Investbx servira de tremplin vers des marchés établis de plus longue date.

(93) Les autorités britanniques font observer que les services améliorés pour investisseurs, dont il est fait mention dans la décision d'ouvrir la procédure, ne sont pas disponibles à l'heure actuelle et qu'il ne peut, dès lors, y avoir aucune distorsion de la concurrence. Elles avancent, en outre, qu'Investbx mettra des actions nouvellement émises à la disposition du public, ce qui contraste avec la pratique des marchés établis de plus longue date, où les actions nouvellement émises sont traditionnellement proposées à un petit nombre d'institutions.

(94) Les autorités britanniques confirment qu'Investbx jouera un double rôle (en fonctionnant à la fois comme un forum de discussion et comme une plate-forme de négociation) et qu'aucune de ces deux fonctions n'est, à l'heure actuelle, assumée par Ofex ou par une autre organisation quelle qu'elle soit. La structure d'Investbx a été déterminée en vue de permettre à l'AWM de garder un réel contrôle sur Investbx et de s'assurer, d'une part, qu'aucun bénéfice provenant de fonds puisse être dirigé vers des tiers et, d'autre part, que les profits pouvant découler de la vente d'Investbx reviendront, en définitive, à l'AWM, si le projet devait être une réussite.

(95) Le plan d'entreprise d'Investbx prévoit de drainer un volume suffisant de capitaux de base pour pouvoir répondre aux besoins de financement d'au moins 47 PME établies dans les West Midlands au cours d'une période de cinq ans, soit un montant minimal de 70 millions de livres sterling. Sur la base d'une comparaison avec le marché Ofex, les autorités britanniques formulent, dans leur lettre du 21 novembre 2005, les conclusions suivantes.

Au niveau du Royaume-Uni

— Au cours des cinq ans qui ont suivi l'année 2000, seuls 43,3 millions de livres sterling ont été levés sur le marché Ofex aux fins de financements de base compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, et ces capitaux ont été injectés dans 39 entreprises réparties sur tout le territoire du Royaume-Uni.

— Si l'on déduit les financements secondaires de l'ensemble des fonds levés, les montants des financements de base obtenus par les entreprises inscrites sur le marché Ofex s'avèrent assez faibles.

Au niveau des West Midlands

— Les dix entreprises établies dans les West Midlands et cotées à l'Ofex ne représentent que 7 % du nombre total d'entreprises inscrites sur le marché Ofex (novembre 2005).

— En ne prenant en considération que les entreprises établies dans les West Midlands, il appert que le montant total des capitaux levés sur le marché Ofex durant la période quinquennale comprise entre 2001 et 2005 s'est élevé à 12 millions de livres sterling (financements de base et secondaires), ce qui ne représente que 4,1 % du total des fonds levés sur le marché Ofex pour l'ensemble du Royaume-Uni. Plus de 50 % des fonds levés par Ofex pour des entreprises sises dans les West Midlands l'ont été en faveur d'une seule entreprise.

— Au cours de la période quinquennale ayant pris cours en 2000, seuls 3,5 millions de livres sterling ont été levés sur le marché Ofex pour cinq entreprises

établies dans les West Midlands. Sur les vingt nouvelles entreprises admises sur le marché Ofex en 2004, une seulement avait son siège dans les West Midlands.

(96) Dans leur lettre du 21 novembre 2005, les autorités britanniques précisent que les activités de levée de capitaux d'Ofex couvrent tout le Royaume-Uni, tandis qu'Investbx ne sera axée que sur une seule région, les West Midlands. Sur les plus de 300 000 PME que comptent les West Midlands, seules 57 seraient inscrites à l'AIM, 10 sur le marché Ofex et entre 5 et 10 seraient aidées chaque année par chacun des grands investisseurs en capital-risque. Les autorités britanniques ne sont pas convaincues qu'Ofex et tous les autres prestataires disposent des ressources nécessaires ou de plans spécifiques pour remédier à la défaillance du marché observée dans les West Midlands, voire soient enclins et disposés à le faire. En effet, des responsables d'Ofex ont été invités, à l'occasion de deux réunions distinctes, à présenter leurs plans pour pallier la défaillance du marché dans les West Midlands, mais Ofex n'y a donné aucune suite. Sur la base des documents dont elles disposent, les autorités britanniques concluent qu'Ofex n'a nullement rempli par le passé le rôle envisagé par Investbx et ne pourrait pas ou ne voudrait pas le faire à l'avenir. Elles sont d'avis que l'introduction d'Investbx ne pourra, en aucune façon, désavantager Ofex. L'un des objectifs primordiaux d'Investbx est d'agir, en quelque sorte, comme une bourse servant de réservoir d'actions et de capitaux, où les entreprises pourraient se familiariser avec les exigences liées à l'émission d'actions et se préparer à une transition éventuelle vers les marchés établis.

(97) De l'avis des autorités britanniques, il n'y aura aucun transfert de l'aide vers les PME ou les investisseurs. Les PME engageront directement des conseillers qu'ils rémunéreront aux tarifs en vigueur sur le marché.

(98) Les autorités britanniques reconnaissent qu'Investbx est un bénéficiaire de l'aide. Pour que l'aide puisse être considérée comme compatible, il convient de démontrer l'existence d'une défaillance bien définie. Le déficit le plus marqué en termes d'apports de fonds propres dans de petites entreprises concerne la fourchette comprise entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling. Selon les autorités britanniques, l'existence de la défaillance du marché est attestée par de très nombreuses études indépendantes menées par la Commission dans le cadre d'affaires antérieures, de même que par les lignes directrices sur le capital-investissement. De plus, elles n'ont connaissance d'aucun élément laissant à penser que l'évaluation de la défaillance du marché, qui a été reconfirmée dans la décision «*Enterprise Capital Funds*» ([15]), a évolué depuis lors. Les autorités britanniques citent plusieurs déclarations d'acteurs confirmés de la vaste communauté professionnelle des West Midlands, qui se prononcent en faveur d'une aide à Investbx. Un investisseur en capital-risque établi dans cette région suggère que, sur les 500 à 750 propositions qu'il reçoit par an, moins de 1 % donne lieu à un financement. La plupart des entreprises qui sont rejetées ont un plan d'entreprise solide et, bien qu'elles ne soient pas éligibles à un investissement en capital-risque, elles pourraient être admises par Investbx. Pour mettre en exergue la subsistance d'un déficit flagrant sur le marché, les autorités britanniques se réfèrent à plusieurs autres documents (tels que le document de consultation budgétaire de HM Treasury, intitulé «*Bridging the Finance Gap*», le document de consultation de la présidence britannique qui a précédé le sommet sur le capital-investissement, ainsi que l'enquête de la Confederation of British Industry sur les tendances des PME).

(99) Alors que les autorités britanniques prévoyaient, dans un premier temps, de couvrir toutes les transactions jusqu'à hauteur de 5 millions de livres sterling, situant à ce niveau le plafond de la défaillance du marché dûment reconnue, elles ont décidé, à un stade ultérieur de la procédure, de limiter à 2 millions de livres sterling le montant maximal des transactions pouvant être réalisées par an, durant les cinq premières années. Toutes les transactions excédant ce montant seront soumises à la Commission.

(100) De l'avis des autorités britanniques, l'instrument d'aide notifié cible la défaillance du marché et va au-delà des moyens traditionnels dans la manière dont il entend y remédier. Investbx est conçue pour être complémentaire des autres pourvoyeurs de financement, pour attirer une nouvelle source de financement et pour utiliser celle-ci au profit des PME. L'effet incitatif du projet est patent aux yeux des autorités britanniques, dans la mesure où, sans intervention publique, Investbx ne serait pas créée.

(101) Les autorités britanniques considèrent que la création et le financement initial d'Investbx ne fausseront en aucun cas la concurrence et contribueront, au contraire, à pallier la défaillance du marché qui demeure actuellement sans remède. Même en admettant que la mesure puisse être considérée comme présentant un risque de distorsion, le montant limité des financements durant une période maximale de cinq ans et le fait que l'impact d'Investbx sera confiné à une seule région du Royaume-Uni feront en sorte que ce risque de distorsion sera plus que compensé par les avantages potentiels dont pourront bénéficier toutes les régions de la Communauté. Au terme de la période de cinq ans, Investbx devra être autonome et, si tout va bien, les profits réalisés lors de la vente de la société seront reversés à l'AWM.

(102) Selon les autorités britanniques, Investbx n'aura qu'une incidence limitée sur la concurrence et aucun effet perceptible sur les échanges, étant donné que ses activités seront restreintes à une seule des neuf régions du Royaume-Uni. Investbx agira comme un acteur régional et, par définition, ne pourra donc pas engendrer une distorsion de l'activité économique en dehors des West Midlands. De plus, si le projet Investbx est couronné de succès, d'autres projets similaires pourraient voir le jour dans d'autres régions de la Communauté et éveiller l'intérêt du secteur privé, rendant ainsi inutile une intervention publique.

(103) Si Investbx atteint son objectif et parvient à pallier la défaillance du marché, ce projet pourra être considéré comme un excellent moyen de remédier à ce problème avec un soutien public minimal et une distorsion très restreinte de la concurrence. En cas d'échec, la concurrence n'aura pas davantage été faussée, mais on saura que le modèle Investbx ne constitue pas le bon moyen pour

([15]) Décision 2006/250/CE, Royaume-Uni — «*Enterprise Capital Funds*» (JO L 91 du 29.3.2006, p. 16).

s'attaquer au problème de la défaillance du marché ou que la façon dont l'AWM a tenté de mettre en œuvre le modèle n'était pas appropriée à cette fin et qu'une approche alternative devrait être envisagée.

5.2. **Observations du Royaume-Uni sur les commentaires critiques des tiers**

(104) S'agissant des observations de JP Jenkins, les autorités britanniques établissent une très nette distinction entre Investbx et cette société. Selon elles, le modèle d'entreprise d'Investbx est totalement différent de celui de JP Jenkins Stockbrockers, puisque cette dernière joue le rôle de teneur de marché et courtier spécialisé dans l'exécution, appariant les opérations hors bourse sur des valeurs mobilières non inscrites à la cote officielle. Ce marché n'est soumis à aucune obligation réglementaire. L'objectif premier d'Investbx est de lever des fonds pour les PME; or, JP Jenkins Stockbrokers ne remplit pas cette fonction.

(105) Les autorités ont répondu comme suit aux observations de QCA et d'Ofex.

(106) La défaillance du marché est décrite de façon exhaustive et factuelle dans la notification de l'aide d'État présentée par les autorités britanniques le 26 juillet 2005. Ces dernières citent, en outre, des études qui démontrent la persistance de cette défaillance, telles que: HM Treasury, *Pre-Budget Report on 5 December 2005*; DTI Small Business Service, *A Mapping study of Venture Capital Provision*; CBI, *Enabling the Enterprise evolution*. Alors que les West Midlands comptent plus de 300 000 PME, le nombre d'entreprises établies dans cette région s'étant inscrites sur le marché Ofex au cours des cinq dernières années est, en moyenne, de une par an seulement. De même, les observations des tiers semblent suggérer que, malgré l'existence d'un réseau d'investisseurs privés, les PME ont besoin d'un instrument d'investissement différentiel qui puisse combler l'échelon manquant sur l'échelle des financements, étant donné que l'étape à franchir pour accéder à un marché établi s'avère, à l'évidence, trop onéreuse à leur stade de développement.

(107) Les autorités britanniques reconnaissent que c'est l'ensemble des coûts liés à une transaction qui empêchent souvent les PME de lever des fonds sur les marchés établis. Les observations des tiers mettent en lumière le fait que le coût d'émission des actions est trop élevé proportionnellement aux fonds levés. L'intervention des autorités britanniques a aidé des sociétés spécialisées concurrentes, établies dans la région, à travailler ensemble à l'élaboration de modèles standard et d'une procédure adéquate de négoce d'actions dans le cadre d'un système alternatif, ce qui a permis de réduire les frais inhérents aux opérations de levée de fonds. Le coût total ne devrait pas être un obstacle pour accéder à Investbx.

(108) De l'avis des autorités britanniques, des informations concernant les actions placées sur les marchés établis et susceptibles d'attirer certains investisseurs institutionnels sont élaborées et mises à la disposition de ces derniers. Elles sont, en outre, exploitées par les équipes de vente des courtiers, en vue d'éveiller l'intérêt institutionnel pour ces actions et générer des transactions. Toutefois, ces informations ne sont pas accessibles aux investisseurs individuels privés. Qui plus est, les actions émises par les petites entreprises n'intéressent guère les institutions financières, dans la mesure où le volume d'actions dont elles pourraient disposer est insuffisant pour qu'elles puissent prendre une position notable dans une entreprise. Investbx, par contre, se propose de fournir des données sur les actions des PME et de faire en sorte que ces dernières puissent commander des recherches indépendantes aux tarifs en vigueur sur le marché, de manière à pouvoir fournir aux investisseurs potentiels des informations détaillées sur lesdites entreprises et étayer ainsi leur décision d'investissement.

(109) En réponse à l'argument selon lequel Investbx diluerait les liquidités, les autorités britanniques rétorquent que «*the market technology 25 years ago was unable to support geographically diverse markets, as quoting the same share on different markets was understood to fragment market liquidity. However, the advent of the internet delivers the opportunity to reverse the situation and channel regional investors' money into local companies to benefit the region*» [il y a 25 ans, la technologie ne permettait pas de supporter plusieurs marchés différents sur le plan géographique car coter la même action sur différents marchés impliquait une fragmentation des liquidités du marché. L'arrivée de l'Internet a permis, toutefois, de remédier à cette situation et d'orienter l'argent des investisseurs régionaux vers des entreprises locales afin qu'il puisse profiter à la région]. Une bourse se limitant aux West Midlands n'aurait pas pour effet de fragmenter les liquidités, mais encouragerait au contraire leur regroupement permanent, grâce à des flux plus importants d'actions négociées à un cours unique, sur une base hebdomadaire ou mensuelle.

