II

(Atti adottati a norma dei trattati CE/Euratom la cui pubblicazione non è obbligatoria)

DECISIONI

COMMISSIONE

DECISIONE DELLA COMMISSIONE

del 20 dicembre 2006

relativa all'aiuto a favore di «Investbx» C 36/2005 cui il Regno Unito intende dare esecuzione

[notificata con il numero C(2006) 5808]

(Il testo in lingua inglese è il solo facente fede)

(Testo rilevante ai fini del SEE)

(2008/126/CE)

LA COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE,

visto il trattato che istituisce la Comunità europea, in particolare l'articolo 88, paragrafo 2, primo comma,

visto l'accordo sullo Spazio economico europeo, in particolare l'articolo 62, paragrafo 1, lettera a),

dopo aver invitato gli interessati a presentare osservazioni a norma dei suddetti articoli [1] e viste le osservazioni trasmesse,

Considerando quanto segue:

1. **PROCEDIMENTO**

(1) Con lettera del 26 luglio 2005, registrata presso la Commissione il 28 luglio 2005, il Regno Unito ha notificato alla Commissione la misura di aiuto succitata, ai sensi dell'articolo 88, paragrafo 3, del trattato CE.

(2) La Commissione ha chiesto ulteriori informazioni il 19 agosto 2005, dopo di che, in data 8 settembre 2005, si è svolto un incontro tra i rappresentanti del Regno Unito e della Commissione. In quell'occasione i rappresentanti del Regno Unito hanno fornito ulteriori informazioni.

(3) Il 26 settembre 2005 alla Commissione è pervenuta una denuncia da parte dell'impresa PLUS Markets Group plc (ex Ofex Holdings plc) (in prosieguo «Ofex»).

(4) Con lettera del 20 ottobre 2005 la Commissione ha informato il Regno Unito della decisione di avviare il procedimento di cui all'articolo 88, paragrafo 2, del trattato CE riguardo alla misura in causa.

(5) Con lettera dell'11 novembre 2005 la Commissione ha inviato alla parte interessata Ofex la sua decisione di avviare il procedimento ai sensi dell'articolo 88, paragrafo 2, del trattato CE.

(6) La decisione della Commissione di avviare il procedimento è stata pubblicata nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* [2]. La Commissione ha invitato le parti interessate a presentare osservazioni in merito alla misura in questione.

(7) Con lettera del 21 novembre 2005, registrata presso la Commissione alla stessa data, il Regno Unito ha inviato una risposta alla decisione della Commissione di avviare il procedimento.

(8) La Commissione ha ricevuto osservazioni da 20 interessati, più precisamente da:

(a) The Share Centre, con lettera del 10 novembre 2005, registrata presso la Commissione il 23 novembre 2005;

[1] GU C 288 del 19.11.2005, pag. 13.

[2] Cfr. nota 1.

(b) Ofex, con lettere del 25 novembre 2005, registrata presso la Commissione alla stessa data e del 15 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il giorno successivo;

(c) Mazars, con lettera del 24 novembre 2005, registrata presso la Commissione il 5 dicembre 2005;

(d) Sir Albert Bore, con lettera del 30 novembre 2005, registrata presso la Commissione il 6 dicembre 2005;

(e) Quoted Companies Alliance, con lettera del 16 dicembre 2005, registrata presso la Commissione alla stessa data;

(f) Hembury Associates Ltd, con lettera del 16 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 19 dicembre 2005;

(g) Hamilton Pratt, con lettera del 13 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 19 dicembre 2005;

(h) Regione Emilia-Romagna, con lettera del 15 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 20 dicembre 2005;

(i) JP Jenkins, con lettera del 13 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 20 dicembre 2005;

(j) Aston Science Park, con lettera del 14 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 22 dicembre 2005;

(k) Robert Huggins Associates, con lettera del 13 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 22 dicembre 2005;

(l) Catapult Venture Managers, con lettera del 12 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 22 dicembre 2005;

(m) EEF West Midlands, con lettera del 14 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 23 dicembre 2005;

(n) Ofex, con lettera del 19 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 23 dicembre 2005;

(o) CEBRE, con lettera del 16 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 23 dicembre 2005;

(p) West Midlands Business Council, con lettera del 22 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 3 gennaio 2006;

(q) Birmingham Forward, con lettera del 19 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 3 gennaio 2006;

(r) Confederation of West Midlands Chambers of Commerce, con lettera del 20 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 3 gennaio 2006;

(s) Advantage Growth Fund, con lettera del 5 gennaio 2006, registrata presso la Commissione il 10 gennaio 2006;

(t) University of Warwick, con lettera del 16 dicembre 2005, registrata presso la Commissione il 16 gennaio 2006.

(9) I rappresentanti di Ofex hanno spiegato la loro posizione nel corso di una riunione con la Commissione svoltasi il 16 dicembre 2005.

(10) Con lettere del 22 dicembre 2005, 13 gennaio 2006 e 19 gennaio 2006, la Commissione ha trasmesso al Regno Unito le osservazioni ricevute da terzi interessati in modo che potesse replicarvi.

(11) Nella riunione svoltasi tra le autorità del Regno Unito e la Commissione il 30 gennaio 2006, le autorità britanniche hanno fornito spiegazioni. La Commissione ha chiesto ulteriori informazioni.

(12) Dette informazioni nonché il parere del Regno Unito in risposta alle osservazioni formulate dai terzi sono pervenute con lettere del 3 febbraio 2006, registrata presso la Commissione alla stessa data, e del 7 febbraio, registrata presso la Commissione il 10 febbraio 2006.

(13) La Commissione ha chiesto al Regno Unito ulteriori chiarimenti con lettere del 15 febbraio 2006 e 6 aprile 2006. Il Regno Unito ha fornito dette informazioni con lettere del 2 marzo 2006, registrata presso la Commissione il giorno successivo, e del 7 aprile 2006, registrata presso la Commissione il 12 aprile 2006.

(14) Il Regno Unito ha fornito informazioni addizionali con lettera del 3 maggio 2006, registrata presso la Commissione l'11 maggio 2006.

(15) Con posta elettronica e lettera del 25 maggio 2006, contenenti le stesse informazioni e registrate presso la Commissione rispettivamente il 29 e il 30 maggio 2006, Ofex ha sostenuto che Advantage West Midlands (in prosieguo «AWM»), adottava provvedimenti preparatori in relazione a Investbx e ha chiesto alla Commissione di rinviare l'adozione della decisione fino a quando Ofex fosse in grado di fornire ulteriori informazioni. Con posta elettronica del 31 maggio 2006 registrata presso la Commissione alla stessa data, Ofex ha chiesto di essere informata prima dell'adozione della decisione e di ricevere la decisione prima della sua pubblicazione. Con posta elettronica del 9 giugno 2006, registrata presso la Commissione alla stessa data, e con lettera del 9 giugno 2006, registrata presso la Commissione il 13 giugno 2006, Ofex ha reiterato la domanda di rinvio dell'adozione della decisione.

(16) Con due messaggi di posta elettronica del 4 luglio 2006, registrati presso la Commissione il 6 luglio 2006, il Regno Unito ha fornito ulteriori informazioni alla Commissione.

(17) Con posta elettronica del 12 maggio 2006, registrata presso la Commissione il 13 maggio 2006, Ofex ha informato la Commissione che era accessibile al pubblico un sito Internet di Investbx.

(18) Con lettera del 26 luglio 2006, registrata presso la Commissione il 1º agosto 2006, Angelbourse ha dichiarato di essere una piattaforma di negoziazione per le imprese di più piccola dimensione e ha sostenuto che Investbx esercita una concorrenza sleale. Dato che questa lettera è pervenuta con oltre sette mesi di ritardo rispetto al termine fissato per l'invio di osservazioni da parte di terzi e visto che le accuse formulate non erano comprovate, la Commissione non ne ha tenuto conto.

(19) Con messaggi di posta elettronica del 3 agosto 2006, registrati presso la Commissione alla stessa data, Ofex ha informato la Commissione dell'esistenza e delle attività di Angelbourse.

(20) Con lettera del 7 agosto 2006 la Commissione ha chiesto ulteriori informazioni al Regno Unito.

(21) Con messaggi di posta elettronica del 23 ottobre 2005, registrati presso la Commissione alla stessa data, il Regno Unito ha fornito una risposta alla richiesta della Commissione.

2. DESCRIZIONE DETTAGLIATA DELLA MISURA

(22) Sulla base delle informazioni fornite dal Regno Unito, la Commissione riassume la descrizione della misura notificata come segue.