(110) Pour réfuter l'argument relatif à la protection des investisseurs, les autorités britanniques rappellent les mesures prises à cette fin par le Royaume-Uni et applicables aux investisseurs qui prennent des participations dans des entreprises via Investbx. Les entreprises qui s'inscrivent auprès d'Investbx doivent satisfaire à diverses exigences réglementaires et obligations d'information propres à un système de négociation alternatif. Comme indiqué *supra*, Investbx se conformera aux obligations de protection des investisseurs édictées par la FSA. Pour ce faire, elle aura recours aux services expérimentés de la société The Share Centre, qui sera chargée de gérer tous les aspects relatifs à la conformité des activités d'Investbx à cet égard. Réglementée par la FSA, cette société surveillera le fonctionnement d'Investbx et veillera à ce qu'elle respecte les meilleures pratiques définies en la matière dans le *Code of Business Practice* [code des pratiques commerciales] de la FSA. Outre les renseignements requis par la loi, Investbx fournira aux investisseurs beaucoup plus d'informations sur les PME qu'il n'est généralement possible d'en obtenir. Cette démarche, qui va au-delà du régime réglementaire, est révélatrice de l'approche innovante d'Investbx.

(111) Il est désormais admis que les systèmes basés sur la vente aux enchères d'actions constituent une solution alternative aux marchés dirigés par les prix et sont mieux adaptés à la négociation des actions de faible valeur, comme cela a été mis en évidence dans le document intitulé «*Regional Stock exchanges in the UK*» du D[r] Robert Huggins. L'investisseur cible pour les PME cotées sur la plate-forme Investbx

recherche des opportunités à moyen et long terme; c'est pourquoi il est important de lui fournir des informations détaillées sur les perspectives de la société. Bien que ce type d'investisseur ne soit pas tenu de présenter la même disponibilité qu'un négociateur institutionnel (en ce sens qu'il n'est pas tenu d'être constamment prêt à négocier), il lui est loisible de visualiser les données concernant la prochaine vente aux enchères et de modifier ses ordres 24 heures sur 24 et 7 jours sur 7, et ce, à tout moment jusqu'au lancement de la vente.

(112) L'actionnariat d'Ofex se compose, pour l'essentiel, de courtiers et d'institutions financières qui utilisent et tirent considérablement profit de ce système axé sur des teneurs de marché et dirigé par les prix. Comme il ressort des données fournies sur le marché Ofex, des écarts très importants (pouvant aller jusqu'à 75 %) peuvent être opérés entre les cours acheteurs et vendeurs sur un marché dirigé par les prix, en vue de maintenir la capacité de négocier à tout moment. Le modèle Investbx se distingue de cette pratique, en ce sens qu'il mettra en relation les acheteurs et les vendeurs sur la base d'un seul et même cours — une approche qui se veut avantageuse à la fois pour les PME, qui pourront négocier de faibles montants d'actions, et pour les investisseurs qui ne seront pas pénalisés par l'écart entre le cours acheteur et le cours vendeur.

(113) Les autorités britanniques suggèrent qu'Ofex est en train de s'imposer comme un marché de plus haut rang. Dans des déclarations récentes faites à la presse, Ofex a admis lever des fonds propres pour financer les changements apportés à sa plate-forme de négociation, en vue de faciliter le négoce d'actions et pouvoir ainsi concurrencer directement l'AIM et le LES. La nouvelle plate-forme confère à Ofex la capacité de négocier des volumes nettement plus considérables de titres cotés et non cotés, dont la cotation est déterminée sur d'autres marchés boursiers londoniens.

(114) Les autorités britanniques soutiennent que les capitaux engagés par les investisseurs ne seraient pas immobilisés, si Investbx devait être fermée. La convention de financement prévoit, en effet, la possibilité de se désengager du projet Investbx. En cas de fermeture d'Investbx, les actions des PME pourraient continuer à être négociées sur la plate-forme de The Share Centre aux mêmes conditions.

(115) Les autorités considèrent que l'aide octroyée à Investbx représente le minimum nécessaire pour remédier à une défaillance du marché en matière d'accès des PME de la région des West Midlands à des financements par apports de fonds propres. Investbx n'octroiera pas elle-même des fonds aux entreprises et elle n'opérera pas de sélection parmi les PME, sur la base de leurs performances ultérieures et de leur évaluation sur la plate-forme de négociation Investbx. Contrairement à un investisseur en capital-risque, Investbx ne recevra aucune rémunération en fonction de l'évaluation future d'une PME. Si l'aide ne peut pas être accordée, le projet ne verra pas le jour. Cette aventure est, en effet, trop risquée pour qu'elle puisse être tentée uniquement avec un soutien financier privé, étant donné qu'il n'existe aucun précédent pour ce «*business model*» [modèle d'entreprise].

(116) Les autorités britanniques rejettent la thèse selon laquelle le modèle d'entreprise sans but lucratif risque de freiner l'innovation sur les marchés financiers. Bien qu'elles souhaitent qu'Investbx débouche sur l'établissement et le développement d'une nouvelle entreprise rentable, elles font observer que cette rentabilité ne pourra être atteinte qu'à un stade avancé et que c'est la raison pour laquelle l'aide s'avère indispensable. Investbx a cependant besoin de faire des bénéfices pour pouvoir devenir autonome et viable à long terme, lorsque le financement limité de l'AWM aura pris fin. La différence tiendra au fait que les profits seront réinvestis, au lieu d'être versés aux actionnaires. La capacité d'Investbx à réussir et à créer de nouveaux services disponibles, du point de vue commercial, aux PME établies dans les West Midlands sera évaluée par les autorités britanniques.

6. APPRÉCIATION DE LA MESURE

(117) La Commission a examiné la mesure à la lumière de l'article 87 du traité CE et, notamment, sur la base des lignes directrices sur le capital-investissement. Les résultats de cette appréciation sont présentés ci-après.

6.1. Légalité

(118) Les autorités britanniques ont notifié la mesure et ont déclaré qu'Investbx n'a pas été dotée de la personne morale, n'a pas commencé ses activités et n'a reçu aucune subvention ni aucun fonds.

(119) Elles ont précisé, en outre, qu'AWM a recruté une personne pour assumer la future fonction de «*Chief Executive*» [directeur général] d'Investbx, mais que cette personne travaille actuellement, en qualité de membre du personnel d'AWM, sur divers projets, l'un d'eux concernant la phase préparatoire d'Investbx. Les travaux d'élaboration du futur site web d'Investbx ont été entamés. En raison d'un problème technique, ce site — qui est clairement identifié comme étant en construction — était accessible. Toutefois, ce problème a été résolu et le site n'est plus accessible au public.

(120) Investbx n'a pas encore été établie en tant qu'entreprise et n'a pas encore reçu le moindre financement. En conséquence, aucune aide n'a été octroyée à ce stade.

(121) Les autorités britanniques s'étant engagées à ne pas allouer l'aide avant d'avoir reçu l'approbation de la Commission, elles ont respecté les obligations leur incombant en vertu de l'article 88, paragraphe 3, du traité CE.

6.2. Existence d'une aide d'État

(122) À la suite de la décision de la Commission d'ouvrir la procédure formelle d'examen, l'existence d'une aide d'État a été vérifiée à trois niveaux, à savoir:

— au niveau d'Investbx en tant que marché,

— au niveau des investisseurs, et

— au niveau des PME en quête d'investissements.

L'appréciation des résultats s'effectuera conformément aux lignes directrices sur le capital-investissement.

6.2.1. *Aide au niveau d'Investbx*

(123) L'investissement et les dépenses courantes seront financés par des ressources publiques provenant de l'agence de développement AWM, détenue par l'État. Selon les autorités britanniques, aucun investisseur privé n'a manifesté d'intérêt pour investir dans Investbx. Dans des conditions de marché normales, Investbx n'aurait pas pu bénéficier de modalités aussi favorables pour réunir le capital initial qui sera fourni sous la forme d'une subvention. C'est pourquoi l'apport de fonds ne s'inscrit pas dans la démarche d'un investisseur privé. En d'autres termes, Investbx recevra des fonds qu'elle n'aurait jamais pu collecter auprès du secteur privé, compte tenu des taux du marché. Il s'ensuit que l'entreprise Investbx recevra un avantage provenant de ressources publiques. Étant donné que la mesure peut avoir des effets sur d'autres prestataires de services financiers et, notamment, sur Ofex (comme nous le verrons ci-après), elle peut fausser le jeu de la concurrence. De manière générale, l'apport de capitaux et la fourniture des services connexes peuvent revêtir un caractère transfrontalier, comme le montre l'exemple mis en avant par l'University of Warwick, concernant une PME des West Midlands qui a obtenu un financement sur le marché australien grâce aux efforts déployés par Ofex pour offrir ses services à l'étranger. Bien qu'il soit peu probable que les PME des West Midlands recherchant des fonds propres à hauteur de 2 millions de livres sterling sollicitent et puissent bénéficier de services depuis l'étranger, cette hypothèse ne peut cependant pas être exclue. Il s'ensuit, dès lors, que la mesure est susceptible d'affecter le commerce intracommunautaire et couvre l'aide à Investbx, au sens de l'article 87, paragraphe 1, du traité CE.

6.2.2. *Aide au niveau des investisseurs*

(124) Investbx propose un système de vente aux enchères en ligne qui offre à tous les investisseurs, qu'il s'agisse d'institutions ou de personnes privées, la possibilité d'investir dans des PME. Elle leur permet, en outre, de disposer d'informations et de services auxquels ils n'auraient pas accès autrement. À moins d'être frappé d'une exclusion en vertu de la législation sur la protection des investisseurs, tout investisseur intéressé pourra utiliser Investbx selon les mêmes conditions. Il n'existe aucune limite minimale d'investissement par investisseur. En conséquence, que la mesure accorde ou non un avantage aux investisseurs, elle n'est pas sélective à ce niveau et elle ne constitue donc pas une aide aux investisseurs, au sens de l'article 87, paragraphe 1, du traité CE.

6.2.3. *Aide au niveau des PME*

(125) Les PME bénéficieront de la mesure, étant donné qu'elles pourront lever des fonds propres privés à des conditions auxquelles, sans Investbx, elles n'auraient pas accès sur le marché. À l'heure actuelle, aucun des prestataires présents sur le marché n'assure le lot de services proposé par Investbx. Le fait que des investisseurs privés ne soient pas enclins à créer une entreprise du type d'Investbx est révélateur du risque que comporte ce projet. Ce dernier implique, en effet, des frais généraux importants qui ne pourront être couverts que si Investbx parvient à atteindre un volume déterminé d'activités, ce qui demeure incertain. Normalement, la commission demandée aux entreprises en quête d'investissements devrait refléter ce risque élevé. Cependant, le tarif qui sera appliqué aux entreprises pour l'ensemble des services fournis est trop faible pour qu'Investbx puisse être assurée de couvrir ses frais généraux dans le délai maximal de cinq ans fixé comme période initiale ou dans le laps de temps requis pour qu'une masse critique de sociétés utilise ses services et ce, en dépit du fait que la majorité des services offerts par Investbx seront sous-traités à des prestataires du marché qui octroieront à Investbx une marge bénéficiaire. Cette proposition n'a été acceptée par aucun des investisseurs présents sur le marché. En conséquence, la mesure peut conférer un avantage aux PME qui auront recours aux services d'Investbx pour obtenir des fonds, dès lors qu'elles pourront bénéficier de conditions probablement plus avantageuses que si elles s'adressaient aux divers autres acteurs présents sur le marché. Le Royaume-Uni a démontré que les services liés à l'utilisation d'une plate-forme de négociation, à un système d'actionnariat du personnel, à des comptes d'actions, à des recherches indépendantes et au marketing seront sous-traités à des prestataires privés, aux conditions en vigueur sur le marché. L'avantage conféré aux PME tient au fait que tous ces services seront regroupés et que les fonds seront levés auprès d'investisseurs intéressés par les PME établies dans les West Midlands. Cet avantage est octroyé au moyen de ressources d'État, puisque la condition première pour qu'Investbx puisse être créée et puisse offrir les services précités à des conditions plus avantageuses que celles du marché est, précisément, que sa constitution et son développement soient financés par l'État. Dans la mesure où l'on peut s'attendre à ce que les entreprises en quête d'investissements exercent leurs activités sur des marchés ouverts à la concurrence intracommunautaire, la mesure est susceptible de fausser le jeu de la concurrence et d'affecter les échanges entre États membres. En conclusion, les PME qui bénéficieront des apports de fonds recevront une aide au sens de l'article 87, paragraphe 1, du traité CE.

6.3. **Compatibilité de la mesure**

(126) Dès lors qu'il est établi que la mesure constitue une aide d'État au sens de l'article 87, paragraphe 1, du traité, sa compatibilité doit être appréciée à la lumière des exceptions visées à l'article 87, paragraphes 2 et 3, du traité. Les exceptions prévues à l'article 87, paragraphe 2 — qui concernent les aides à caractère social octroyées aux consommateurs individuels, les aides destinées à remédier aux dommages causés par les calamités naturelles ou par d'autres événements extraordinaires, et les aides octroyées à l'économie de certaines régions de la république fédérale d'Allemagne — ne s'appliquent pas à l'espèce. La mesure ne relève pas non plus de l'exception visée à l'article 87, paragraphe 3, point a), du traité, à savoir les aides destinées à favoriser le développement économique de régions dans lesquelles le niveau de vie est anormalement bas ou dans lesquelles sévit un grave sous-emploi. De même, la mesure ne peut pas être considérée comme visant à promouvoir la réalisation d'un projet important d'intérêt européen commun ou à remédier à une perturbation grave de l'économie du Royaume-Uni, comme le prévoit l'article 87, paragraphe 3, point b), du traité. Enfin, la mesure n'a pas pour objectif de promouvoir la culture et la conservation du patrimoine, conformément à l'article 87, paragraphe 3, point d), du traité.

(127) En revanche, l'article 87, paragraphe 3, point c), du traité autorise les aides destinées à faciliter le développement de certaines activités ou de certaines régions économiques, quand elles n'altèrent pas les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun. La Commission relève que la mesure en cause vise à mettre en place un marché et à octroyer une aide, durant cinq ans, au système d'échange en ligne qui sera mis à la disposition des investisseurs et des PME. En d'autres termes, la mesure a pour finalité d'établir un véhicule d'investissement qui puisse faciliter la rencontre entre investisseurs et PME cibles pour lesquelles il peut, par conséquent, améliorer l'accès au capital-investissement.

(128) Dans le domaine du capital-investissement, l'article 87, paragraphe 3, point c), du traité est appliqué conformément aux lignes directrices sur le capital-investissement. Celles-ci s'appliquent à toutes les mesures de capital-investissement notifiées pour lesquelles la Commission est tenue d'arrêter une décision après la publication au *Journal officiel de l'Union européenne* desdites lignes directrices, même si ces mesures ont été notifiées avant cette publication ([16]). Investbx facilite la rencontre entre investisseurs et PME cibles pour lesquelles elle peut, dès lors, améliorer l'accès au capital-investissement. Par conséquent, il s'agit d'un véhicule d'investissement au sens de la sous-section 5.1, point f), des lignes directrices sur le capital-investissement. Aux termes de cette disposition, une mesure constituant une aide à un véhicule d'investissement doit être soumise à une appréciation plus détaillée, conformément à la section 5 desdites lignes directrices. Lors de l'évaluation de la compatibilité de la mesure conformément à la section susmentionnée, la Commission suit l'approche exposée dans le plan d'action dans le domaine des aides d'État ([17]), lequel a été présenté de manière plus précise et concrétisé aux sous-sections 5.2, 5.3 et 5.4 des lignes directrices sur le capital-investissement. L'institution appréciera si l'aide vise un objectif d'intérêt commun clairement défini et, plus particulièrement, entend remédier à une défaillance du marché, si elle peut être considérée comme un instrument approprié pour atteindre l'objectif d'intérêt commun, si elle est nécessaire et présente un effet incitatif, si elle est proportionnée et si les distorsions de la concurrence et l'effet sur les échanges sont suffisamment limités, de sorte que le bilan global des effets est positif et que la mesure n'est donc pas contraire à l'intérêt commun. Pour ce faire, la Commission examinera un certain nombre d'éléments positifs et négatifs. Aux termes de la section 5, deuxième alinéa, des lignes directrices sur le capital-investissement, aucun élément pris isolément n'est déterminant et aucun ensemble d'éléments ne peut être considéré comme suffisant en soi pour garantir la compatibilité de la mesure en cause. Dans certains cas, l'applicabilité de ces critères et le poids qui leur est conféré peuvent dépendre de la forme de la mesure.

(129) Aucun des autres textes en vigueur en matière d'aides d'État — règlements, encadrements ou lignes directrices — n'est applicable. Il est admis que certaines zones de la région des West Midlands relèvent de la dérogation prévue à l'article 87, paragraphe 3, point c), du traité CE ([18]) et la Commission reconnaît, par ailleurs, que la région a souffert de la crise qui a frappé l'entreprise Rover. Toutefois, la subvention prévue pour Investbx n'est pas une demande d'aide en faveur du développement régional.

6.3.1. *La mesure d'aide vise-t-elle un objectif d'intérêt commun clairement défini?*

(130) Aux termes du point 5.2.1 des lignes directrices sur le capital-investissement, la Commission apprécie si la mesure d'aide vise à remédier à une défaillance du marché clairement délimitée. Pour les mesures comportant spécifiquement l'intervention d'un véhicule d'investissement, la Commission exige des preuves supplémentaires de la défaillance du marché que la mesure se propose de corriger. Ces éléments de preuve doivent être fondés sur une étude indépendante montrant l'ampleur du «déficit de fonds propres» et doivent concerner l'offre de capital-investissement ainsi que l'importance du secteur du capital-risque dans l'économie locale.

(131) Comme indiqué au point 1.3.2 des lignes directrices susmentionnées, la Commission considère que le principal facteur de défaillance du marché dans le domaine du capital-investissement est l'information asymétrique des investisseurs. S'agissant de l'accès au capital des petites entreprises et des jeunes pousses, les principales difficultés pour obtenir un financement en fonds propres tiennent au niveau élevé des coûts de transaction et de délégation, ainsi qu'à l'aversion pour le risque des investisseurs en ce qui concerne le capital-investissement. En règle générale, une défaillance du marché est constatée lorsque le rapprochement de l'offre et de la demande de capital-investissement fonctionne mal et que, de ce fait, le volume de capital-investissement proposé sur le marché est trop restreint, empêchant ainsi des entreprises de trouver des financements alors même qu'elles ont des plans d'entreprise valables et de bonnes perspectives de croissance.

(132) L'objectif de la présente mesure d'aide est de remédier à une défaillance du marché concernant le financement en fonds propres des PME de la région des West Midlands, pour des tranches d'investissement comprises entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling.

(133) Afin de démontrer que le niveau de capital-investissement dans cette fourchette est limité, en dépit des demandes de financement en fonds propres avancées par des entreprises viables, le point 5.2.1 des lignes directrices sur le capital-investissement énumère une série exemplative d'éléments. Dans l'appréciation suivante de la défaillance du marché, la Commission prendra notamment en considération la rentabilité des investissements privés en fonds propres, le développement de ces investissements dans le Royaume-Uni au cours de ces dernières années et la ventilation des investissements par catégories de montants, dans la fourchette de déficit de fonds propres déterminée *supra*. En outre, la Commission examinera les données concernant la région des West Midlands et, en particulier, la répartition régionale des investissements privés en fonds

([16]) Lignes directrices sur le capital-investissement, sous-section 7.2, troisième alinéa.

([17]) Communication COM(2005) 107 final de la Commission du 7 juin 2005.

([18]) Décision de la Commission du 26 juillet 2000 sur l'aide d'État N265/2000 — Royaume-Uni: «Carte des aides régionales 2000-2006» (JO C 272, 23.9.2000, p. 43).

propres et la demande de financement en fonds propres. Elle vérifiera dans quelle mesure cette demande est satisfaite sur les marchés de capitaux établis. À cette fin, la Commission analysera les études soumises par les autorités britanniques.

(134) Il convient de noter, de surcroît, que la mesure d'aide contribuera aussi à soutenir les changements structurels en cours dans la région, en créant à l'intention des PME un marché des actions en ligne, d'envergure régionale.

6.3.1.1. ***Éléments prouvant que la mesure est axée sur la défaillance du marché***

(135) Investbx vise à permettre aux PME de la région des West Midlands d'accéder à des financements en fonds propres de l'ordre de 0,5 million à 2 millions de livres sterling. C'est, en effet, dans cette fourchette d'investissement que la défaillance du marché est perçue par les acteurs du marché comme étant la plus aiguë, selon les observations du Royaume-Uni et de nombreux tiers. Ces dernières indiquent que cette fourchette couvre des tranches d'investissement qui sont considérées comme étant trop élevées pour la plupart des investisseurs informels (tels que les «*business angels*») dont les ressources financières sont limitées ([19]), mais comme étant trop faibles pour la plupart des investisseurs formels en capital-risque, selon lesquels le coût de l'évaluation des investissements potentiels est jugé prohibitif lorsque le financement en fonds propres dont a besoin une entreprise reste modéré ([20]). D'après les projections financières d'Investbx présentées par les autorités britanniques, le montant moyen des financements devrait être de 1,66 million de livres sterling d'ici la cinquième année d'activité.

(136) Dans sa décision concernant le régime d'aide «*Enterprise Capital Funds*» ([21]), la Commission a conclu à l'existence d'une défaillance du marché dans l'apport de capital-risque aux PME du Royaume-Uni pour les tranches situées entre 250 000 livres sterling (357 000 euros) et 2 millions de livres sterling (2,9 millions d'euros), sur la base des données fournies dans le rapport 2003 sur l'évaluation des rendements («*Performance Measurement Survey 2003*») ([22]) et le rapport 2003 sur l'investissement («*Report on Investment Activity 2003*») ([23]), ainsi que des informations figurant dans les observations du Royaume-Uni et des tiers, qui ont confirmé l'existence de ladite défaillance.

(137) De l'avis des autorités britanniques, il existe une défaillance du marché au Royaume-Uni et plus particulièrement dans les West Midlands, et cette appréciation est étayée par les facteurs identifiés dans un rapport rédigé par ECOTEC ([24]) et repris ci-après:

— sur des investissements inférieurs à 2 millions de livres sterling, les sociétés de financement privé ne peuvent pas atteindre le niveau de rendement escompté;

— la défaillance du marché dans la fourchette d'investissement comprise entre 250 000 livres sterling et 2 millions de livres sterling est réelle et a été créée après les années 1999/2000, lorsque les investisseurs en capital-risque se sont tournés vers des transactions de plus grande ampleur;

— très peu d'investissements privés en fonds propres sont consentis dans la région des West Midlands pour des montants compris entre 250 000 livres sterling et 2 millions de livres sterling;

— la demande des PME pour des financements s'inscrivant dans cette fourchette est très forte.

6.3.1.1.1. *Rendements des investissements privés en fonds propres et des rendements en capital-risque au Royaume-Uni*

(138) La rentabilité des investissements en fonds propres et en capital-risque dans les différentes catégories d'investissement est un indicateur intéressant pour l'analyse de la défaillance du marché, étant donné qu'une trop faible rentabilité des investissements compris dans le segment touché par la défaillance du marché tend à inciter les investisseurs à se tourner vers des investissements plus conséquents et plus rentables. Selon les données les plus récentes de la British Venture Capital Association (ci-après: «BVCA») ([25]), les rendements sur les investissements privés en fonds propres et en capital-risque au Royaume-Uni ont connu, en 2004, une évolution similaire à celle de 2003: les opérations de rachat d'entreprises par leurs cadres (management buy outs — MBO) de moyenne envergure (représentant des investissements en fonds propres compris entre 10 millions et 100 millions de livres sterling) et de grande envergure (investissements de plus de 100 millions de livres sterling en fonds propres) ont enregistré des rendements nettement plus élevés sur les investissements à court et moyen terme que les investissements de post-création ou en phase de développement (à titre d'exemple, les rendements sur trois ans s'élevaient, en 2004, à - 13,2 % pour les investissements de post-création et à - 5,3 % pour ceux en phase de développement, tandis qu'ils atteignaient 13,7 % pour les MBO de moyenne envergure et 16,1 % pour les MBO de grande envergure). Il s'ensuit que, parmi les divers types d'investissements privés qui leur sont proposés, les investisseurs sont plus attirés par les MBO représentant un investissement en fonds propres de plus de 10 millions de livres sterling que par les investissements de post-création ou en phase de développement.

([19]) En règle générale, les investisseurs providentiels investissent entre 10 000 livres sterling et 250 000 livres sterling dans des entreprises de création récente ou en phase de démarrage qui présentent un potentiel de croissance. CBI, *Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution*, juillet 2006.

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

([21]) Aide d'État n° C 17/2004 (JO L 91 du 29.3.2006, p. 16).

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

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

([24]) ECOTEC Research 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, et *BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*, 2006.

(139) Bien que la méthodologie utilisée ait changé dans le rapport 2005 de BVCA concernant les rendements sur les investissements privés en fonds propres et en capital-risque au Royaume-Uni ([26]), les rendements sur les investissements de post-création et en phase de développement à moyen terme demeurent négatifs. Les rendements des investissements en phase de développement et des MBO de petite envergure à moyen terme ont été très inférieurs à ceux des MBO de moyenne et grande envergure à moyen terme.

6.3.1.1.2. *Investissements privés en fonds propres au Royaume-Uni*

(140) Selon l'étude de la BVCA sur les activités d'investissements privés en fonds propres au Royaume-Uni ([27]), la taille moyenne des investissements dans cet État a atteint 5,2 millions de livres sterling en 2005 (à comparer aux 4,1 millions de livres sterling en 2004, 3,2 millions de livres sterling en 2003, 3,7 millions de livres sterling en 2002 et 3,6 millions de livres sterling en 2001).

(141) Il ressort de l'étude susmentionnée de la BVCA que le montant des fonds propres reçus par les entreprises britanniques s'est accru de façon substantielle au cours de ces dernières années: 6 813 million de livres sterling en 2005, 5 336 millions de livres sterling en 2004 et 4 074 millions de livres sterling en 2003. Toutefois, le montant total investi dans la fourchette d'investissement comprise entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling n'a pas augmenté en proportion et a accusé, au contraire, un déclin en 2005 (313 millions de livres sterling en 2005, 330 millions en 2004 et 286 millions en 2003). En 2005, 2 % du montant total des fonds propres engagés dans des entreprises britanniques l'ont été sous forme d'investissements de moins de 0,5 million de livres sterling, 5 % sous forme d'investissements d'un montant compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, et les 94 % restants sous forme d'investissements de plus de 2 millions de livres sterling. La proportion du montant investi dans la fourchette comprise entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling par rapport à l'ensemble des investissements a été inférieure à celle enregistrée lors des années précédentes (5 % en 2005, 6 % en 2004, 7 % en 2003, 10 % en 2002 et 2001).

(142) Selon l'étude de la BVCA, le nombre d'entreprises britanniques dans lesquelles des investissements de l'ordre de 0,5 million à 2 millions de livres sterling ont été réalisés affiche également une tendance à la baisse (23 % en 2005, 25 % en 2004, 25 % en 2003, 30 % en 2002 et 31 % en 2001), par rapport au nombre total d'entreprises ayant bénéficié d'investissements au Royaume-Uni. En termes absolus, le nombre d'entreprises britanniques dans lesquelles des investissements de l'ordre de 0,5 million à 2 millions de livres sterling ont été réalisés a atteint son niveau le plus bas de ces cinq dernières années (302 en 2005, 321 en 2004, 317 en 2003, 361 en 2002 et 399 en 2001).