2.1. Obiettivo di Investbx

(23) L'obiettivo principale della misura consiste nella creazione di uno strumento che permetta alle PMI ([3]) in fase di espansione ([4]) (in prosieguo «PMI») della regione West Midlands di raccogliere fondi diretti a colmare la carenza di capitale proprio ([5]). Investbx favorirà l'incontro di PMI, fornitori di servizi e investitori per facilitare alle PMI la raccolta di fondi, grazie alla creazione di uno strumento pratico di emissione e scambio di nuove azioni. Investbx inoltre promuoverà e faciliterà la fornitura alle PMI di servizi a tassi di mercato volti a rafforzarne la capacità di raccogliere fondi.

([3]) Definizione conforme alla raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 concernente la definizione delle micro, piccole e medie imprese (GU L 124 del 20.5.2003, pag. 36).

([4]) Per PMI in fase di espansione si intendono le PMI conformi alla definizione di cui al punto 2.2 lettera h) degli orientamenti sul capitale di rischio (orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese, GU C 194 del 18.8.2006, pag. 2).

([5]) Per finanziamenti di capitale proprio si intendono investimenti in capitale proprio nella fascia 0,5-2 milioni di GBP.

(24) La misura è destinata ad ovviare al fallimento del mercato per quanto concerne la fornitura di finanziamenti di capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GPB a favore delle PMI della regione West Midlands. Le autorità britanniche hanno dichiarato che il massimale per la raccolta di finanziamenti sarà fissato a 2 milioni di GBP l'anno durante la fase iniziale di 5 anni in modo da incentrare la misura essenzialmente sulla lotta al fallimento del mercato riscontrato nella raccolta di finanziamenti per le PMI. Esse temono tuttavia che il fallimento del mercato muti con il trascorrere del tempo dato che il capitale proprio è sempre più attratto da progetti di maggiore dimensione. Secondo la stima fatta dalla CBI nella sua relazione ([6]), il fallimento del mercato oscilla tra 0,25 milioni di GBP e 3 milioni di GBP. Le autorità britanniche, pertanto sostengono che un massimale di 2 milioni di GBP potrebbe, a termine, creare effettive barriere al successo del progetto Investbx, escludendo talune PMI che potrebbero aver bisogno di un livello più elevato di investimenti. Se ciò dovesse verificarsi, AWM raccoglierà le prove e notificherà un emendamento alla Commissione per chiedere un aumento del massimale.

(25) Investbx si prefigge di costituire un ponte tra gli investitori privati, compresi i *business angels* e i fornitori di venture capital, ai quali fornirà ulteriori possibilità di uscita e i mercati più maturi. Investbx preparerà le società destinatarie degli investimenti alla quotazione sui mercati più maturi, in particolare l'Alternative Investment Market (in prosieguo il «AIM») e la Borsa valori di Londra [in prosieguo la «LSE» (London Stock Exchange)].

2.2. Base giuridica della misura

(26) La base giuridica della misura è la sezione 5 del Regional Development Agencies Act 1998 ([7]).

2.3. Dotazione e durata

(27) Un ente governativo denominato West Midlands Regional Development Agency, («AWM»), concederà a Investbx un finanziamento a concorrenza di 3 milioni di GBP per un periodo massimo di cinque anni. L'importo potrà essere inferiore e/o il periodo più breve, se il progetto diventa autonomo. Investbx utilizzerà la sovvenzione per coprire i suoi costi d'investimento e altri costi di avviamento che non possono essere coperti dai proventi della sua attività. Investbx utilizzerà la sovvenzione secondo un piano finanziario, secondo la cui proiezione, nell'arco iniziale di cinque anni, un numero crescente di PMI si avvarrà dei servizi di Investbx (in totale 47 imprese al termine del quinquennio). Il piano inoltre prevede un aumento delle entrate e un minore uso della sovvenzione per compensare le perdite fino a quando, al più tardi entro cinque anni, Investbx sarà in pareggio.

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

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

(28) Le proiezioni prevedono che una parte della sovvenzione sarà destinata ad accantonamenti. Dopo tale periodo, Investbx restituirà il saldo dei fondi non utilizzati a AWM, la quale venderà le sue azioni Investbx sul mercato attraverso una gara pubblica aperta e non discriminatoria oppure chiuderà Investbx.

2.4. **Il beneficiario della misura**

(29) Il beneficiario diretto della misura è Investbx, che riceverà da AWM 3 milioni di GBP a titolo di sovvenzione. Le eventuali plusvalenze di Investbx saranno reinvestite in Investbx a beneficio dell'economia regionale, il che corrisponde alla missione di AWM. AWM manterrà una forte influenza su Investbx.

(30) Investbx sarà una società in accomandita per azioni e quindi potrà stipulare contratti direttamente. Il fatto di avere personalità giuridica distinta da AWM faciliterà l'eventuale trasferimento, in futuro, di Investbx. Se avrà successo, Investbx sarà venduta e diventerà una società di diritto privato; gli eventuali fondi non utilizzati della sovvenzione originaria saranno allora restituiti ad AWM.

(31) Investbx avrà un gruppo dirigente di 6-8 persone responsabili dell'esecuzione del piano aziendale. Un comitato non esecutivo comprenderà professionisti della regione West Midlands specificamente designati per le loro conoscenze e la loro esperienza di lavoro con PMI e investitori target.

2.5. **Il mercato attuale nel Regno Unito**

(32) Secondo le autorità del Regno Unito, il mercato storico per la compravendita di azioni nel Regno Unito è dominato dal LSE, che è principalmente attivo in grosse transazioni a livello mondiale. Le PMI ne sono sempre più escluse in quanto la preferenza è accordata ai titoli di prim'ordine (blue-chip) di società di più grandi dimensioni.

(33) Secondo le autorità del Regno Unito, il LSE ha cercato di rimediare a tale situazione creando il suo AIM nel 1995. L'AIM funge da mercato secondario destinato a società nuove e di più piccola dimensione. Per parteciparvi non è richiesto alcun livello in termini di volume di transazioni, attività, o utile, capitalizzazione o flottante.

(34) Secondo le autorità del Regno Unito, al di fuori del LSE e dell'AIM esiste la piattaforma di negoziazione Ofex, che è disciplinata dalla Financial Service Authority («FSA») del Regno Unito. Ofex intende porsi come un'alternativa all'AIM più efficace in termini di costi e retta da regole meno rigorose.

(35) Esiste un certo numero di fornitori di servizi nel Regno Unito che negoziano azioni non inserite nel listino di borsa o raccolgono capitali, tra cui The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins o Investor Champions.

(36) Nonostante gli sviluppi testè illustrati, le autorità del Regno Unito sostengono che persiste un fallimento del mercato nel lungo periodo per quanto concerne investimenti di capitale proprio in PMI ubicate in regioni diverse da quelle della regione sud-est, come ad esempio la regione West Midlands. Infatti vi si riscontra il livello più basso di società quotate in borsa e di capitalizzazione complessiva del mercato. AWM aveva chiesto a Ofex se fosse in grado di rimediare a questo fallimento del mercato nella regione West Midlands nel qual caso AWM avrebbe rinunciato al suo progetto Investbx. Tuttavia Ofex non aveva risposto.

2.6. **Attività e tariffificazione di Investbx**

(37) Secondo le autorità britanniche, Investbx è una misura assolutamente nuova per la quale non esistono precedenti. Mentre i fondi tradizionali di venture capital mirano ad aumentare l'offerta di capitale proprio, Investbx intende invece rendere più efficace la circolazione di informazioni relative alle società in cui investire. Investbx stimolerà la creazione di un efficiente mercato locale di capitale proprio, favorendo l'incontro tra società e investitori, offrendo loro una soluzione valida, semplice ed efficace in termini di costi per la raccolta di capitale proprio, negoziando le loro azioni e illustrandone le attività. Questo sistema di negoziazione si distinguerà dai mercati borsistici tradizionali (più precisamente il LSE con il suo AIM) nonché da Ofex in quanto opererà attraverso un mercato elettronico trasparente di aste online, accoppiando venditori e acquirenti su un prezzo unico, giacché gli investimenti saranno realizzati attraverso una piattaforma online riservata esclusivamente all'esecuzione delle operazioni. Diversamente dai principali mercati, queste aste online saranno effettuate soltanto qualche volta al mese. Allo stesso tempo Investbx incoraggerà una visione a più lungo termine degli investimenti, evidenziando l'obiettivo principale della raccolta di fondi per le PMI nella Comunità, anziché l'abilità di negoziare frequentemente azioni, come è il caso dei mercati già esistenti e basati a Londra. Di conseguenza, Investbx avrà tre ruoli distinti: la raccolta di fondi o il finanziamento primario, il raggruppamento dei servizi di sostegno alle PMI e la messa a disposizione di una piattaforma secondaria di negoziazione delle azioni una volta che vi siano state ammesse, basata su un sistema di aste.