(143) Les autorités britanniques citent plusieurs documents et enquêtes faisant état de l'existence d'une défaillance du marché au Royaume-Uni:

— le document de consultation budgétaire de HM Treasury, intitulé «*Bridging the Finance Gap*» ([28]) confirme qu'il existe un déficit de fonds propres dans la fourchette d'investissement située entre 0,25 million et 2 millions de livres sterling. Ce document se fonde sur des enquêtes, des données de la BVCA ainsi que des études universitaires ([29]). S'agissant des enquêtes, 97 % des personnes interrogées dans le cadre de la consultation «*Bridging the finance gap*» ont admis que les PME demeurent confrontées à une importante défaillance du marché et beaucoup d'entre elles ont souligné que l'ampleur du déficit varie en fonction de la taille de l'entreprise, de son secteur d'activités et du stade de développement atteint. Le rapport indique que «[t]*he consultation responses to Bridging the finance gap made it clear that there remains a key group of small and medium-sized enterprises (SMEs) which are not suited to debt finance, and which are currently not able to access the equity capital that they need to thrive*. (…) *Businesses seeking modest sums of investment to modernise or diversify their activities are also affected*» [les réponses à la consultation intitulée «*Bridging the finance gap*» indiquent clairement qu'il reste un groupe important de petites et moyennes entreprises (PME) pour lesquelles les financements par endettement ne sont pas adaptés et qui ne sont pas actuellement en mesure d'attirer les investissements par apport de fonds propres dont elles auraient besoin pour prospérer. (…) Ce phénomène touche aussi les entreprises à la recherche d'investissements de montants modestes pour moderniser ou diversifier leurs activités]. Le rapport observe que le financement par endettement ne convient pas à certaines PME et que, lorsqu'une entreprise ne génère pas des revenus suffisants pour rembourser les intérêts de l'endettement et/ou développe de nouvelles technologies ou de nouveaux produits présentant un potentiel de croissance substantiel, la levée de fonds propres peut constituer une forme de financement plus appropriée. Comme souligné dans le rapport, les frais auxquels les investisseurs en capitaux propres peuvent être confrontés pour identifier des opportunités intéressantes d'investissement peuvent être assez élevés, notamment pour ce qui est des frais de recherche, d'analyse approfondie des entreprises (procédure diligente) et de suivi des investissements dans des jeunes pousses de petite dimension. «*In comparison to large companies that are quoted on public stock markets, the flow of information about small, unquoted companies seeking investment is limited*» [Comparativement, le flux

([26]) Dans le rapport 2005, les statistiques ont été divisées selon les fonds qui ont été fermés pour la première fois avant 1996 et ceux fermés après 1996. Les fonds fermés pour la première fois après 1996 ont été requalifiés en catégories de risque (amorçage, démarrage et phases initiales de développement), MBO de petite envergure (MBO/MBI de moins de 10 millions de livres sterling et investissements en phase d'expansion), MBO de moyenne envergure (MBO/MBI représentant entre 10 millions et 100 millions de livres sterling) et MBO de grande envergure (MBO/MBI de plus de 100 millions de livres sterling).

([27]) PricewaterhouseCoopers, *BVCA Report on Investment Activity 2004*, 2005, et *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*, décembre 2003.

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

d'informations concernant les petites sociétés non cotées en bourse à la recherche de capitaux est nettement plus limité que dans le cas des grandes sociétés cotées sur les marchés boursiers publics]. Il ressort, en outre, du rapport qu'en raison de l'«asymétrie des informations», les investisseurs potentiels ne perçoivent pas toujours correctement le profil de profit/risque des entreprises et peuvent dès lors être réticents à leur octroyer un capital-investissement. Le rapport conclut que les coûts de transaction élevés et les dépenses proportionnellement supérieures que les investisseurs doivent consentir pour obtenir des informations sur les entreprises de petite taille incitent ces derniers à s'orienter vers des investissements plus conséquents. En raison des contraintes structurelles auxquelles sont confrontés les investisseurs en capital-risque désireux d'apporter des fonds et leur expertise à de petites entreprises comportant un niveau de risque élevé, ceux-ci s'orientent plutôt vers des opérations de plus grande ampleur, en faveur de sociétés ayant atteint un stade de développement plus avancé;

— les recherches menées par ECOTEC ([30]) ont confirmé l'existence d'une défaillance du marché pour la fourchette d'investissement comprise entre 0,5 million et 5 millions de livres sterling, le déficit le plus profond touchant les entreprises à la recherche de capital d'expansion à hauteur de 2 millions de livres sterling;

— des rapports récents de la Confederation of British Industry (CBI) parviennent aussi à la conclusion qu'il continue à y avoir un déficit très net en matière d'accès à des capitaux: «*There are still market failures and anomalies in the system that need to be addressed.* […] *Over the past few years, evidence indicates that there is a growing market failure in the GBP 500 000 to GBP 3 million range. Recent data by the BVCA provides no indication that the gap is diminishing, with the average amount of equity investment continuing to increase.*» ([31]) [on constate toujours, au sein du système, des défaillances et anomalies auxquelles il convient de remédier. [...] Divers éléments indiquent que la défaillance du marché n'a cessé de croître, au cours de ces dernières années, dans la fourchette d'investissement comprise entre 500 000 et 3 millions de livres sterling. Or, les données récentes de la BVCA ne vont nullement dans le sens d'une diminution de ce déficit, puisque le montant moyen des investissements en fonds propres continue à croître].

Selon certaines études, la défaillance du marché s'étendrait même aux investissements inférieurs à 0,5 million de livres sterling ainsi qu'à ceux supérieurs à 2 millions de livres sterling. Toutefois, aucune étude ne met en doute l'existence d'un déficit en fonds propres pour la fourchette comprise entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, soit celle correspondant au segment de financement par apport de fonds propres visé par Investbx. Or, ce segment est perçu comme celui présentant les contraintes les plus ardues.

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

([31]) CBI, *Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution*, juillet 2006.

(144) Les autorités britanniques citent également plusieurs études et enquêtes relatives à divers aspects des problèmes que rencontrent les petites entreprises pour être cotées en Bourse:

— dans un article publié à la suite de recherches, Brian Zivicky ([32]) fait observer que très peu de petites entreprises cotées en Bourse font l'objet, au Royaume-Uni, d'études de suivi par des analystes car le volume de transactions est insuffisant pour justifier le coût de telles études;

— un rapport élaboré par Jaffe Associates au nom de Quoted Company Alliance ([33]) révèle une diminution permanente, au Royaume-Uni, de la proportion (déjà faible) de petites entreprises inscrites à la cote tentant de rivaliser pour attirer des investissements institutionnels en fonds propres. La capacité à traiter de gros volumes représente un facteur clé dans toute décision d'investissement, qui pénalise automatiquement les entreprises de petite dimension;

— une enquête menée par SWR Worldwide ([34]) a montré que les émetteurs d'actions et les investisseurs sont bien conscients que les mécanismes existants concernant la fourniture de services financiers aux PME pourraient être améliorés et qu'il conviendrait, en particulier, de faciliter la mise en relation des émetteurs et des investisseurs. Il ressort de cette enquête que le facteur primordial lors de toute décision d'investissement est la qualité et la quantité d'informations. Parmi les personnes interrogées, la majorité des gestionnaires de fonds, des investisseurs à valeur nette élevée et des investisseurs en capital-risque estime que les bourses existantes n'agissent pas suffisamment en faveur des PME, que ce soit en termes d'accès des PME aux marchés boursiers ou d'apport de liquidités pour les titres proposés par des PME;

— un document écrit par Tim Mocroft ([35]) décrit la situation comme suit: «[…] *listing and regulatory requirements of traditional exchanges are expensive but given the size of companies involved and the sums of money being raised, costs can usually be accommodated. Both factors, however, impose a floor on the size of company that can effectively access the main markets that serve in the United Kingdom — namely the official list of the London Stock Exchange and the AIM […] Typically an IPO on either market will cost in the region of GBP 500 000; with such costs, it is uneconomic to raise relatively small sums of capital*» [malgré le niveau élevé des coûts inhérents au respect des exigences de cotation et des obligations légales imposées aux échanges traditionnels, ceux-ci sont généralement bien acceptés, compte tenu de la taille des entreprises concernées et des montants des capitaux qui sont levés. Cependant, ces deux facteurs requièrent de fixer un seuil quant à la taille des entreprises pouvant effectivement avoir accès aux principaux marchés qui opèrent au

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

([33]) Jaffe Associates (pour le compte de 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.

Royaume-Uni, à savoir la cote officielle de la bourse de Londres (London Stock Exchange) et de l'AIM […]. En règle générale, une première offre publique de souscription (IPO) coûte environ 500 000 livres sterling; compte tenu de l'ampleur de ce coût, cette solution s'avère non rentable pour les entreprises désireuses de lever des capitaux d'un montant relativement modéré];

— dans son rapport intitulé «*Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*» ([36]), le cabinet Deloitte indique qu'il ressort des entretiens menés avec les différentes parties intéressées que les PME connaissent mal les options de financement existantes et n'y sont guère sensibilisées. Ces entretiens ont révélé, en outre, que la faible propension à investir représente le principal obstacle à l'accès aux capitaux dans la région des West Midlands. La propension à investir prend en compte l'attitude des entreprises vis-à-vis des financements, la qualité des documents présentés par les entreprises et la disponibilité générale d'un projet à l'investissement. Le manque de propension à investir a des conséquences tant sur l'offre que sur la demande, en ce sens qu'il peut décourager les entreprises à solliciter un financement (dès lors qu'elles s'attendent à essuyer un refus) et restreindre l'offre (dans la mesure où l'investisseur potentiel sera confronté à un niveau de risque accru, si le niveau de la propension à investir est jugé insuffisant).

6.3.1.2. ***La défaillance du marché dans les West Midlands***

(145) Tandis que les informations présentées ci-dessus découlent d'une analyse d'envergure nationale, l'appréciation de la Commission a pour objectif de déterminer s'il existe une défaillance du marché dans la région cible d'Investbx, à savoir les West Midlands. Outre les éléments cités *supra*, il convient donc de prendre en compte d'autres aspects de l'offre et de la demande d'investissement au niveau régional.

(146) Les observations des tiers confirment, pour la plupart, l'existence d'une défaillance du marché dans la région des West Midlands. De plus, les autorités britanniques ont fourni, dans leur réponse aux observations des tiers, des éléments de preuve fondés sur une estimation réalisée par des investisseurs en capital-risque établis dans la région. Ces derniers soutiennent que la défaillance du marché concernent les investissements compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, et font valoir que, sur les 500 à 750 propositions qu'il reçoivent chaque année, moins de 1 % donne lieu à l'octroi de fonds, même si la plupart des entreprises qui sont rejetées ont un plan d'entreprise solide et pourraient être admises à un financement si un mécanisme tel que celui proposé par Investbx existait.

6.3.1.2.1. *Ventilation régionale des investissements*

(147) Il découle des données publiées dans le rapport de la BVCA sur l'investissement en 2005 que le montant total des investissements privés en fonds propres réalisés dans la région des West Midlands a représenté 4 % du montant total des investissements au niveau national, alors que les régions du South-East et de Londres ont totalisé, à elles deux, 44 % des investissements totaux enregistrés au niveau national. S'agissant des investissements de post-création, les West Midlands n'ont représenté que 1 % du montant total investi au niveau du Royaume-Uni dans des entreprises en phase de post-création, tandis que ce chiffre atteint pas moins de 49 % pour les régions du South-East et de Londres. Pour ce qui est des investissements en capital d'expansion, les West Midlands ont compté pour 2 % et les régions du South-East et de Londres pour 42 % du montant total enregistré au Royaume-Uni. Ces données doivent être considérées au regard de la contribution, en termes de PIB, des différentes régions au total national: les dernières données mises à disposition par Eurostat datent de 2003 et montrent que la contribution des West Midlands au PIB du Royaume-Uni a été, cette année-là, de 8 %, tandis que celle des régions du South-East et de Londres (considérées conjointement) a atteint 34 %. Ces chiffres révèlent que, dans les West Midlands, l'apport en fonds propres sous forme d'investissements en phases de post-création et d'expansion est nettement inférieur à celui enregistré dans le South-East et dans la zone de Londres, par rapport à l'activité économique.

(148) Selon une analyse ([37]) de la capitalisation boursière totale des entreprises cotées au LES et à l'AIM sur l'ensemble du territoire britannique, les West Midlands comptent parmi les régions enregistrant les plus faibles taux de capitalisation. En 2003, la capitalisation boursière régionale exprimée en pourcentage du PIB a atteint pas moins de 621 % dans la zone de Londres, 139 % dans le South-East, 153 % dans tout le Royaume-Uni et seulement 25 % dans la région des Midlands. Par rapport à ses résultats économiques, la région des Midlands affiche un faible taux de capitalisation boursière eu égard à l'ensemble des régions du Royaume-Uni.

6.3.1.2.2. *Demande des PME des West Midlands en financements sous forme d'apports de fonds propres*

(149) Les données statistiques ne permettent pas de vérifier aisément s'il existe une demande insatisfaite en financements de la part de sociétés présentant un solide plan d'entreprise. Pour surmonter ce problème et répondre à cette question, les enquêtes s'avèrent être le meilleur moyen de recherche disponible.

(150) Les autorités britanniques ont mené plusieurs consultations, ateliers de travail et enquêtes sur la demande en fonds propres parmi les PME établies dans les West Midlands. Une enquête effectuée en avril 2003 a révélé que, sur les 41 entreprises interrogées dans la communauté professionnelle régionale, 73 % estimaient que l'accès aux marchés de capitaux représentait un problème important pour les PME et 88 % étaient d'avis que les marchés de capitaux établis ne répondaient pas aux besoins de financement des PME. De plus, 68 % des entreprises interrogées considéraient l'Ofex comme une source de capitaux peu utilisée par les PME et 73 % d'entre elles se disaient intéressées à participer au projet Investbx.

(151) En novembre 2003, une réunion a eu lieu à Birmingham au sujet d'Investbx, à laquelle 81 représentants de la communauté professionnelle ont participé. Une autre réunion a ensuite été organisée à Londres, au Centre for

([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.

Study of Financial Innovation (CSFI), à laquelle 27 représentants de la communauté professionnelle ont été invités à assister. D'après les réactions communiquées par le CFSI, les participants ont manifesté leur soutien quasi unanime au projet. En mai 2004, 21 cabinets de conseillers ont été approchés afin d'obtenir leurs propositions détaillées sur le développement du projet Investbx et de pouvoir évaluer, parmi leurs clients, combien d'entreprises pourraient adhérer à ce projet. Treize cabinets ont répondu qu'ils estimaient entre 1 et 6 le nombre annuel de clients qui pourraient s'inscrire à Investbx. Étant donné que seule une petite proportion de cabinets de conseillers ont participé aux ateliers de travail, les autorités britanniques sont d'avis que, dans les projections financières d'Investbx, il convient de prévoir un volume minimal de financement en fonds propres permettant de répondre à la demande de 10 PME par an. Dans la mesure où les conseillers ne sont payés que si les entreprises parviennent à lever des capitaux, il est tout à fait dans leur intérêt de proposer uniquement des sociétés dotées d'un solide plan d'entreprise, afin que seules les PME qu'ils jugent capables d'attirer des investisseurs puissent solliciter leur inscription à Investbx.

(152) En ce qui concerne la mobilisation de capitaux propres en faveur des PME établies dans les West Midlands, pour des montants compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling (soit la fourchette d'investissement prioritairement visée par Investbx), les autorités britanniques estiment que les places boursières existantes qui proposent aux PME des financements en fonds propres ne répondent pas suffisamment à la demande et ne sont donc pas à même de remédier à la défaillance du marché. Bien qu'elles aient facilité la conclusion d'investissements en fonds propres dans diverses PME de la région des West Midlands, ces places boursières n'offrent pas une couverture suffisante dans cette région et aucune d'entre elles n'a un pôle régional axé sur les PME. De l'avis des autorités britanniques, tous les éléments disponibles conduisent à penser que le secteur privé ne sera pas en mesure de pallier la défaillance du marché. Lors de deux réunions distinctes, les responsables d'Ofex ont été invités à présenter leurs plans pour remédier à cette défaillance dans les West Midlands mais, aux dires des autorités britanniques, ils ont été incapables ou n'ont pas voulu le faire.