(38) Le società che intendono beneficiare di finanziamenti di capitale proprio saranno assistite da consulenti finanziari e giuridici locali nonché dal gruppo di Investbx ubicato nel West Midlands.

(39) La piattaforma di negoziazione sarà accessibile dal portale online di Investbx (www.investbx.com), che proporrà inoltre una gamma di servizi integrati, disponibili online 24 ore su 24/7 giorni su 7, volti specificamente a soddisfare le esigenze delle PMI, quotate o non quotate.

(40) Investbx non fornirà finanziamenti alle PMI. Né fornirà direttamente fondi o garanzie agli investitori o alle società beneficiarie degli investimenti. Tutti i finanziamenti di capitale proprio saranno effettuati da investitori presenti sul mercato a favore delle società private prescelte. La funzione di Investbx consiste semplicemente nell'agevolare le transazioni tra gli operatori privati del mercato.

2.6.1. *Raccolta di finanziamenti*

(41) Investbx contribuirà alla raccolta di fondi delle PMI segnalando a consulenti in cerca di PMI in cui investire le PMI aventi il profilo adatto, situate nella regione. La raccolta di fondi, denominata anche finanziamento primario, consisterà nella vendita, direttamente agli investitori interessati, delle azioni nuove emesse dalle PMI prescelte, con l'aiuto di Investbx. Le autorità britanniche hanno dichiarato che il finanziamento sarà limitato a un massimo di 2 milioni di GBP all'anno per PMI, durante la fase iniziale di cinque anni.

(42) Secondo i consulenti professionali, che assistono le PMI nella raccolta di fondi e che sono stati consultati durante l'intero processo di elaborazione del progetto Investbx, la regione West Midlands presenta un potenziale di finanziamento superiore a 10 PMI all'anno, sulla base prevista per Investbx. Secondo il suo piano finanziario, nei primi cinque anni di esistenza, Investbx dovrebbe raccogliere almeno 70 milioni di GBP per un minimo di 47 imprese.

(43) Alle PMI verrà addebitata una commissione pari al 6 % dei fondi raccolti. Tale commissione è stata stabilita secondo il modello finanziario in modo da consentire a Investbx di avere un bilancio in pareggio entro il termine di cinque anni previsto nell'accordo di finanziamento della sovvenzione. La commissione è stata pertanto fissata tenendo conto delle commissioni riportate in studi di casi di raccolta di fondi, da cui era emerso che una percentuale del 6 % è superiore a quella richiesta da qualche altro operatore. Tuttavia, le autorità britanniche osservano anche che questa analisi comparativa ha un valore limitato dato che, nel caso di Investbx, non esistono termini di riferimento adeguati, dato il suo carattere unico. Investbx sarà diversa da qualsiasi fornitore di servizi di finanziamento operante nella regione West Midlands. Pertanto si ritiene che Investbx potrà esigere una commissione del 6 %, pari almeno a quella richiesta dai consulenti di impresa esistenti.

2.6.2. *Raggruppamento di servizi di sostegno alle PMI*

(44) Secondo le autorità britanniche, Investbx raggrupperà vari fornitori di servizi che aiuteranno le PMI sia nel processo di raccolta di finanziamenti che durante il periodo di negoziazione delle loro azioni. Investbx attribuirà un coordinatore di transazioni a ciascuna PMI che intenda procurarsi fondi attraverso Investbx. Un dispositivo sicuro per la condivisione di documenti sul sito web di Investbx conterrà tutti i template di cui una PMI potrebbe avere bisogno durante il processo di raccolta di fondi e di adesione alla piattaforma di negoziazione. Questi template sono stati messi a punto in collaborazione con i professionisti locali e sono stati semplificati in modo da renderli poco costosi e adatti alle PMI.

(45) Qualsiasi PMI che intenda raccogliere fondi attraverso Investbx formerà oggetto di una perizia da parte di Investbx. Tale perizia consisterà nel valutare sia il potenziale della PMI di attrarre investitori di finanziamenti primari che nell'accertare eventuali fatti inerenti la PMI messi in luce dal processo di due diligence che ne sconsiglino l'ammissione. In caso di valutazione positiva, il gruppo di valutatori di Investbx contatterà investitori singoli nonché consorzi di investitori ([8]), che possono contare tra i loro consorziali un certo numero di investitori disposti a partecipare alla nuova emissione.

(46) Durante il processo di raccolta di fondi Investbx fornirà servizi di ricerca e di commercializzazione a costi di mercato, che darà in appalto. Investbx manterrà un elenco di consulenti finanziari indipendenti, di consulenti giuridici, di contabili, di consulenti in materia di relazioni pubbliche e finanziarie nonché di fornitori di servizi di ricerca indipendenti che abbiano un'esperienza adeguata e le autorizzazioni regolamentari richieste presso i quali le PMI potranno scegliere i servizi di cui hanno bisogno per raccogliere capitali.

(47) Per tutte le PMI aderenti a Investbx sarà pubblicata una ricerca indipendente. Investbx, sul suo sito web, metterà a disposizione di tutti i potenziali investitori o dei consulenti finanziari una presentazione di ciascuna PMI corredata da informazioni sintetiche ricavate dal fascicolo completo di ammissione, dal formulario di ammissione e dalla ricerca indipendente. La ricerca effettuata in maniera indipendente conterrà informazioni dettagliate e accurate sia qualitative che quantitative sull'impresa in questione. Questo tipo di ricerca è raramente accessibile a persone diverse dai gestori di fondi istituzionali. Infatti tali dati, di solito, sono preparati unicamente per volumi più grandi di azioni e sono disponibili soltanto agli investitori istituzionali. La ricerca inoltre fornirà un commento dettagliato su ciascun comparto di attività dell'impresa.

(48) Le PMI pagheranno ai consulenti gli onorari dovuti per l'assistenza ricevuta in vista dell'adesione a Investbx. Gli onorari professionali individuali saranno stabiliti ai prezzi di mercato fatturati da operatori privati sul mercato che non ricevono benefici finanziari da Investbx.

2.6.3. *Negoziazione sul mercato secondario*

(49) Investbx fornirà inoltre, online, una piattaforma di negoziazione sul mercato secondario basata su un sistema di vendite all'asta organizzato in funzione degli ordini. Lo scopo di tale piattaforma è di fornire una certa liquidità di azioni delle società, successivamente alla loro raccolta di capitale sul mercato primario e alla loro ammissione alla negoziazione su Investbx.

([8]) Per consorzio di investitori si intende un gruppo di investitori che investono congiuntamente in una società.

(50) Un mercato organizzato in funzione degli ordini dipende dal fatto che proprietari di azioni di una determinata PMI manifestino l'intenzione di vendere una parte del loro pacchetto azionario e rivelino il prezzo che sarebbero disposti ad accettare in cambio. Del pari, gli acquirenti interessati alle azioni della PMI manifestano il loro interesse e indicano il prezzo che sono disposti a pagare per le azioni.

(51) Sia gli acquirenti che i venditori possono consultare tutti i corsi di offerta e di vendita delle azioni della PMI sul sito web di Investbx che è disponibile 24 ore su 24/7 giorni su 7, e possono modificare i loro ordini fino ad un'ora prima dell'asta. Le aste hanno luogo secondo una frequenza stabilita dalla società in funzione del livello di interesse dimostrato alla negoziazione delle sue azioni, eventualmente con frequenza settimanale o mensile. Ciò, secondo le autorità britanniche, promuove una visione di più lungo periodo degli investimenti in PMI, dato che non è possibile vendere e comprare azioni immediatamente.

(52) Nel sistema di vendita basato sulle aste, la transazione ha luogo direttamente tra singoli investitori, per effetto della concordanza di acquirenti e venditori su un unico prezzo. Pertanto sarà eliminato il margine del market-maker, ossia la differenza tra il corso di acquisto e il corso di vendita nel sistema tradizionale del market-maker basato sulla quotazione (il LSI, l'AIM e Ofex sono mercati maturi, basati sul market-maker, come spiegato in prosieguo, denominati «mercati affermati»). Questa differenza («spread») di solito è più elevata per le azioni che sono negoziate con minor frequenza e in volume più ridotto. Secondo le autorità britanniche, lo spread più elevato registrato su Ofex è ammontato al 75 % e quello medio delle azioni delle sei società ubicate nella regione West Midlands, negoziate su detto mercato nei 12 mesi anteriori al settembre 2006, è stato pari al 16 %.