(153) Sur le marché Ofex, sept entreprises des West Midlands sont actuellement cotées et seulement cinq d'entre elles négocient leurs actions ([38]). Selon le Royaume-Uni, Ofex n'a pas remédié à la défaillance du marché et ne répond pas à la demande de la région qui est actuellement estimée à au moins dix entreprises par an. Une seule PME des West Midlands a été nouvellement cotée sur le marché Ofex en 2004 et une seule également en 2005, qu'alors qu'il est prévu qu'Investbx inscrive à la cote entre 5 et 12 nouvelles entreprises des West Midlands par an.

Conclusion sur la défaillance du marché

(154) La Commission considère que, conformément au point 5.2.1 des lignes directrices sur le capital-investissement, des éléments de preuve suffisants, fondés sur plusieurs études, permettent d'établir l'existence d'une défaillance du marché dans la région des West Midlands, dans la fourchette d'investissement comprise entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling.

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

6.3.2. *L'aide peut-elle être considéré comme un instrument approprié pour atteindre l'objectif d'intérêt commun?*

(155) Aux termes du point 5.2.2 des lignes directrices sur le capital-investissement, la Commission apprécie si la mesure d'aide est à même de remédier à la défaillance du marché identifiée. En outre, elle tient compte des éventuelles analyses d'impact de la mesure proposée et examine la possibilité d'atteindre les mêmes objectifs avec d'autres mesures.

6.3.2.1. ***Accent mis sur la défaillance du marché***

(156) Considérée au niveau d'Investbx, l'aide proposée entend remédier à la défaillance du marché décrite ci-dessus, en mettant en place une plate-forme régionale de négociation électronique en ligne. Celle-ci permettra aux PME, d'une part, de se présenter, de lever des capitaux et de négocier leurs actions, et aux investisseurs, d'autre part, de visualiser directement des informations détaillées et certifiées en toute indépendance sur les PME. Investbx améliorera ainsi le niveau d'efficacité des informations fournies aux investisseurs ainsi que leur perception du rapport risque/rémunération des PME. En rendant publiquement accessibles les documents de recherche relatifs à toutes les PME, Investbx induira, en outre, une diminution des coûts de transaction que les investisseurs doivent habituellement consentir pour obtenir des informations sur les PME.

(157) L'objectif spécifique d'Investbx est de permettre aux PME de la région des West Midlands de lever des fonds propres. Le plan d'entreprise d'Investbx prévoit de drainer un volume suffisant de capitaux de base pour pouvoir répondre aux besoins de financement d'au moins 47 PME établies dans les West Midlands au cours d'une période de cinq ans, soit un montant minimal de 70 millions de livres sterling. Dans leurs observations sur la décision de la Commission d'ouvrir la procédure formelle d'examen, les autorités britanniques établissent une comparaison avec Ofex (laquelle fait valoir qu'elle est aussi présente dans les West Midlands et que son volume de transactions est similaire) et formulent les conclusions suivantes:

— au cours des cinq ans qui ont suivi l'année 2000, seuls 43,3 millions de livres sterling ont été levés sur le marché Ofex aux fins de financements de base compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, et ces capitaux ont été injectés dans 39 entreprises réparties sur tout le territoire du Royaume-Uni;

— si l'on déduit les financements secondaires de l'ensemble des fonds levés, les montants obtenus par les entreprises inscrites sur le marché Ofex via des financements de base s'avèrent assez faibles (à titre d'exemple, le montant atteint en 2004 n'est que de 0,8 million de livres sterling pour tout le Royaume-Uni);

— en ne prenant en considération que les entreprises établies dans les West Midlands, il appert que le montant total des capitaux levés sur le marché Ofex durant la période quinquennale comprise entre 2001 et 2005 s'est élevé à 12 millions de livres sterling (financements de base et secondaires);

— depuis l'année 2000, seuls 3,5 millions de livres sterling ont été levés sur le marché Ofex sous forme de financements de base pour cinq entreprises établies dans les West Midlands.

(158) Investbx se distingue par un pôle régional, doté d'un réseau local de prestataires de services et d'investisseurs, ce qui est particulièrement important pour les investissements en fonds propres dans des PME en expansion. En effet, ces investissements requièrent souvent un suivi attentif et l'établissement de relations directes entre l'investisseur et la PME en quête d'investissement. Il ressort de diverses études théoriques et empiriques que la proximité de l'investisseur avec l'entreprise financée représente un critère fondamental dans la décision d'investissement ([39]). Il semble même raisonnable de penser que les investisseurs locaux seront encouragés à investir dans les entreprises de leur région, non seulement pour l'avantage que cette proximité présente en termes d'information, mais aussi parce qu'ils pourront, d'une part, offrir aux entreprises en quête d'investissements la possibilité de les connecter à leur réseau local et, d'autre part, tirer parti des effets externes sur d'autres entreprises. Un certain patriotisme régional n'est pas non plus à exclure. La finalité régionale d'Investbx est démontrée par le fait qu'elle s'adresse exclusivement aux PME de la région des West Midlands, qu'elle dispose d'une équipe de six à huit personnes résidant dans cette région ainsi que d'un conseil non exécutif constitué de professionnels de la région, ayant une bonne expérience du travail avec des PME.

(159) Investbx proposera aux PME des services intégrés couvrant la levée de capitaux, le marketing, les recherches effectuées par des experts indépendants et la connexion à un réseau local de professionnels qui aideront les PME à s'engager avec succès sur la plate-forme de négociation d'actions. Contrairement à la pratique habituelle sur les places boursières établies, les PME désireuses d'accéder à Investbx doivent fournir une étude technique indépendante et normalisée, qui facilitera la collecte d'informations sur les PME à l'intention des investisseurs potentiels. Cette étude technique, qui sera mise en permanence à la disposition des investisseurs, ainsi que l'ensemble des services proposés aux PME contribueront à accroître leurs chances de lever effectivement des capitaux via Investbx.

(160) Par ailleurs, Investbx introduit un concept novateur de négociation secondaire qui diffère, à de nombreux égards, des marchés des actions établis. Alors que le LSE, l'AIM et Ofex utilisent des mécanismes classiques de tenue de marché et se fondent sur un système dirigé par les prix, avec des cours acheteur et vendeur différents, Investbx n'a aucun teneur de marché qui soit susceptible de générer des revenus, sur la base de la marge d'écart entre les cours acheteur et vendeur, que ce soit en vendant des volumes importants d'actions ou en vendant avec des écarts élevés. Les investisseurs et les PME sont mis directement en relation grâce à la plate-forme électronique de vente aux enchères en ligne. La négociation se fait à un cours unique, ce qui permet d'éliminer les coûts de transaction qui seraient autrement générés par les marges entre les cours acheteur et vendeur. Par rapport aux «*Recognised Investment Exchanges*» (RIE) tels que l'AIM et le LES, Investbx agira en tant que représentant désigné d'un système de négociation alternatif (à savoir, The Share Centre) et sera, à ce titre, soumis à une réglementation plus légère par la FSA. Ce statut comporte des obligations légales moins rigoureuses et permet aux PME d'avoir accès à une plate-forme de négociation de façon plus aisée et à un coût moindre, proportionnellement aux montants des capitaux levés (le plafond étant fixé 2 millions de livres sterling).

(161) Par rapport aux marchés mieux établis, les dépenses globales devant être engagées pour lever de petites quantités de fonds propres seront inférieures. Pour étayer ses propos, le Royaume-Uni explique que pour lever, par exemple, 2,5 millions de livres sterling, les coûts totaux des fonds propres reçus représentent environ 10 % avec Investbx, alors qu'ils atteignent 24 % avec l'AIM. Les autorités britanniques soulignent, en outre, que les services offerts par Investbx en compensation de ces coûts diffèrent des services habituellement proposés; à titre d'exemple, Investbx sera le seul marché à procéder à la commande d'études indépendantes qui seront ensuite mises à la disposition des investisseurs privés. Bien qu'il soit essentiel de maintenir les coûts à un niveau abordable pour les PME, il ne s'agit pas là du seul critère, ni même du critère principal, qui incitera les PME à choisir Investbx. Pour beaucoup de PME des West Midlands, le choix se résumera à Investbx ou rien d'autre. Le fait de mettre à la disposition des investisseurs les résultats des études et recherches qui seront menées représente un «plus» d'Investbx sur le plan qualitatif et devrait accroître les chances des PME de recevoir des fonds. Cependant, Investbx sera, à plusieurs égards, plus économique qu'Ofex, en raison, notamment, des coûts moins élevés des recherches et des opérations de marketing. Cette limitation des coûts découle de l'utilisation de modèles normalisés, de l'adaptation des services aux besoins des PME durant la phase de financement de base et de l'élimination de l'écart entre les cours acheteur et vendeur au cours de la phase de financement secondaire.

(162) Investbx mettra les documents d'admission et les résultats détaillés des études indépendantes de toutes les PME à la disposition de tous les investisseurs potentiels et conseillers financiers, en plaçant ces informations sur son site web. D'ordinaire, ces données sont établies uniquement pour les portefeuilles de grande ampleur et sont réservées aux investisseurs institutionnels. De l'avis des autorités britanniques, cette approche non discriminatoire qui consiste à permettre à tous les investisseurs d'avoir accès à des informations détaillées et, en particulier, aux études indépendantes figure parmi les principaux facteurs qui devraient assurer le succès du projet.

(163) En améliorant la communication des informations et en rendant les transactions plus efficaces, Investbx s'attaque à une des causes de la défaillance du marché, plutôt qu'à ses conséquences.

([39]) Ce facteur a été analysé à la fois par Harald Hau et par Degryse et Ongena. Le premier a montré comment les négociateurs qui investissent dans des entreprises très proches géographiquement tendent à atteindre des profits plus élevés que ceux engrangés par les négociateurs qui sont plus éloignés des entreprises. Degryse et Ongena ont analysé, quant à eux, les contrats de prêts bancaires et ont constaté que les banques offrent des conditions de prêt plus avantageuses aux clients établis à proximité. Harald Hau, *Location Matters: An Examination of Trading Profits*, The Journal of Finance, 2001, Vol. 56, nº 5, p. 1959 à 1983; Hans Degryse, Steve Ongena, *Distance, Lending Relationship, and Competition*, EFA 2003, Annual Conference Paper nº 260, 2002.

(164) Par ailleurs, Investbx entend jeter un pont entre les premières sources de financement et les marchés établis de longue date, de façon à assurer une fonction dite «d'échelle mobile» dont pourraient profiter non seulement les entreprises en quête d'investissements, mais aussi les investisseurs présents sur les marchés adjacents, qui se verraient ainsi proposer des voies de désengagement pour leurs investissements. D'après les éléments dont nous disposons, il ne semble pas qu'Ofex joue ce rôle d'«échelle mobile» vers des marchés mieux établis, dans la région des West Midlands. Si le site web d'Ofex indique que 54 entreprises sont passées du marché Ofex à l'AIM entre 2001 et 2004, il appert cependant qu'une seule entreprise établie dans les West Midlands a quitté Ofex pour rejoindre l'AIM, entre 2003 et 2005.

(165) La capacité d'Investbx à améliorer la transparence des informations fournies aux investisseurs et à réduire certains coûts inhérents à la levée de capitaux et à la négociation d'actions, par rapport à ceux en vigueur sur les marchés établis, témoigne de l'aptitude d'Investbx à remédier à la défaillance du marché.

(166) Eu égard aux PME, l'aide leur permettra d'accéder plus aisément à des financements en fonds propres, ce que même les PME disposant d'un solide plan d'entreprise ont des difficultés à obtenir.

6.3.2.2. ***Analyse d'impact de la mesure et utilisation de solutions alternatives***

(167) Le plan financier d'Investbx prévoit de lever au moins 70 millions de livres de sterling pour au moins 47 entreprises, durant les cinq premières années d'existence du projet. Les PME ayant levé des fonds propres seront admises à la négociation sur la plate-forme d'Investbx.

(168) Après que les enquêtes menées eurent établi qu'il existait une demande non satisfaite et avant de mettre en place la mesure d'aide proposée, les autorités britanniques disent avoir tenté de remédier à la défaillance du marché en utilisant la structure de marché existante. Des représentants d'Ofex ont été invités à rencontrer l'AWM lors d'une réunion qui s'est tenue le 12 juillet 2005. À cette occasion, il leur a été demandé de démontrer qu'ils étaient à même de faire face à la défaillance du marché observée dans les West Midlands, auquel cas, l'AWM ne serait pas intervenue. Ofex ayant décidé de ne pas fournir les informations requises, l'AWM en a donc conclu qu'Ofex n'avait aucun plan spécifique pour remédier à la défaillance du marché et/ou ne disposait pas de ressources suffisantes pour y parvenir. En l'absence d'intérêt privé pour affronter ce problème, une intervention publique est apparue nécessaire.

(169) La Commission est d'avis que, conformément au point 5.2.2 des lignes directrices sur le capital-investissement, la mesure d'aide est à même de remédier à la défaillance du marché identifiée. En outre, l'institution prend en considération le fait que d'autres moyens ont été envisagés mais n'ont pas donné lieu aux résultats escomptés et elle note que la mesure devrait avoir un impact positif puisqu'elle devrait remédier à la défaillance du marché.

6.3.3. *Effet incitatif et nécessité de l'aide*

(170) Conformément au point 5.2.3 des lignes directrices sur le capital-investissement, la Commission apprécie l'effet incitatif et la nécessité de l'aide. La mesure est considérée comme ayant un effet incitatif si elle induit un changement de comportement en faveur d'une augmentation globale du capital-investissement. Dans les lignes directrices sur le capital-investissement, la Commission indique qu'afin d'établir si les décisions d'investissement sont motivées par la recherche d'un profit, elle prendra en considération des critères supplémentaires, parmi lesquels figurent notamment la gestion commerciale (point 5.2.3.1), la présence d'un comité d'investissement (point 5.2.3.2), la taille de la mesure (point 5.2.3.3) et la participation d'investisseurs providentiels durant la phase d'amorçage (point 5.2.3.4).