(53) Investbx appalterà ad una società autorizzata dalla FSA le funzioni costose e complesse connesse alla regolamentazione e alla negoziazione delle azioni. Per svolgere questo ruolo è stata designata la società The Share Centre, in quanto è risultata essere l'offerente prescelto al termine di una procedura di selezione non discriminatoria con bando pubblicato nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*. Il ruolo affidato a The Share Centre comprenderà le seguenti responsabilità: autorizzazione FSA e ottemperanza alla stessa; fornitura online del prodotto di intermediazione borsistica; servizi di agente ricevente (la raccolta di denaro presso gli investitori che sottoscrivono nuove emissioni di azioni), gestione del piano azionario dei dipendenti, gestione della piattaforma di negoziazione e organizzazione delle aste periodiche.

(54) Le autorità britanniche hanno confermato che le commissioni applicate da Investbx alle società destinatarie degli investimenti e agli investitori per servizi inerenti alla negoziazione sul mercato secondario saranno identiche alle tariffe di mercato applicate da The Share Centre alle varie società. Investbx fruirà di uno sconto accordato dal The Share Centre.

2.7. **Beneficiari indiretti**

(55) Tutte le operazioni effettuate sui mercati primario e secondario di Investbx avranno luogo tra gli operatori privati di mercato, ossia gli investitori e le imprese destinatarie degli investimenti, che possono solo indirettamente beneficiare della misura.

2.7.1. *Investitori*

(56) Considerata la loro tendenza ad investire in operazioni di maggiore entità, le autorità britanniche ritengono che gli investitori istituzionali non saranno interessati ad utilizzare Investbx. Di conseguenza Investbx prevede di raccogliere fondi principalmente presso singoli investitori privati, inclusi individui con patrimoni ingenti. Investbx si rivolgerà essenzialmente, ma non esclusivamente, a investitori della regione West Midlands, giacché, secondo le autorità britanniche, sono più inclini ad investire nelle PMI prescelte ubicate nella regione West Midlands.

(57) Gli investitori potranno essere contattati direttamente da Investbx oppure attraverso intermediari o consorzi di investitori. In ogni caso nessun investitore, a prescindere da dove si trovi o dal fatto che si tratti di un investitore istituzionale o di un investitore privato individuale, sarà escluso o svantaggiato dall'utilizzazione di Investbx.

(58) Gli investitori privati individuali potranno partecipare al finanziamento dell'impresa destinataria dell'investimento durante il processo di raccolta di fondi nonché avere accesso alla presentazione e alla ricerca indipendente riguardante la stessa. Due opportunità che, secondo le autorità britanniche, di solito sono accordate soltanto agli investitori istituzionali. Tutti gli investitori potranno chiedere di sottoscrivere nuove emissioni di azioni direttamente on line o attraverso intermediari finanziari.

2.7.2. *Le imprese destinatarie degli investimenti*

(59) Sono ammesse ad utilizzare Investbx unicamente PMI ubicate nella regione West Midlands che dispongano di un solido piano aziendale, abbiano almeno due anni di esperienza in materia di negoziazione e intendano procurarsi «capitale di espansione» (*expansion capital*) ([9]). Eccezionalmente Investbx può prendere in considerazione PMI che non abbiano all'attivo un'esperienza di due anni di negoziazione purché abbiano ricevuto capitali da un investitore di capitale di rischio e sviluppato i loro prodotti o servizi. Le autorità britanniche hanno confermato che le PMI non raccoglieranno più di due milioni di GBP all'anno e che tale raccolta si limiterà alla fase di costituzione del capitale di espansione, conformemente al punto 2.2, lettera h), dei succitati orientamenti (in prosieguo denominati orientamenti sul capitale di rischio) ([10]).

([9]) Quale definito negli orientamenti comunitari sugli aiuti di Stato destinati a promuovere gli investimenti in capitale di rischio nelle piccole e medie imprese, GU C 194 del 18.8.2006, pag. 2.

([10]) GU C 194 del 18.8.2006, pag. 2.

(60) Per garantire una certa tutela agli investitori, le società che aderiscono a Investbx devono soddisfare una serie di requisiti regolamentari ed informativi, conformemente al regolamento della FSA.

2.8. **La procedura di selezione del fornitore di servizi della misura**

(61) Il principale fornitore di servizi di Investbx, The Share Centre, è stato selezionato al termine di una procedura di selezione non discriminatoria il cui bando è stato pubblicato nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* ([11]). Tre imprese hanno presentato offerte ufficiali di candidatura: Ofex, Univits e The Share Centre. Una giuria composta di tre esperti indipendenti e di tre valutatori interni di AWM ha riesaminato la selezione secondo 18 criteri di valutazione e di selezione. Sulla base di detti criteri, la proposta di Univits ha ricevuto il punteggio più basso. Il migliore offerente, The Share Centre e il secondo migliore offerente, Ofex, sono stati invitati ad un'intervista. Nell'ambito di questa valutazione The Share Centre ha ottenuto un punteggio notevolmente più elevato di Ofex e, secondo le autorità britanniche, è stata quindi selezionata come il candidato vincente.

(62) A causa della complessità tecnica del progetto e dell'importanza del ruolo dell'operatore di mercato ai fini del successo del progetto stesso, è stata ordinata una valutazione complementare indipendente di entrambi i finalisti, che ha del pari concluso che The Share Centre era il candidato migliore.

(63) Secondo le autorità britanniche tutte le parti sono state informate della decisione nel febbraio 2004. Ofex ha chiesto informazioni sui motivi per cui non era stata selezionata, informazioni che sono state debitamente fornite. Dopodiché non vi è stata alcuna protesta o contestazione ufficiale.

2.9. **Raffronto Investbx/Ofex**

(64) Sulla base delle informazioni fornite dalle autorità britanniche, che non sono state contraddette dalle dichiarazioni trasmesse dalle parti interessate, Investbx e Ofex presentano le seguenti differenze:

Investbx	Ofex
Area geografica di attività	
Unicamente PMI della regione West Midlands	Nazionale e internazionale
Un gruppo di 6-8 persone, con base nel West Midlands, che si dedica esclusivamente a questa regione	1 responsabile dello sviluppo dell'impresa, con base a Londra, che copre tutte le 9 regioni del Regno Unito
Mercato target	
Unicamente PMI in fase di espansione	Imprese di qualsiasi dimensione
Sino a 2 milioni di GBP all'anno	Nessun limite
Servizi forniti	
L'obiettivo primario consiste nella raccolta di finanziamenti primari per le PMI	Negoziazione di titoli sul mercato primario e secondario. Broker raccolgono fondi
Condizione preliminare per l'adesione è la fornitura di una ricerca indipendente	Nessun requisito del genere
Piattaforma di negoziazione organizzata in funzione degli ordini, aste periodiche tra venditori e acquirenti che si accordano su un unico prezzo	Mercato operante secondo il sistema della quotazione; negoziazione in tempo reale con un corso di acquisto e uno di vendita: la differenza tra i due genera lo spread
Quadro normativo	
Investbx sarà un rappresentante designato di The Share Centre, che gestisce il sistema di negoziazione alternativo	Ofex è attualmente un sistema di negoziazione alternativo autorizzato direttamente dalla FSA

3. **MOTIVI PER AVVIARE IL PROCEDIMENTO**

(65) Nella decisione di avvio del procedimento la Commissione individua nella misura in questione un aiuto a favore di Investbx. Essa preannuncia un'ulteriore indagine di eventuali elementi di aiuto a investitori e PMI.

(66) Nella decisione suddetta, la Commissione afferma che, pur mirando a colmare la carenza di capitale proprio per le PMI, la misura non rientra nell'ambito della comunicazione sul capitale di rischio ([12]). Dato che non fornisce venture capital alle PMI, Investbx non può essere considerata come un fondo di venture capital. La misura è volta a creare l'infrastruttura necessaria ad una piattaforma di scambio destinata a investitori e PMI. La sovvenzione a favore di Investbx non può essere qualificata come aiuto in base agli orientamenti sugli aiuti di Stato a finalità regionale, né vi si può applicare alcun altro regolamento, orientamento o direttiva in vigore in materia di aiuti di Stato. Pertanto, nella decisione di avviare il procedimento, la Commissione dichiara che la valutazione dell'aiuto concesso a Investbx potrebbe basarsi direttamente sull'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato CE. Di conseguenza, è necessario che esista un fallimento del mercato ben definito, che lo strumento di aiuto sia destinato a ovviare a detto fallimento del mercato e che la distorsione della concorrenza e gli effetti sugli scambi siano, nel complesso, compensati dal comune interesse.

([11]) GU S 206 del 25.10.2003, n. 186003.

([12]) GU C 235 del 21.8.2001, pag. 3.

(67) Nella decisione suddetta la Commissione esprime dubbi sulla compatibilità della misura, e si chiede, in particolare, se la situazione di fallimento del mercato nel segmento 0,5 milioni-2 milioni di GBP, individuata nella decisione della Commissione relativa all'*Enterprise Capital Funds* ([13]), continui a sussistere nel Regno Unito e, più precisamente, nella regione West Midlands.

(68) Infine, la Commissione intende approfondire ulteriormente l'indagine sulle differenze esistenti tra Investbx e i mercati tradizionali, in particolare Ofex. Di conseguenza, procederà all'esame di forme di concorrenza con il LSE, AIM e Ofex nonché con i fornitori di finanziamenti di debiti. Lo scopo ultimo consiste nel verificare se le distorsioni di concorrenza e l'effetto sugli scambi siano limitati onde garantire che la misura di aiuto, nel suo complesso, non sia contraria al comune interesse.

(69) Soltanto dopo aver esaminato le osservazioni di terzi la Commissione potrà decidere se la misura proposta dal Regno Unito sia destinata ad ovviare a un fallimento del mercato ben definito e se incida sulla concorrenza e sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse.

4. OSSERVAZIONI INVIATE DA TERZI INTERESSATI

(70) La Commissione ha ricevuto osservazioni da 20 interessati, ai sensi dell'articolo 20, paragrafo 2, del regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio ([14]). Dei 20 interessati, 17 erano favorevoli alla misura Investbx. Alla Commissione sono pervenute manifestazioni di sostegno da più parti (imprese, comunità di professionisti, fornitori di venture capital, associazioni professionali, università, esperti accademici e broker) della regione West Midlands nonché da una regione comunitaria. Oltre ad Ofex, anche JP Jenkins Stockbrokers e Quoted Companies Alliance hanno inviato osservazioni critiche sulla misura Investbx.

4.1. Osservazioni favorevoli a Investbx

(71) La maggior parte delle 17 osservazioni positive hanno confermato l'esistenza di un fallimento del mercato per quanto concerne la fornitura di capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GBP; una parte ha sostenuto che il fallimento del mercato è di 3 milioni di GBP. Secondo il parere espresso da dette parti, il fallimento del mercato concerne sia la domanda che l'offerta e non è risolto né dai business angels che forniscono importi di minore entità né da fondi privati di venture capital, che si concentrano su operazioni di maggiore dimensione né dai mercati affermati, quali AIM o Ofex, che notoriamente sono incentrati sulle regioni di Londra e del Sud est e non manifestano alcun interesse a sviluppare un mercato locale nella regione West Midlands. Le PMI che utilizzano le piattaforme esistenti soffrono della mancanza di interesse degli investitori, dovuta agli importi relativamente modesti delle transazioni, e quindi fruiscono di una minore copertura in termini di ricerca sulle PMI. Varie parti sostengono che Investbx è utile e necessaria per ovviare al fallimento del mercato, per fungere da ponte verso mercati più maturi. Nell'offrire una possibilità di uscita, Investbx susciterà quindi l'interesse dei business angel.

(72) Varie parti ribadiscono la necessità di un mercato locale che si concentri sul fallimento del mercato imputabile agli operatori di maggiore dimensione e che sappia sfruttare le conoscenze e le competenze degli operatori locali nonché le reti personali. Alcune parti affermano che l'aiuto di Stato è indispensabile dato che, a livello locale, la fornitura di capitale proprio da parte del settore privato continua ad essere insufficiente. Uno studio dell'università di Warwick evidenzia il caso specifico di una PMI che, al fine di garantire la propria espansione, ha dovuto rivolgersi al mercato australiano per procurarsi capitale proprio, tenuto conto della carenza di finanziamenti nella regione West Midlands e del costo elevato di accesso ai mercati esistenti. Le parti sostengono che dal momento che per gli investitori non è economicamente redditizio visitare regolarmente altre regioni al fine di reperirvi opportunità di investimento e assicurarne il monitoraggio, Investbx migliorerà la situazione raccogliendo capitale principalmente da investitori locali, in particolare da individui con patrimoni ingenti. Investbx è definita come uno strumento innovativo, efficiente in termini di costo, capace di contribuire alla competitività delle PMI e di migliorare la situazione esistente nella regione West Midlands indebolita da una serie di shock economici, uno dei quali è il collasso di MC Rover.

(73) Altre parti di altri Stati membri hanno espresso il loro sostegno a Investbx, ritenendo che fungerà da progetto pilota, fonte di insegnamenti e di buone pratiche per altre regioni dell'Unione europea.

4.2. Osservazioni critiche

(74) The Quoted Companies Alliance (in prosieguo «QCA») sostiene che una borsa locale diluirà la liquidità proveniente da altri mercati e «*semplicemente non vede in che modo una piccola borsa locale possa soddisfare questi [numerosi regolamenti] senza ricevere enormi sovvenzioni dai contribuenti*».

(75) JP Jenkins, stockbroker indipendente specializzato nell'esecuzione di operazioni borsistiche e nella negoziazione di azioni, sostiene che Investbx sarà suo diretto concorrente e che l'aiuto di Stato altererà la concorrenza e nuocerà alla sua posizione sul mercato.

(76) Secondo Jamie Whitehorn, General Counsel (responsabile reparto giuridico) di Ofex, le ragioni indicate dal Regno Unito per spiegare l'esistenza di un presunto fallimento del mercato nel segmento 0,5-2 milioni di GBP sono

([13]) Decisione della Commissione C(2005)1144, GU L 91 del 29.3.2006, pag. 16.

([14]) Regolamento (CE) n. 659/1999 del Consiglio, del 22 marzo 1999, recante modalità di applicazione dell'articolo 93 del trattato CE, GU L 83 del 27.3.1999, pag. 1.

incorrette e infondate. Quanto all'imperfezione dell'informazione sia dal lato della domanda che dell'offerta, a suo avviso non vi è alcuna prova, in primo luogo, della carenza di informazioni a disposizione delle PMI sulla possibilità di accesso a finanziamenti di capitale proprio e, in secondo luogo, della incapacità delle imprese della regione West Midlands, dotate di piani aziendali validi, di raccogliere capitale proprio su Ofex o AIM e, in terzo luogo, del fatto che gli investitori manchino *«di informazioni adeguate e attendibili sulle imprese in cui potenzialmente investire»*.

(77) Secondo Ofex e QCA, le PMI alla ricerca di finanziamenti di capitale proprio attualmente possono rivolgersi sia a Ofex, che a AIM, a JP Jenkins Limited, a reti di agenti di borsa nonché procurarsi indirizzari di investitori. Inoltre, possono raccogliere capitale proprio consultando il registro degli «investitori qualificati» tenuto dalla Financial Services Authority.

(78) Ofex teme che alcune informazioni, su cui si basa la valutazione preliminare della Commissione, siano incomplete, obsolete e/o contraddittorie rispetto al modo in cui di fatto funzionano i mercati di capitale proprio nel Regno Unito.

(79) Secondo Ofex, gli studi presentati dal Regno Unito nel contesto dell'*Enterprise Capital Funds*, cui la Commissione fa riferimento, sono obsoleti per quanto riguarda il servizio fornito da Ofex. Negli ultimi due anni il mercato Ofex si è considerevolmente migliorato, come conferma l'accresciuto numero di PMI ammesse su Ofex nel 2005 rispetto al 2004; inoltre, tutti i capitali raccolti sono sempre stati inferiori a 2 milioni di GBP.

(80) Anche supponendo che esista un fallimento del mercato, Ofex sostiene che Investbx non risolverà i problemi di base, in quanto non è in grado di porre rimedio alla carenza di informazioni giacché, a causa di restrizioni normative, non può fornire più informazioni di quante siano attualmente disponibili presso Ofex o l'AIM. I costi di transazione, ossia le tariffe professionali e i costi di due diligence (= analisi approfondita delle società) sono identici su tutti i mercati e le tariffe Ofex e AIM rappresentano soltanto una piccola proporzione dei costi globali inerenti alla raccolta di capitale proprio.

(81) Inoltre Ofex ritiene che la misura in causa non sia uno strumento appropriato in quanto se entro cinque anni chiudesse, la piattaforma di negoziazione sparirebbe e i contatti stabiliti tra la PMI e i suoi azionisti andrebbero perduti. Di conseguenza gli investitori potrebbero trovarsi senza via d'uscita, il che creerebbe un clima di incertezza verso la fine del periodo quinquennale.

(82) Per di più, Ofex sostiene che il sistema basato sulle aste comporta delle limitazioni che lo rendono meno idoneo alla negoziazione rispetto ai sistemi basati sul market-maker. Innanzitutto, perché la vendita si realizzi occorrerebbe una duplice coincidenza tra il venditore e l'acquirente in un momento specifico. In secondo luogo, siffatto sistema non genererà un livello di ordini sufficiente per dare agli investitori un'informazione attendibile sul prezzo delle azioni. Invece, nel sistema di market-maker, le transazioni possono essere effettuate in qualsiasi momento.