(171) La présente affaire concerne un véhicule d'investissement dont l'objectif est de faciliter la rencontre entre les investisseurs privés et les PME cibles. L'intégralité de la décision d'investissement est prise par des investisseurs privés et les PME recevront uniquement des capitaux privés. Les décisions d'investissement liées à la mobilisation de capitaux en faveur de PME seront motivées exclusivement par la recherche d'un profit.

(172) En tant que marché des actions, Investbx diffère, par son fonctionnement, d'un marché de fonds de capital-investissement. Tandis que la gestion joue un rôle important dans les décisions d'investissement relatives à des fonds de capital-investissement, Investbx ne fournit pas elle-même des fonds aux PME et ne prend aucune décision d'investissement. Ces critères apparaissent, dès lors, moins pertinents.

(173) S'agissant de la gestion commerciale (point 5.2.3.1 des lignes directrices sur le capital-investissement), il y a lieu d'observer, en premier lieu, que cet aspect est dénué de pertinence en l'espèce, puisque l'équipe de direction d'Investbx ne prendra pas de décisions d'investissement en matière de levée de capitaux pour des PME. En second lieu, le Royaume-Uni soutient que la gestion d'Investbx sera confiée à des professionnels, dotés d'une expérience avérée et pouvant faire valoir de bons résultats en matière d'investissements sur les marchés des capitaux. Cette approche doit être considérée comme un élément positif.

(174) En ce qui concerne la présence d'un comité d'investissement (point 5.2.3.2 des lignes directrices sur le capital-investissement), aucun comité de ce type ne sera impliqué dans la procédure de prise de décision sur les investissements dans des PME, du fait de la nature même d'Investbx. Dans le même temps, la Commission considère comme un élément positif le fait que des experts issus de la communauté professionnelle des West Midlands aient été impliqués dans le développement du projet Investbx.

(175) Eu égard à la taille de la mesure (point 5.2.3.3 des lignes directrices sur le capital-investissement), la Commission relève qu'Investbx ne puisera pas dans son propre budget pour fournir des fonds à des PME, mais s'adressera au marché pour lever des capitaux. Selon le plan financier, le montant de l'aide devrait être suffisant pour permettre à Investbx d'atteindre, dans un délai de cinq ans, la taille critique requise pour profiter des économies d'échelle et devenir rentable. Cet élément est considéré comme positif.

(176) Pour ce qui est de la participation d'investisseurs providentiels durant la phase d'amorçage (point 5.2.3.4 des lignes directrices sur le capital-investissement), il convient de relever, d'une part, que la présente mesure ne prévoit pas d'investissements en phase d'amorçage et que ce critère ne s'applique donc pas. D'autre part, des investisseurs providentiels pourraient tout à fait utiliser Investbx pour investir dans des PME, au même titre que tous autres investisseurs.

(177) S'agissant de la nécessité de la mesure, la Commission prend note, tout d'abord, qu'aucun opérateur de marché privé n'était prêt à lancer le projet Investbx sans le soutien d'une aide d'État. Cette réticence s'explique, sans doute, par les risques substantiels que comporte la mise en place d'une plate-forme régionale en ligne pour les PME, à la fois durant la période initiale et jusqu'à ce que des économies d'échelle puissent être réalisées. Il s'ensuit que, pour remédier à la défaillance du marché en mettant en œuvre le projet Investbx et en le soutenant jusqu'à ce qu'il atteigne le seuil de rentabilité (le délai maximal fixé étant la période initiale de cinq ans d'exploitation), une aide d'État est considérée comme nécessaire.

(178) La Commission appréciera, dans les paragraphes suivants, l'effet incitatif de la mesure.

(179) Il ressort des estimations basées sur des enquêtes menées par les autorités britanniques que, chaque année, au moins dix PME des West Midlands, dotées d'un solide plan d'entreprise, recherchent des fonds propres, mais n'en obtiennent pas. Investbx prévoit, durant ses cinq premières années d'activité, de mobiliser des capitaux pour au moins 47 entreprises présentant ce profil. De plus, l'apport de fonds propres, à raison d'investissements compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, devrait avoir des effets positifs sur les marchés financiers adjacents. Les investisseurs providentiels et autres investisseurs informels, qui fournissent généralement des financements inférieurs à 0,5 million de livres sterling, pourront utiliser Investbx comme une nouvelle option de désengagement pour leur investissement. De la sorte, les marchés établis de plus longue date et les investisseurs impliqués dans des transactions plus conséquentes, tels que l'AIM et les fonds de capital-risque, pourront tirer profit de la croissance des sociétés ayant bénéficié du soutien d'Investbx, dans la mesure où celles-ci auront besoin, par la suite, de tranches de financement supérieures à 2 millions de livres sterling et devront, à cette fin, être cotées en Bourse. La mesure concerne un projet pilote qui, s'il est couronné de succès, pourrait donner lieu au lancement de projets similaires dans d'autres régions.

(180) L'effet incitatif de l'aide sur Investbx est patent dès lors que, comme l'ont affirmé le Royaume-Uni et Ofex, Investbx n'existerait pas sans aide d'État. De plus, le fait de fixer une date précise pour la fin de l'octroi de l'aide incitera Investbx à devenir rentable et commercialement viable dans le délai imparti. La mesure entend changer à la fois le comportement des investisseurs et celui des PME, en améliorant les échanges d'informations sur leur adéquation potentielle.

(181) La mesure ne comportant aucune aide en faveur des investisseurs, elle ne fausse donc nullement leur mécanisme incitatif qui consiste à choisir les investissements les plus rentables. Contrairement aux autres mesures d'aide d'État — c'est-à-dire aux aides directes à l'investissement dans des PME —, celle envisagée pour Investbx n'entraîne aucune distorsion des incitations existantes pour les investisseurs.

(182) Selon les estimations des autorités britanniques, au moins 47 entreprises devraient recevoir des financements en fonds propres aux conditions proposées par Investbx, au cours de la période initiale de cinq ans. En l'absence de ce projet, la majorité d'entre elles seraient découragées par les conditions qui prévalent actuellement sur le marché et, notamment, par le manque d'information, les procédures complexes et les prix en vigueur. Grâce à la mise sur pied d'une nouvelle filière de mobilisation de fonds propres, au regroupement de tous les services y afférents et à la possibilité offerte aux entreprises de négocier par la suite leurs actions, les PME devraient pouvoir lever davantage de fonds propres aux fins de leur expansion et c'est en cela que la mesure revêt un effet incitatif.

(183) La Commission considère dès lors que la mesure est nécessaire et comporte un effet incitatif, au sens du point 5.2.3 des lignes directrices sur le capital-investissement.

6.3.4. *Proportionnalité de l'aide*

(184) Conformément au point 5.2.4 des lignes directrices sur le capital-investissement, la Commission apprécie la proportionnalité de l'aide. Pour ce faire, elle examine si l'aide ne va au-delà de ce qui est nécessaire pour encourager l'apport de capital-investissement et, en particulier, si les investisseurs ne reçoivent pas une rémunération excessive et si le secteur public ne supporte pas intégralement le risque de pertes, alors que les bénéfices profitent aux autres investisseurs. La Commission peut, en outre, considérer qu'un appel d'offres ouvert ou un appel à manifestation d'intérêts adressé aux investisseurs influencera positivement l'appréciation de la proportionnalité.

(185) Un appel à manifestation d'intérêts sera adressé aux investisseurs et les informations relatives à Investbx seront rendues publiquement accessibles à tous les investisseurs, sur le site web d'Investbx. La mesure ne sera pas fermée, mais restera au contraire ouverte à tous les investisseurs.

(186) Par rapport aux régimes d'aides au capital-investissement couramment utilisés par les États membres pour remédier à la défaillance du marché, le montant du financement public utilisé est très limité. Les régimes régionaux d'aides au capital-investissement qui couvrent des régions de dimension similaire à celle des West Midlands requièrent généralement des aides de montant nettement plus conséquent que celui prévu pour la présente mesure ([40]). Qui plus est, Investbx ne fournit pas elle-même des capitaux aux PME. La mesure se limite à introduire un nouveau type de place boursière pour les investissements dans des PME, qui vise à faciliter les transactions entre les différentes parties privées aux conditions du marché. En ce sens, Investbx apparaît comme un outil particulièrement efficace pour remédier à la défaillance du marché.

([40]) Il convient de citer, à titre d'exemple, l'aide d'État C 17/2004, Royaume-Uni — «*Enterprise Capital Funds*» (JO L 91 du 29.3.2006, p. 16) et l'aide d'État C 72/2003, Royaume-Uni — «*Invest Northern Ireland Venture 2003*» (JO L 236 du 13.9.2005, p. 14).

(187) Le montant de l'aide a été calculé de façon à permettre à Investbx de réaliser des économies d'échelle et d'atteindre une dimension suffisante pour pouvoir être rentable en l'espace de cinq ans. Le plafond de l'aide est fixé à 3 millions de livres sterling, ce qui couvrira uniquement la différence entre les revenus escomptés des activités d'Investbx et les dépenses engagées par Investbx au cours des cinq premières années. Le montant réel de l'aide sera limité à ce qui est nécessaire pour couvrir les pertes potentielles. Si Investbx obtient des résultats suffisamment bons pour couvrir ses dépenses administratives avant d'avoir utilisé l'intégralité du montant de l'aide, le solde sera reversé à AWM.

(188) La Commission considère comme un élément positif le fait que la durée de la mesure soit limitée à cinq ans. Après cette période, l'autorité régionale, AWM, pourra décider soit de fermer Investbx, soit de vendre ses parts dans le cadre d'un appel d'offres public ouvert et non discriminatoire, auquel tous les acteurs du marché pourront répondre, y compris Ofex. Une partie, au moins, de la subvention totale octroyée — voire davantage, selon le prix de vente d'Investbx — sera ensuite remboursée à AWM.

(189) La Commission considère que l'aide se limite au minimum nécessaire et qu'elle est, dès lors, proportionnée.

6.3.5. *Les distorsions de la concurrence et l'effet sur les échanges doivent être limités, afin de s'assurer que l'aide n'est pas, tout bien considéré, contraire à l'intérêt commun.*

(190) Aux termes de la sous-section 5.3 des lignes directrices sur le capital-investissement, la Commission mettra en balance les effets potentiels négatifs de la mesure avec les effets positifs. Elle examinera ensuite l'effet d'éviction éventuel sur les concurrents potentiels, ainsi que tous les autres effets négatifs.

6.3.5.1. ***Concurrents potentiels et appréciation de l'effet d'éviction éventuel***

(191) Le service principal qui sera fourni par Investbx consistera à obtenir des fonds propres pour des PME, dans une fourchette comprise entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling. Les services connexes seront fournis à titre complémentaire auront pour objectif premier de canaliser les fonds propres vers les PME. Malgré les avantages que présente le fait d'investir dans des PME à l'échelon local, le marché géographique actuel pour ces tranches d'investissement en fonds propres s'étend, au moins, à tout le territoire du Royaume-Uni, puisque les financements déjà accordés à des PME des West Midlands provenaient d'investisseurs situés dans d'autres régions du Royaume-Uni et, notamment, de Londres. Même si un exemple de financement provenant de l'étranger a été rapporté ([41]), le marché des fonds propres tend à être national pour les tranches comprises entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling.

(192) Les effets probables de l'aide sur les concurrents sont examinés ci-après. Parmi les concurrents qui fournissent ou facilitent la fourniture de financements en fonds propres de l'ordre de 0,5 million à 2 millions de livres sterling, il y a lieu sans doute de compter les investisseurs providentiels, les investisseurs en capital-risque, les courtiers, les systèmes de négociation alternatifs ainsi que les principales places boursières (telles que l'AIM et le LES).

(193) Investbx se distingue des investisseurs providentiels à deux égards: d'une part, elle contribue à la mobilisation de fonds propres de montants plus conséquents et, d'autre part, elle impose un niveau d'information plus élevé que les investisseurs providentiels ainsi que l'exécution d'études indépendantes. Même si certains réseaux d'investisseurs providentiels ou syndicats financiers peuvent fournir des montants équivalents de fonds propres, la concurrence que ceux-ci exerceraient vis-à-vis d'Investbx serait, dans ce cas, assez limitée puisque les investisseurs providentiels fourniraient des fonds propres à des coûts inférieurs à ceux prévus par Investbx, étant donné qu'ils ne demandent pas le même niveau de recherche et d'information. Par ailleurs, les investisseurs providentiels pourraient profiter de la mesure en investissant via Investbx. La Commission n'a reçu que des commentaires positifs de la part de la communauté des investisseurs providentiels.

(194) Comme démontré *supra*, les fonds privés de capital-risque se concentrent principalement sur des transactions de montants plus élevés. Investbx facilitera la croissance des PME qui pourront ensuite faire l'objet d'offres de rachat par des fonds de capital-risque ou des investisseurs sur des places boursières de plus haut rang. Un certain degré de concurrence avec ces fonds, qui fournissent un faible volume de fonds propres, ne peut être exclu. Aux dires des représentants de l'industrie du capital-risque — à savoir, Catapult Venture Managers Ltd. et Advantage Growth Fund —, la Commission n'a reçu que des commentaires positifs. Étant donné que la mission première d'Investbx est d'inciter les investisseurs à injecter des capitaux dans des PME et de jouer le rôle de plate-forme de négociation, Investbx ne fournit pas elle-même de fonds aux entreprises dont les actions sont négociées. Par conséquence, la concurrence qu'elle exercera à l'égard des fonds de capital-risque sera très limitée.

(195) S'agissant de la communauté des courtiers, la Commission a reçu quelques observations critiques de la part de JP Jenkins, selon lequel Investbx sera un concurrent direct qui bénéficiera d'un avantage concurrentiel du fait de l'aide d'État fournie, ce qui risque de fausser le jeu de la concurrence et de nuire aux intérêts de JP Jenkins. La Commission relève, à cet égard, la déclaration des autorités britanniques selon laquelle le modèle d'entreprise de JP Jenkins est différent de celui d'Investbx, puisque JP Jenkins joue le rôle de teneur de marché et courtier spécialisé dans l'exécution, appariant les opérations hors bourse sur des valeurs mobilières non inscrites à la cote officielle. De plus, ce marché n'est soumis à aucune obligation réglementaire. Le Royaume-Uni soutient, en conséquence, que JP Jenkins n'a pas pour fonction de lever des capitaux en faveur de PME, alors qu'il s'agit, au contraire, de la finalité première d'Investbx. Ces arguments valent aussi pour les activités menées par d'autres courtiers spécialisés dans l'exécution. Eu égard aux allégations de

([41]) Dans ses observations, l'University of Warwick fait mention d'une étude de cas dans laquelle une PME des West Midlands a reçu des fonds propres d'un investisseur établi en Australie.