(83) Ofex afferma che la funzione ascensionale è pienamente svolta da Ofex, dall'AIM e dal LSE. Secondo Ofex, l'obiettivo annunciato — di rimediare al preteso fallimento del mercato rispetto alle PMI — non sarà conseguito e/o già esiste un numero di alternative concorrenziali sul mercato che offrono mezzi analoghi per raccogliere capitale proprio.

(84) Inoltre Ofex osserva che l'aiuto di Stato proposto è destinato a coprire i costi di funzionamento di Investbx anziché i costi aziendali delle PMI. Peraltro, l'aiuto proposto non avvantaggia potenziali investitori in PMI né PMI alla ricerca di raccogliere capitale, bensì avvantaggia il veicolo Investbx attraverso il quale operano le misure. Per Ofex è significativo il fatto che lo strumento proposto apparentemente non operi attraverso un meccanismo riconosciuto dalla comunicazione sul capitale di rischio.

(85) Ofex sostiene che l'aiuto proposto non avrà l'effetto di incentivazione asserito. Se le società che intendono raccogliere capitale ritengono che il modo migliore per farlo consista nel ricorrere ad una piattaforma di negoziazione delle azioni, già esistono mercati disponibili. Del resto, alcune imprese della regione Midlands si sono già avvalse di questi sistemi.

(86) Inoltre, in riferimento alla relazione del Tesoro britannico *«Bridging the Finance Gap»* (dicembre 2003), Ofex sostiene che gli investitori non sono influenzati dalla ubicazione geografica dell'impresa, bensì dalla proposta di affari in sé.

(87) Ofex sostiene che sulla sua piattaforma gli investitori al dettaglio hanno accesso a nuove emissioni di azioni da parte di PMI e possono sottoscrivervi. Vista la percentuale di imprese che raccolgono capitali inferiori a 2 milioni di GBP su Ofex, Investbx sarà direttamente in concorrenza con Ofex anziché esservi complementare. Ofex inoltre teme che la concessione dell'aiuto di Stato a Investbx rischi di «escludere» (crowding out) altri fornitori di capitale: infatti scoraggerà altri potenziali investitori dal fornire capitale addizionale ad altri mercati borsistici già esistenti o potenziali. Ofex sostiene che ciò potrebbe accadere in quanto la concessione dell'aiuto di Stato dispenserebbe Investbx dall'esigenza di generare utili, il che le permetterebbe quindi di adottare un modello di reddito inteso semplicemente a soddisfare eventuali costi straordinari non coperti dall'aiuto di Stato. Invece i concorrenti di Investbx (tra cui Ofex), sono finanziati da investitori del settore privato che si aspettano un rendimento finanziario e quindi si troverebbero nella necessità di realizzare un margine sufficiente per generare profitti. In tale contesto Investbx potrebbe effettivamente frenare l'innovazione sui mercati finanziari. Secondo Ofex, una piattaforma sostenuta da aiuti di Stato e non motivata da scopi di lucro non perseguirà gli stessi imperativi commerciali di migliorare i suoi servizi o di introdurre nuovi servizi a vantaggio dei consumatori.

(88) In conclusione, Ofex sostiene che la misura di aiuto proposta non può essere considerata di comune interesse.

5. OSSERVAZIONI DEL REGNO UNITO

5.1. Osservazioni sulla decisione di avviare il procedimento

(89) Nelle loro osservazioni sulla decisione di avviare il procedimento, le autorità britanniche sostengono che il postulato su cui si basa interamente Investbx è l'esistenza notoria di un fallimento del mercato per quanto concerne la fornitura alle imprese della regione West Midlands di finanziamenti di capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GBP. Nonostante la creazione di un certo numero di fondi di venture capital sostenuti da aiuti di Stato, persisterebbe la carenza di finanziamenti per le PMI. Le autorità britanniche osservano che tutti gli elementi di prova disponibili inducono a concludere che il fallimento del mercato non sarà risolto dal settore privato, per cui l'unico modo per rimediare a tale problema consiste nello stimolare il mercato attraverso l'intervento pubblico.

(90) Per ovviare al fallimento del mercato, Investbx intende svolgere il ruolo di catalizzatore regionale e mettere in relazione PMI ed investitori attraverso una piattaforma di negoziazione di azioni online, corredata da una serie di servizi complementari incentrati sulla raccolta di fondi per le PMI. Secondo le autorità del Regno Unito attualmente non esiste nella Comunità qualcosa di simile ad Investbx. Si tratta pertanto di un progetto pilota unico e innovativo che potenzialmente offre vantaggi a tutte le regioni della Comunità, in quanto consente loro di osservare i progressi che saranno compiuti per porre rimedio al fallimento del mercato e per stabilire se borse regionali di negoziazione online di questo genere siano possibili e utili alle economie regionali.

(91) Le autorità britanniche sostengono che la AWM, per gestire il mercato di Investbx, ha selezionato The Share Centre, mediante una procedura di selezione che è stata pubblicata nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*. Esse hanno peraltro dichiarato che Ofex ha sostenuto il progetto, sia prima che immediatamente dopo avere tentato, senza successo, di aggiudicarsi il contratto per la gestione di Investbx. Hanno anche affermato che la procedura di selezione è stata svolta in maniera oggettiva e che in nessuna fase ne è stata contestata l'imparzialità.

(92) Le autorità britanniche ritengono che Investbx attrarrà un nuovo tipo di investitori, ragion per cui non sarà in concorrenza con Ofex per la raccolta di capitali. Investbx servirà da trampolino verso mercati più maturi, anziché porsi come loro concorrente.

(93) Le autorità britanniche dichiarano che attualmente non sono disponibili per gli investitori i servizi di qualità migliorata, citati nella decisione di avvio del procedimento. Di conseguenza, non potrebbero verificarsi distorsioni di concorrenza. Le autorità britanniche affermano che Investbx metterà a disposizione del pubblico azioni di nuova emissione, contrariamente alla pratica seguita dai mercati più maturi, nei quali le azioni di nuova emissione sono tradizionalmente messe a disposizione di poche istituzioni.

(94) Le autorità britanniche confermano che Investbx svolgerà un duplice ruolo (foro di discussione e piattaforma di negoziazione) nessuno dei quali attualmente è svolto da Ofex o da altre organizzazioni. Si era scelta la struttura di Investbx in quanto oltre a che garantire il controllo effettivo di Investbx è detenuto da AWM, assicura che i terzi non beneficeranno di alcun vantaggio derivante dai fondi e che gli eventuali utili realizzati dalla vendita di Investbx, alla fine, ritorneranno ad AWM in caso di successo dell'impresa.

(95) Il piano aziendale di Investbx prevede di raccogliere fondi sufficienti sul mercato primario per soddisfare il fabbisogno di finanziamento di almeno 47 PMI della regione West Midlands nell'arco di cinque anni, pari a un minimo di 70 milioni di GBP. Sulla base di una comparazione con Ofex, le autorità britanniche, nella loro lettera del 21 novembre 2005, hanno concluso quanto segue:

A livello britannico

— Nell'arco di cinque anni, a partire dal 2000, sul mercato Ofex sono stati raccolti soltanto 43,3 milioni di GBP sul mercato primario nel segmento 0,5-2 milioni di GBP per 39 società, tutte situate nel Regno Unito.

— Se dal totale dei fondi raccolti si eliminano i finanziamenti sul mercato secondario, le società Ofex hanno raccolto soltanto importi modesti attraverso emissioni sul mercato primario.

A livello di West Midlands

— Le 10 società ubicate nella regione West Midlands iscritte nel listino di Ofex rappresentano soltanto il 7 % del numero totale di società iscritte su Ofex (novembre 2005).

— Se si considerano soltanto le società ubicate nella regione West Midlands, sul mercato Ofex nei cinque anni compresi tra il 2001 e il 2005 è stato raccolto soltanto un totale di 12 milioni di GBP (per il mercato primario e secondario) pari unicamente al 4,1 % del totale raccolto a livello sul Regno Unito da Ofex. Più del 50 % dei fondi raccolti da Ofex per società ubicate nella regione West Midlands è andato ad un'unica società.

— Nell'arco di cinque anni, a partire dal 2000, sul mercato Ofex è stato raccolto soltanto un volume pari a 3,5 milioni di GBP di finanziamenti sul mercato primario per 5 società ubicate nella regione

West Midlands. Delle 20 società recentemente ammesse su Ofex nel 2004 soltanto una era della regione West Midlands.

(96) Nella loro lettera del 21 novembre 2005, le autorità britanniche affermano che l'attività di raccolta di fondi di Ofex copre l'intero Regno Unito, diversamente da Investbx che opererà in una sola regione, West Midlands. Su un totale di oltre 300 000 PMI situate nella regione West Midlands, si sostiene che soltanto 57 sono negoziate sull'AIM, 10 su Ofex e un numero compreso tra 5 e 10 ogni anno riceve aiuti da ciascuno dei grandi fornitori di venture capital. Le autorità britanniche non sono convinte che Ofex o un altro fornitore abbia le risorse o disponga di piani specifici per ovviare al fallimento del mercato nella regione West Midlands o sia disposto e interessato a farlo. Infatti, in due riunioni distinte, i dirigenti di Ofex erano stati invitati a presentare i loro piani per rimediare al fallimento del mercato nella regione West Midlands, ma Ofex non l'ha fatto. Dagli elementi di prova disponibili, le autorità britanniche concludono che Ofex non ha affatto svolto il ruolo previsto da Investbx in passato né poteva o lo avrebbe fatto in futuro. Le autorità britanniche concludono che la creazione di Investbx non svantaggerà affatto Ofex. Una delle finalità principali di Investbx consiste nel fungere da raccordo, ossia da borsa dove le società si «abituerebbero» ai requisiti che una società negoziata in borsa deve possedere e si preparerebbero all'eventuale transizione verso mercati maturi.

(97) Secondo le autorità britanniche, non vi sarà trasferimento di aiuto alle PMI o agli investitori. Le PMI assumeranno direttamente consulenti che remunereranno secondo le tariffe in vigore sul mercato.

(98) Le autorità britanniche riconoscono che Investbx è un beneficiario dell'aiuto. Affinché l'aiuto possa essere considerato compatibile, deve esistere un fallimento del mercato ben definito. Si ritiene che la carenza più grave di capitale proprio per le piccole imprese sia compresa nel segmento 0,5-2 milioni di GBP. Le autorità britanniche affermano che ciò è comprovato da innumerevoli ricerche indipendenti, dalla Commissione in casi precedenti nonché dagli stessi orientamenti comunitari sul capitale di rischio. Le autorità britanniche non hanno trovato alcun elemento di prova indicante che, nel frattempo, sarebbe mutata la valutazione del fallimento del mercato, riconfermata dalla Commissione nella decisione sul caso Enterprise Capital Funds ([15]). Le autorità britanniche citano una serie di dichiarazioni a sostegno della necessità di Investbx rilasciate da noti operatori attivi nella vasta comunità di professionisti della regione West Midlands. Un fornitore di venture capital della regione ha osservato che delle 500-750 proposte che gli sono sottoposte ogni anno, meno dell'1 % riceve finanziamenti. La maggior parte delle società che sono respinte hanno piani finanziari validi e pur non essendo adatte ad investimenti di venture capital, potrebbero essere ammesse su Investbx. Per sottolineare che sussiste un'incontestabile carenza del mercato, le autorità britanniche citano altri documenti (tra cui il documento di consultazione in materia di bilancio del ministero del Tesoro intitolato «*Bridging the Finance Gap*», il documento della Presidenza britannica sul capitale di rischio pubblicato prima del vertice e il sondaggio della Confederation of British Industry sulle tendenze delle PMI.

(99) Benché le autorità britanniche inizialmente non avessero escluso di coprire transazioni fino a 5 milioni di GBP situando a tale livello il fallimento del mercato da esse riconosciuto, in uno stadio successivo del procedimento hanno confermato che le transazioni su Investbx durante i cinque anni iniziali saranno limitate a 2 milioni di GBP all'anno e qualsiasi transazione superiore a 2 milioni di GBP sarà notificata alla Commissione.

(100) Secondo le autorità britanniche, lo strumento di aiuto notificato è effettivamente destinato ad ovviare al fallimento del mercato e va ben oltre i mezzi tradizionali a giudicare dal modo in cui tratta tale problema. Investbx è stata concepita per essere complementare ad altri fornitori di fondi, per attrarre e utilizzare a vantaggio delle PMI un'ulteriore fonte di finanziamento. Le autorità britanniche ritengono che l'effetto d'incentivazione del progetto è chiaro giacché, senza l'intervento pubblico, Investbx non sarebbe creata.

(101) Le autorità britanniche ritengono che la creazione e il finanziamento iniziale di Investbx non altereranno la concorrenza, anzi contribuiranno a correggere un fallimento del mercato attualmente ignorato. Quand'anche si sostenesse che la misura è potenzialmente distorsiva, l'importo limitato di finanziamento su un periodo massimo di cinque anni, unitamente al fatto che l'impatto di Investbx sarà circoscritto ad un'unica regione del Regno Unito, significa che simile distorsione è più che controbilanciata dai potenziali vantaggi derivanti per tutte le regioni della Comunità. Al termine del periodo quinquennale Investbx dovrà essere autonoma e se, come è auspicabile, sarà venduta, gli eventuali utili saranno versati all'AWM.

(102) Le autorità britanniche ritengono che Investbx avrà soltanto un'incidenza limitata sulla concorrenza e nessun effetto significativo sugli scambi, in quanto si prefigge di operare unicamente in una delle nove regioni inglesi. Essa agirà a titolo di operatore regionale per cui, per definizione, non potrà alterare l'attività economica al di fuori della regione West Midlands. Inoltre, se Investbx avrà successo, progetti analoghi in altre parti della Comunità potrebbero suscitare l'interesse del settore privato senza richiedere interventi pubblici.

(103) Se Investbx avrà successo e se il fallimento del mercato sarà risolto, allora questo progetto potrà essere considerato come lo strumento più idoneo a conseguire tale obiettivo con un minimo di spesa pubblica o di distorsione di concorrenza. In caso di insuccesso del progetto, non si registreranno distorsioni di concorrenza, ma si sarà appurato che il modello Investbx non era uno strumento

([15]) Caso n. 2006/250/CE — Regno Unito — «*Enterprise Capital Funds*», GU L 91, del 29.3.2006, pag. 16.

adatto per far fronte al fallimento del mercato oppure che il modo in cui la AWM ha cercato di attuare il modello non era il più appropriato per farlo e si dovrebbe prendere in considerazione un approccio alternativo.

5.2. **Osservazioni del Regno Unito sui commenti critici formulati da terzi**

(104) Per quanto concerne i commenti formulati da JP Jenkins, le autorità britanniche fanno una netta distinzione tra Investbx e questa società. Esse affermano che JP Jenkins Stockbrokers gestisce un modello di impresa assolutamente diverso da quello di Investbx. La società JP Jenkins Stockbrokers è un'impresa sia di intermediari che eseguono unicamente ordini nonché di market-maker, attiva nella negoziazione fuori borsa di titoli non iscritti nel listino. Non esiste alcun obbligo regolamentare per questo mercato. L'obiettivo primario di Investbx consiste nella raccolta di fondi per le PMI; orbene, JP Jenkins Stockbrokers non svolge tale funzione.

(105) Le autorità britanniche hanno risposto come segue alle osservazioni di QCA e di Ofex.

(106) Il fallimento del mercato è descritto in maniera esaustiva e fattuale nella notifica dell'aiuto di Stato presentata dalle autorità britanniche il 26 luglio 2005. Inoltre, esse citano studi attestanti il persistere di questo fallimento del mercato, tra cui: *Pre-Budget Report on 5 December 2005* del Ministero del Tesoro; *A Mapping study of Venture Capital Provision* a cura di DTI Small Business Service; *Enabling the Enterprise evolution* di CBI. Esistono più di 300 000 PMI nella regione West Midlands e di queste, in media, soltanto una all'anno ha aderito a Ofex negli ultimi cinque anni. Analogamente, benché esista già una rete di investitori privati, dalle osservazioni formulate da terzi si evince che le PMI hanno bisogno di uno strumento di finanziamento incrementale che costituisca l'anello mancante nella scalata ai finanziamenti, dato che il passo per accedere ad un mercato maturo, è manifestamente troppo oneroso per la loro fase di sviluppo.

(107) Le autorità britanniche riconoscono che è l'insieme dei costi inerenti ad una transazione che spesso impedisce alle PMI di raccogliere fondi sui mercati maturi. Osservazioni formulate da terzi segnalano il costo di lancio, considerato come una percentuale troppo elevata dei fondi raccolti. L'intervento delle autorità britanniche ha permesso a società specializzate concorrenti, installate nella regione, di collaborare all'elaborazione di un modello di negoziazione nell'ambito di un Alternative Trading System (sistema alternativo di negoziazione) e alla preparazione di template standard, che riducono i costi della raccolta di fondi. Il costo totale non dovrebbe essere un ostacolo per aderire a Investbx.