JP Jenkins, il y a lieu de relever, en tout état de cause, qu'en juin 2006 (c'est-à-dire avant que ce courtier supprime la fonction de son site web qui permettait de faire des recherches par régions), JP Jenkins a assuré des transactions pour 157 entreprises, dont quatre seulement étaient établies dans les West Midlands. La Commission considère, dès lors, comme très limité l'effet potentiel qu'Investbx pourra avoir sur JP Jenkins.

(196) L'objectif d'Investbx est de pénétrer le marché des plates-formes de négociation, afin de permettre aux entreprises qui ne peuvent pas être cotées sur les principales places boursières du Royaume-Uni d'obtenir des financements en fonds propres. Le LES n'est pas considéré comme représentant un concurrent potentiel d'Investbx, étant donné que les entreprises dont les actions seront négociées sur ces deux marchés seront différentes, tant en ce qui concerne leur taille que d'autres caractéristiques imposées par le LES. Pour être admises à la cote officielle du LSE, les entreprises doivent, en effet, satisfaire à certains critères, tels que: 25 % de leurs actions doivent être détenues par l'État; elles doivent disposer de trois ans d'expérience en matière de négociation; elles doivent avoir un fonds de roulement suffisant pour couvrir au moins les douze mois suivants ou atteindre un taux de capitalisation boursière minimal. Il convient de relever, par ailleurs, que l'AIM est moins adapté à la levée de capitaux inférieurs à 2 millions de livres sterling car le coût direct d'une telle opération peut atteindre, en moyenne, 20 % à 26 % du montant des fonds propres levés. Qui plus est, l'AIM ne fournit pas les mêmes services aux PME qu'Investbx. Tous ces éléments dissuadent les PME d'avoir recours à l'AIM pour lever des capitaux à hauteur de 2 millions de livres sterling.

(197) Les systèmes de négociation alternatifs qui existent actuellement — tels qu'Ofex et The Share Centre — peuvent aussi jouer le rôle de marché primaire ou secondaire pour les PME. S'agissant de la situation concurrentielle sur l'ensemble du marché, les effets induits par Investbx seront cependant limités à une seule région du Royaume-Uni. Or, il convient de noter que la fourniture de fonds propres et l'intermédiation dans ce domaine sont moins développées dans cette région que dans le Royaume-Uni considéré dans sa globalité. En ce qui concerne plus particulièrement une concurrence éventuelle avec le marché Ofex, la Commission rappelle que, à l'heure actuelle, 5 % seulement des entreprises dont les actions sont négociées sur Ofex sont établies dans les West Midlands. De 2000 à 2005, dix entreprises sises dans cette région ont été, au total, admises sur le marché Ofex. Parmi celles actuellement inscrites à l'Ofex, deux seulement ont été admises depuis 2003. Ofex a une envergure nationale et vise les échanges internationaux. Dès lors, il ne peut être exclu que ce marché exploitera sa plate-forme dont les performances ont été améliorées pour négocier des volumes plus importants ainsi que des actions de grandes sociétés déjà cotées sur d'autres marchés. De surcroît, les autorités britanniques ont indiqué que, durant les six années qui se sont écoulées entre 2000 et 2005, Ofex n'a levé que 3,5 millions de livres sterling sous forme de financements de base destinés à cinq entreprises établies dans les West Midlands. Durant cette même période, Ofex a levé, au total, 43,3 millions de livres sterling en financements de base compris entre 0,5 million et 2 millions de livres sterling, lesquels ont bénéficié à 39 entreprises réparties sur tout le territoire du Royaume-Uni. Il s'ensuit que la distorsion de la concurrence en termes de volume des financements de base et de nombre de PME susceptibles de passer d'Ofex à Investbx dans les West Midlands est très limitée.

(198) La Commission considère même qu'il n'y aura aucune distorsion de la concurrence en cas d'échec total d'Investbx, c'est-à-dire si cette dernière ne lève aucun capital et/ou ne négocie aucune action de PME. Dans ce cas, la mesure se contentera d'être inefficace, mais n'aura aucun effet de distorsion.

(199) Au niveau des PME dans lesquelles des investissements sont consentis par l'intermédiaire d'Investbx, la distorsion de la concurrence est aussi limitée. L'avantage dont elles jouiront sera circonscrit à la région des West Midlands et se traduira par un meilleur accès aux services financiers, grâce au regroupement de divers services proposés d'ordinaire aux conditions du marché et à des opérations de levée de fonds auprès des investisseurs locaux susceptibles d'être intéressés. Dans tous les cas, les coûts de ces opérations seront équivalents à 6 % du montant des fonds levés. De plus, l'accès à Investbx est ouvert aux PME des West Midlands qui se conforment aux règles d'information imposées et qui fournissent une étude technique indépendante. Ce sont les investisseurs privés qui, en fin de compte, détermineront quelle est la PME qui présente le plan d'entreprise le plus approprié à un investissement.

6.3.5.2. *Autres distorsions de la concurrence*

(200) S'agissant des autres distorsions de la concurrence, telles que définies au point 5.3.2 des lignes directrices sur le capital-investissement, la Commission est tenue d'examiner si la mesure dotera les PME cibles d'un pouvoir de marché significatif, si elle aura pour effet de maintenir à flot des entreprises ou des secteurs inefficaces, si elle donnera lieu à un apport excessif de capital-investissement et si elle peut induire une allocation inefficace des facteurs de production entre régions.

(201) Comme précisé lors de l'évaluation de l'existence d'une aide au niveau des PME, les PME cibles recevront du capital-investissement de la part d'investisseurs privés, sans bénéficier d'aucun élément d'aide. Le seul avantage qui leur sera conféré tiendra au fait qu'elles pourront disposer de services non proposés ailleurs sur le marché. Du fait même de la nature de l'avantage, la mesure ne peut pas, à elle seule, générer un pouvoir de marché. De même, le caractère privé des décisions d'investissement empêchera que la mesure n'ait pour effet de maintenir à flot des entreprises ou secteurs inefficaces ou de modifier la répartition des facteurs de production entre les régions.

6.3.5.3. *Autres facteurs limitant l'effet de distorsion de la concurrence*

(202) Bien que la Commission soit d'avis que l'aide de 3 millions de livres sterling en faveur d'Investbx risque de fausser la concurrence, elle relève plusieurs éléments qui limitent le préjudice pouvant être occasionné aux concurrents d'Investbx. La mesure est limitée, en termes de montant alloué, de portée géographique et de durée.

(203) En premier lieu, l'aide à Investbx sera strictement limitée à un plafond de 3 millions de livres sterling. Celui-ci ne pourra pas être revu à la hausse et le montant réel de l'aide se limitera à ce qui est nécessaire pour couvrir les pertes éventuelles durant la phase de démarrage d'Investbx.

(204) En deuxième lieu, Investbx offrira ses services à des PME établies uniquement dans la région des West Midlands, alors que les autres places boursières, telles qu'Ofex, proposent leurs services sur tout le territoire du Royaume-Uni ainsi qu'à l'étranger. En conséquence, les effets éventuels d'une distorsion de la concurrence ne toucheront qu'une petite partie des opérateurs de marché dûment établis.

(205) En troisième lieu, l'aide est aussi limitée dans le temps, puisque la durée fixée est de cinq ans. Au terme de cette période, AWM pourra décider soit de vendre les parts qu'elle détient dans Investbx dans le cadre d'un appel d'offres ouvert et non discriminatoire à l'intention des investisseurs privés, soit de fermer Investbx, auquel cas le risque éventuel de distorsion sera éliminé. En cas de vente, le solde restant de la subvention initiale sera remboursé à AWM. Bien que le projet Investbx ne couvre pas seulement un investissement initial mais aussi les coûts de démarrage durant cinq ans, la Commission considère le montant fixé comme étant nécessaire. Étant donné que le nombre annuel de nouvelles PME s'inscrivant sur le marché Investbx risque d'être assez restreint, il est raisonnable de penser qu'Investbx ne réalisera des économies d'échelle et ne sera en mesure d'atteindre le seuil de rentabilité qu'après plusieurs années, c'est-à-dire lorsque le nombre de PME négociant leurs actions sur Investbx aura atteint un certain niveau.

(206) Dans ses observations complémentaires, Ofex craint, qu'au terme de la période de cinq ans, aucun acheteur ne puisse être trouvé pour le rachat des parts d'Investbx, de sorte que les entreprises admises sur sa plate-forme perdraient leur instrument de négociation. Empêchés de vendre leurs parts, leurs actionnaires verraient ainsi leur capital immobilisé. Les autorités britanniques soutiennent qu'en cas de fermeture éventuelle d'Investbx, The Share Centre sera obligé de maintenir la plate-forme mise en place par Investbx et d'offrir aux PME la possibilité de l'utiliser aux mêmes conditions que celles dont elles jouissaient avec Investbx. Contrairement aux allégations avancées par Ofex, les actionnaires pourraient ainsi continuer à négocier leurs actions et leur capital ne serait pas immobilisé.

(207) En quatrième lieu, la mesure concerne exclusivement les PME en phase d'expansion. L'objectif de la mesure est d'attirer sur le marché des actions des PME qui n'y participaient pas auparavant et de créer ainsi de nouvelles opportunités d'investissement. De plus, les autorités britanniques ont entrepris de limiter le montant des transactions à maximum 2 millions de livres sterling par an, alors qu'aucun plafond formel n'est fixé sur les places boursières établies.

(208) Enfin, le fait que le principal prestataire de services ait été sélectionné à la suite d'un appel d'offres non discriminatoire a permis de restreindre le risque de distorsion de la concurrence. Seules trois offres ont été soumises, dont une émanant d'Ofex. Le choix du prestataire de services d'Investbx a été effectué sur la base de critères identiques pour tous les soumissionnaires. L'offre de The Share Centre est apparue comme étant la meilleure, tant au regard des critères de qualité que du prix.

(209) L'AIM tirera profit de la «fonction d'échelle mobile» assumée par Investbx vis-à-vis des PME en quête d'investissements, dans la mesure où Investbx les aidera à croître, afin qu'elles puissent, à un stade ultérieur de leur développement, accéder aux marchés mieux établis. Le plafonnement du montant des transactions à 2 millions de livres sterling renforcera cette fonction d'échelle mobile.

(210) Le projet a déjà suscité beaucoup d'intérêt car il pourrait être exploité, à l'avenir, dans d'autres régions de l'Union européenne pour remédier à d'éventuelles défaillances des marchés locaux, comme en témoignent les observations de CEBRE et de la Regione Emilia-Romagna. Il pourrait offrir une option intéressante et peu coûteuse pour stimuler le marché du capital-investissement et soutenir les PME.

(211) S'agissant des investisseurs privés intéressés par les PME cibles, la Commission considère que la mesure d'aide ne peut pas entraîner une éviction de l'investissement privé. Au contraire, Investbx offrira aux investisseurs privés davantage d'opportunités d'améliorer leur accès aux informations sur les PME. Investbx entend, en outre, s'adresser au grand public, plutôt qu'aux investisseurs institutionnels.

(212) Il ne peut cependant pas être exclu qu'Investbx attire au moins une partie des entreprises qui, en l'absence de ce projet, chercheraient des investissements sur d'autres places boursières. Néanmoins, cet effet sera limité à une durée maximale de cinq ans ainsi qu'à la région des West Midlands, où le problème persistant de la défaillance du marché montre que le potentiel actuel de la région n'est pas suffisamment exploité par les autres places boursières.

(213) La Commission est d'avis que, dans l'ensemble, les effets négatifs de l'aide, au sens de la section 5.3 des lignes directrices sur le capital-investissement, sont limités.

6.3.6. *Réaction de la Commission aux observations critiques des tiers*

(214) La Commission résume ci-après ses objections aux observations critiques formulées par certains tiers.

(215) Eu égard à la fragmentation des liquidités, la Commission fait observer que les services d'Investbx s'adresseront exclusivement aux PME de la région des West Midlands qui recherchent des fonds propres de l'ordre de 0,5 million à 2 millions de livres sterling. Dans ce segment particulier du marché, Investbx ne pourra attirer qu'une très faible proportion d'entreprises en quête d'investissements et déjà inscrites sur d'autres places boursières. Pour ce qui des investisseurs, Investbx attirera uniquement ceux qui sont intéressés par des investissements dans les West Midlands. Il s'ensuit que le danger potentiel de fragmentation des liquidités présentes sur les marchés existants est très limité. Au contraire, Investbx contribuera au regroupement des liquidités, en réunissant, dans le cadre de ventes aux enchères dûment organisées, des valeurs et transactions qui ne pourraient, pour la plupart, être négociées que sur le marché hors cote.

(216) Investbx se conformera aux exigences réglementaires et aux obligations d'information propres à un système de négociation alternatif, et sera soumise au contrôle de The Share Centre, société réglementée par la FSA, comme indiqué dans la description *supra*.

(217) En ce qui concerne la prétendue distorsion de la concurrence qui pourrait être préjudiciable à JP Jenkins, la Commission relève que JP Jenkins présente un modèle d'entreprise différent: courtier spécialisé dans l'exécution et teneur de marché, JP Jenkins assure la négociation de titres de sociétés non cotées ou radiées d'Ofex, de l'AIM ou du LSE. Le Royaume-Uni estime que, même si un double cours (acheteur-vendeur) peut être affiché pour chaque société qu'il représente, JP Jenkins ne dispose pas nécessairement d'actions à vendre ou à acheter, mais s'efforce de mettre en relation des acheteurs et des vendeurs. Dans tous les cas, il ressort de son site web que, sur les 157 entreprises dont JP Jenkins a assuré la négociation des actions durant le mois de juin 2006, seules quatre étaient établies dans les West Midlands. La Commission considère, dès lors, comme très limité l'effet potentiel qu'Investbx pourra avoir sur JP Jenkins.

(218) S'agissant de l'allégation d'Ofex, selon laquelle la Commission a fondé son appréciation préliminaire sur des informations incomplètes, obsolètes et non conformes à la réalité du marché britannique des actions, la Commission rétorque qu'elle s'est fondée sur les dernières données et études disponibles et, notamment, sur les rapports 2003, 2004 et 2005 de la BVCA sur l'investissement (*Reports on Investment Activity*), sur les enquêtes menées en 2003, 2004 et 2005 par la BVCA pour mesurer les résultats en matière de financements privés en fonds propres et de capital-investissement (*Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Surveys*), sur les rapports de HM Treasury ainsi que sur d'autres sources citées dans la présente décision. Ni Ofex ni aucune partie intéressée n'a fourni de données ou études contradictoires ou plus récentes.

(219) Ofex fait valoir qu'il n'existe aucun élément probant de nature à étayer la thèse d'un déficit d'information des PME sur les modalités d'accès à des financements sous forme d'apports de fonds propres, de l'incapacité des entreprises des West Midlands dotées de solides plans d'entreprise à lever des capitaux et du manque d'information des investisseurs sur les entreprises en quête d'investissements. Premièrement, le rapport Deloitte intitulé «*Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*» ([42]), élaboré sur la base d'entretiens menés avec les différentes parties intéressées, montre que les PME connaissent mal les options de financement existantes et n'y sont guère sensibilisées. Ces entretiens ont révélé que la faible propension à investir représente le principal obstacle à l'accès aux capitaux dans la région des West Midlands. La propension à investir prend en compte l'attitude des entreprises vis-à-vis des financements, la qualité des documents présentés par les entreprises et la disponibilité générale d'un projet à l'investissement. Deuxièmement, les autorités britanniques ont procédé à une enquête qui révèle qu'Investbx pourrait attirer au moins dix PME des West Midlands par an. Ces mêmes autorités ont mentionné, en outre, les déclarations d'un investisseur en capital-risque selon lequel, parmi les PME disposant d'un solide plan d'entreprise qui sont rejetées par des fonds de capital-risque, beaucoup pourraient être admises par Investbx. Troisièmement, les études fournies identifient le manque d'informations fiables pour les investisseurs comme l'une des raisons de l'existence d'une défaillance du marché ([43]).

(220) Pour ce qui est des doutes sur la nécessité commerciale d'Investbx, la Commission fait observer que les autorités britanniques ont présenté les résultats d'une enquête qu'elles ont menée en 2003, auprès de 21 cabinets de conseillers professionnels, en leur demandant combien d'entreprises par an ils pensaient pouvoir introduire sur Investbx. Treize cabinets (sur les vingt qui ont répondu) ont indiqué qu'ils estimaient entre un et six le nombre annuel d'entreprises qui pourraient être introduites sur Investbx. Prenant en considération le fait que les autorités britanniques n'ont pas pris contact avec tous les conseillers professionnels de la région des West Midlands, la Commission considère comme prudent et raisonnable d'estimer entre cinq et douze le nombre d'entreprises susceptibles de s'inscrire sur Investbx. Une autre enquête menée en 2003 parmi des représentants de la communauté professionnelle régionale a révélé que 88 % des 41 personnes interrogées étaient d'avis que les marchés de capitaux établis ne répondaient pas aux besoins de financement des PME, tandis que 68 % d'entre elles considéraient l'Ofex comme une source de capitaux peu utilisée par les PME. Bien qu'Ofex dise avoir procédé, en 2003, à une restructuration de ses activités et avoir nommé un responsable régional, force est de constater qu'une seule PME des West Midlands a été nouvellement cotée sur le marché Ofex en 2004 et une seule également en 2005. L'écart important entre la demande potentielle et la réponse apportée par Ofex ou par tout autre marché établi traduit la nécessité du projet Investbx.

(221) Ofex soutient qu'Investbx ne peut pas, en vertu de la réglementation, fournir davantage d'informations sur les perspectives commerciales des entreprises en quête d'investissements que celles qui sont disponibles sur les marchés Ofex et AIM. Toutefois, les autorités britanniques affirment qu'Investbx est autorisée à mettre à la disposition de tous les investisseurs des études indépendantes sur les PME, ce qui ne constitue actuellement pas une condition pour accéder aux marchés établis. En ce qui concerne la protection de l'investisseur, les autorités britanniques ont déclaré qu'en tant que représentant désigné de The Share Centre, société réglementée par la FSA, Investbx serait soumise aux dispositions du Financial Services and Markets Act 2000, et The Share Centre veillera à ce qu'Investbx respecte à cet égard les meilleurs pratiques définies dans le *Code of Business Practice* de la FSA.

(222) En ce qui concerne les coûts de transaction, les autorités britanniques soulignent qu'Investbx assurera la fourniture de services de recherche et de présentation des entreprises à des coûts qui seront, en moyenne, nettement inférieurs à ceux du marché. De plus, Investbx éliminera la marge réservée au teneur de marché, en supprimant l'écart entre les cours acheteur et vendeur.

(223) Si, après cinq ans d'activité, Investbx s'avère non viable économiquement et ne peut pas être vendue, elle sera fermée. À ce moment-là, les entreprises inscrites sur Investbx pourront choisir d'être reprises par The Share Centre, de sorte que les entreprises concernées et les investisseurs seront assurés de pouvoir continuer à utiliser

([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, p. 36 et 39; ECOTEC, *Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand*, 2004, p. 16 à 18.

la plate-forme de négociation, tout en bénéficiant des mêmes conditions et des mêmes tarifs que ceux proposés lors de la procédure de sélection pour la fourniture de services à Investbx. Cette disposition a été introduite afin que les investisseurs ne craignent pas de voir leurs investissements immobilisés vers la fin de la période quinquennale de soutien financier.

(224) En réponse à l'argument selon lequel un système de vente aux enchères est moins adapté à la négociation des actions de PME, la Commission souligne que les deux systèmes existants offrent des avantages différents: si le système basé sur des teneurs de marché offre la possibilité de négocier des titres à tout moment, celui fondé sur la vente aux enchères présente, par contre, l'avantage d'éliminer l'écart entre les cours acheteur et vendeur. Les autorités britanniques précisent, en outre, qu'Investbx a pour objectif d'attirer les investisseurs ayant des perspectives à long terme, pour lesquels le fait de pouvoir négocier les actions sur une base journalière revêt moins d'importance. Quoi qu'il en soit, il n'appartient pas à la Commission de déterminer quel est le système le plus approprié. L'institution se contente de noter qu'Investbx peut contribuer à atténuer la défaillance du marché.

(225) Ofex affirme assurer pleinement la fonction d'«échelle mobile», conjointement à l'AIM et à la cote officielle du LES. Cependant, la Commission observe qu'Investbx a pour vocation d'aider les PME établies dans les West Midlands à atteindre le premier échelon de cette échelle qui mène à l'AIM. Il ressort de la liste fournie par Ofex sur les entreprises qui, au cours des trois dernières années, sont passées d'Ofex à l'AIM qu'une seule d'entre elles avait son siège dans les West Midlands. Considérant que l'AIM est un marché en pleine expansion, la Commission estime qu'il y aura, dans tous les cas, assez de place pour Investbx et que cette dernière pourra compléter les efforts déployés par l'Ofex pour aider de nouvelles entreprises à accéder à l'AIM.

(226) Néanmoins, la Commission reconnaît qu'il existe bel et bien un risque que les objectifs d'Investbx — qu'il s'agisse de lever des capitaux pour les PME ou de servir de tremplin vers des marchés de capitaux mieux établis — ne soient pas atteints. Ce risque est inhérent à la nature même du projet-pilote. C'est, du reste, la raison pour laquelle les investisseurs privés n'étaient pas enclins à investir dans ce projet et ce qui explique aussi le recours à une aide d'État comme mesure incitative.

(227) Ofex a raison de dire que l'aide vise principalement à couvrir les coûts de démarrage d'Investbx et non les coûts d'exploitation des PME. Les entreprises en quête d'investissements recevront des financements sous forme d'apports de fonds propres de la part d'investisseurs privés; ces opérations seront réalisées aux conditions du marché. L'aide est purement et simplement affectée à un marché qui contribuera à accroître le niveau d'efficacité des financements, en canalisant ces fonds.

(228) S'agissant de l'effet incitatif, l'aide permettra la mise sur pied d'un système régional de négociation alternatif, proposant des services complémentaires ainsi qu'un nouveau canal de transmission des informations pertinentes en matière d'investissement, entre les investisseurs et les PME en quête d'investissements. En d'autres termes, l'aide stimulera la création d'Investbx et incitera cette dernière à cibler ses activités sur la défaillance du marché.

(229) […] (*).

(230) Quant à la préoccupation d'Ofex concernant le prétendu effet d'éviction de l'investissement privé sur les marchés existants ou potentiels, la Commission n'exclut pas que cette possibilité puisse se vérifier, quoique de manière limitée. Elle rappelle, cependant, que l'activité d'Investbx se confine aux PME établies dans la région des West Midlands et souhaitant lever des capitaux à hauteur de 2 millions de livres sterling. Or, les activités des autres places boursières dont la Commission a connaissance sont très limitées dans ce segment. Ofex, notamment, ne compte que sept PME établies dans les West Midlands, sur un total de 180 entreprises cotées. Si Investbx échoue, cela signifiera que son chiffre d'affaires est trop faible pour générer des bénéfices et il sera, dès lors, peu probable qu'elle ait une quelconque influence sur la position de ses concurrents. Si Investbx engrange des résultats satisfaisants, AWM la revendra, au bout de cinq ans, à des investisseurs privés dans le cadre d'un appel d'offres ouvert. Cette procédure aura pour effet d'attirer sur le marché davantage d'investissements privés pour ce type de services financiers. Dans tous les cas, il appartiendra aux investisseurs privés de déterminer quel type de marché propose les meilleurs services, est le plus innovant et offre les rendements les plus élevés pour leur investissement. D'un autre côté, il est vrai que, durant les cinq premières années, Investbx ne devra payer aucun dividende à l'investisseur public. Au cours de cette période initiale, Investbx facturera ses services, en vue d'atteindre le seuil de rentabilité en cinq ans. Toutefois, son objectif ultime — en vue de sa revente — sera de devenir une entreprise rentable qui devra générer des bénéfices après avoir été vendue. Ofex fait valoir qu'Investbx risque de restreindre l'innovation sur le marché financier. Pourtant, Investbx représente déjà, en soi, une innovation majeure par la manière dont elle fonctionnera. De fait, Investbx combine plusieurs éléments innovateurs.

6.4. **Mise en balance et conclusion**

(231) La Commission reconnaît que la création d'Investbx est une mesure visant à éliminer une défaillance du marché et qu'elle stimulera la levée de fonds propres en faveur de PME.

(232) La Commission considère que l'aide de 3 millions de livres sterling à Investbx est proportionnée. Plusieurs éléments contribuent à restreindre les effets éventuels de distorsion de la concurrence. Ainsi, la mesure est limitée sur le plan géographique, dans le temps et en termes d'entreprises cibles.

(233) Sur la base des considérations exposées ci-dessus, la Commission conclut que l'aide contribue à remédier à une défaillance du marché et rend possible le développement d'une plate-forme régionale de négociation d'actions qui facilitera le financement des PME sous forme d'apports de fonds propres, sans altérer les conditions des échanges dans une mesure contraire à l'intérêt commun. En conséquence, l'aide à Investbx est compatible avec le marché commun aux termes des lignes directrices sur le capital-investissement.

(*) Secret d'affaires.

6.5. **Cumul**

(234) Les autorités britanniques ont pris l'engagement que la subvention allouée à Investbx ne sera pas cumulée avec une autre aide d'État au niveau d'Investbx. S'agissant de l'aide aux PME cibles, l'avantage que ces dernières pourront retirer de cette mesure tiendra au fait qu'elles auront accès aux services d'Investbx — services dont elles ne pourraient pas disposer sans cette mesure ou, du moins, pas aux mêmes conditions. Elles recevront des fonds ne comportant aucun élément d'aide et provenant de ressources exclusivement privées. Les investissements en fonds propres ne contenant aucun élément d'aide, les règles édictées à la section 6 des lignes directrices sur le capital-investissement, qui interdisent le cumul d'une aide en faveur du capital-investissement et d'autres mesures d'aide, ne s'appliquent pas aux PME ayant recours à Investbx.

7. **SUIVI**

(235) Compte tenu de la nature innovante et de la complexité de la mesure ainsi que de la possibilité de la mettre à exécution dans d'autres régions de l'Union européenne, en vue de contribuer à remédier à la défaillance du marché au niveau régional, la Commission souhaite contrôler les effets et le succès de la mesure Investbx. Les autorités britanniques soumettront un rapport annuel concernant cette mesure, dans lequel elles indiqueront le nombre de PME pour lesquelles des capitaux ont été levés et le montant des capitaux levés pour chaque PME, de sorte que la Commission puisse apprécier si la mesure remédie de façon appropriée à la défaillance du marché, eu égard aux tranches d'investissement inférieures à 2 millions de livres sterling. Pour pouvoir évaluer les effets du côté de l'offre, les autorités britanniques communiqueront également le volume de capital-investissement levé par type d'investisseur. Afin d'apprécier la rentabilité de la mesure et de surveiller l'utilisation des ressources publiques, les autorités britanniques soumettront les comptes financiers annuels d'Investbx. Au terme de la cinquième année suivant la création d'Investbx, le Royaume-Uni fera savoir à la Commission si Investbx a été vendue avec succès à des investisseurs privés, dans le cadre d'une procédure d'appel d'offres public, ou si elle a été fermée.

A ARRÊTÉ LA PRÉSENTE DÉCISION:

Article premier

L'aide que le Royaume-Uni envisage de mettre à exécution, sous la forme d'une subvention d'un montant de 3 millions de livres sterling en faveur d'Investbx, est compatible avec le marché commun, conformément à l'article 87, paragraphe 3, point c), du traité CE.

La mise à exécution de l'aide est donc autorisée.

Article 2

Le Royaume-Uni soumettra un rapport annuel sur la mise à exécution de l'aide, lequel comprendra les éléments suivants:

— le nombre de PME pour lesquelles des capitaux ont été levés;

— le montant des capitaux levés pour chaque PME;

— le volume de capital-investissement levé par type d'investisseur;

— les comptes financiers.

Au terme de la cinquième année suivant la création d'Investbx, le Royaume-Uni fera savoir à la Commission si Investbx a été vendue avec succès à des investisseurs privés, dans le cadre d'un appel d'offres public, ouvert et non discriminatoire, ou si elle a été fermée.

Article 3

Le Royaume-Uni de Grande-Bretagne et d'Irlande du Nord est destinataire de la présente décision.

Fait à Bruxelles, le 20 décembre 2006.

Par la Commission

Neelie KROES

Membre de la Commission