(108) Secondo le autorità britanniche sono disponibili informazioni, in materia di ricerche, sui titoli negoziati sui mercati maturi che attraggono investimenti istituzionali. Si tratta di informazioni preparate per titoli che interesseranno gli investitori istituzionali, che saranno ulteriormente utilizzate dai responsabili delle vendite delle società di intermediazione al fine di suscitare l'interesse istituzionale sul titolo e generare transazioni. Tuttavia tali informazioni, frutto di ricerche, non sono disponibili ai singoli investitori. Inoltre, le istituzioni finanziarie non si interessano ai titoli delle società più piccole in quanto il volume di azioni di cui potrebbero disporre è insufficiente perché possano detenere una posizione significativa. Invece Investbx fornirà dati sulle azioni delle PMI e, inoltre, le indurrà a fare eseguire ricerche indipendenti, ai prezzi di mercato, al fine di fornire agli investitori informazioni dettagliate sull'impresa, che fungeranno da base per la decisione di investirvi.

(109) Alla tesi secondo cui Investbx diluirebbe la liquidità, le autorità britanniche replicano che mentre «*25 anni fa la tecnologia di mercato non era in grado di sostenere mercati geograficamente diversi, la quotazione di una stessa azione su mercati diversi era vista come una frammentazione della liquidità di mercato. Tuttavia, l'avvento dell'Internet offre l'opportunità di rovesciare la situazione e di orientare i fondi degli investitori regionali verso imprese locali a vantaggio della regione*». Una borsa circoscritta alla regione West Midlands non frammenterà la liquidità, ne incoraggerà invece il raggruppamento in atto attraverso flussi più ingenti di azioni negoziate ad un corso unico, su base settimanale o mensile.

(110) Per confutare l'osservazione concernente la tutela dell'investitore, le autorità britanniche ricordano le misure di tutela dell'investitore in vigore nel Regno Unito e applicabili a investitori che investano in Investbx. Le imprese che aderiscono a Investbx devono soddisfare una serie di requisiti regolamentari e informativi propri di un sistema di negoziazione alternativo. Come testé rilevato, Investbx ottempererà agli obblighi di protezione dell'investitore della FSA attraverso un meccanismo ad hoc già sperimentato, appaltato a The Share Centre, che controlla tutti gli aspetti del funzionamento di Investbx a questo proposito. La società The Share Centre, assoggettata alla FSA, controllerà il funzionamento di Investbx e garantirà che Investbx rispetti le migliori pratiche definite, in materia, nel codice di condotta della FSA. Oltre alle informazioni richieste dalla legge, Investbx fornirà agli investitori molte più informazioni sulle PMI di quanto di solito sia possibile. Ciò è indicativo dell'approccio innovativo di Investbx, che va ben al di là del regime regolamentare.

(111) I sistemi basati sulle aste sono un'alternativa, ormai riconosciuta ai sistemi basati sulla quotazione. Inoltre sono più adatti alla negoziazione di volumi minori di titoli, come illustrato dal dr. Robert Huggins nel documento «*Regional Stock exchanges in the UK*». L'investitore target per le PMI quotate su Investbx ricerca le opportunità di

investimento nel medio e lungo periodo; per questo motivo è importante fornirgli informazioni approfondite sulle prospettive dell'impresa. Questo profilo di investitore non esige la stessa capacità di negoziazione continuata come richiederebbe un negoziatore istituzionale. Tuttavia, i dati relativi all'asta successiva possono essere visti o gli ordini cambiati 24 ore al giorno, 7 giorni su 7 in qualsiasi momento fino all'asta.

(112) L'azionariato di Ofex consiste principalmente di agenti di borsa e di istituzioni finanziarie che utilizzano e traggono notevolmente vantaggio dal sistema incentrato sul market-maker e basato sulla quotazione. Come dimostrato dai dati forniti su Ofex, per mantenere la capacità di negoziare in qualsiasi momento su un mercato organizzato in funzione della quotazione, lo spread può anche giungere fino al 75 %. Invece il modello Investbx, che punta sull'incontro tra acquirenti e venditori sulla base di un prezzo unico, avvantaggia sia le PMI, che saranno in grado di negoziare piccoli quantitativi di azioni che gli investitori i quali non saranno penalizzati dallo spread tra il corso di acquisto e il corso di vendita.

(113) Le autorità britanniche osservano che Ofex sta diventando un mercato più maturo. In recenti comunicati stampa Ofex ha riconosciuto di avere raccolto capitale proprio per finanziare i cambiamenti apportati alla sua piattaforma di negoziazione in modo da facilitare la negoziazione dei titoli in diretta concorrenza con l'AIM e il LSE. La nuova piattaforma conferisce ad Ofex la capacità di negoziare volumi nettamente più elevati di determinati titoli sia iscritti che non iscritti nel listino con quotazioni stabilite su altri mercati borsistici londinesi.

(114) Le autorità britanniche sostengono che gli investitori non si troveranno senza vie di uscita, se Investbx dovesse essere chiusa. L'accordo di finanziamento prevede infatti la possibilità di uscire dal progetto Investbx. In caso di chiusura di Investbx, le PMI potrebbero continuare a essere negoziate sulla piattaforma di The Share Centre alle stesse condizioni.

(115) Le autorità ritengono che l'aiuto concesso a Investbx rappresenti il minimo necessario per ovviare al fallimento del mercato riscontrato in materia di accesso al capitale proprio per le PMI della regione West Midlands. Investbx non concederà fondi direttamente né procederà alla selezione di PMI sulla base delle loro ulteriori performance o della loro valutazione sulla piattaforma di negoziazione Investbx. Contrariamente a un fornitore di venture capital, Investbx non riceverà alcuna rimunerazione in funzione della valutazione futura di una PMI. Senza l'aiuto in questione il progetto non avrà luogo. Si tratta infatti di un progetto troppo rischioso perché possa essere tentato unicamente con un sostegno privato, in quanto non esistono precedenti per questo modello di impresa.

(116) Le autorità britanniche non concordano sul rischio che un modello di impresa senza scopo di lucro potrebbe ostacolare l'innovazione sui mercati finanziari. Esse auspicano che Investbx avvii e sviluppi una nuova attività redditizia, però riconoscono che la redditività non sarà raggiunta nella fase iniziale, ragione per cui è necessario il finanziamento. Tuttavia Investbx deve realizzare utili per poter diventare autonoma e redditizia nel lungo periodo, una volta cessato il finanziamento limitato di AWM. La differenza risiede nel fatto che gli utili saranno reinvestiti, anziché essere suddivisi tra gli azionisti. Le autorità britanniche valuteranno Investbx in funzione della sua capacità di mettere a disposizione delle PMI ubicate nella regione West Midlands nuovi servizi alle condizioni di mercato.

6. VALUTAZIONE DELLA MISURA

(117) La Commissione ha esaminato la misura in base all'articolo 87 del trattato CE e, in particolare, alla luce degli orientamenti sul capitale di rischio. I risultati di tale valutazione sono illustrati in appresso.

6.1. Legittimità

(118) Le autorità britanniche hanno notificato la misura e hanno dichiarato che Investbx non è stata costituita come una società, non ha iniziato ad operare e non ha ricevuto alcuna sovvenzione o fondo.

(119) Le autorità britanniche hanno inoltre precisato che AWM ha assunto una persona che svolgerà la funzione di *Chief Executive* (direttore generale) di Investbx. Tuttavia, attualmente, tale persona lavora, alle dipendenze di AWM, su una serie di progetti, uno dei quali concerne la fase preparatoria di Investbx. Sono iniziati i lavori per l'elaborazione del futuro portale del sito web di Investbx. In seguito ad un problema tecnico questo sito, che è chiaramente definito in costruzione, era accessibile. Il problema è stato risolto e il sito non è più accessibile al pubblico.

(120) Investbx non è stata ancora costituita come impresa e non ha fruito di alcun finanziamento. Di conseguenza, non è stato ancora concesso alcun aiuto.

(121) Le autorità britanniche si sono impegnate a non concedere l'aiuto prima dell'autorizzazione della Commissione. Hanno quindi soddisfatto l'obbligo ad esse incombente ai sensi dell'articolo 88, paragrafo 3, del trattato CE.

6.2. Esistenza di aiuto di Stato

(122) In seguito alla decisione della Commissione di avviare il procedimento, la presenza di aiuto è stata verificata a tre livelli, più precisamente:

— a livello di Investbx in quanto mercato,

— a livello degli investitori, e

— a livello delle PMI in cui investire.

La valutazione dei risultati sarà effettuata secondo gli orientamenti comunitari sul capitale di rischio.

6.2.1. *Aiuto a livello di Investbx*

(123) L'investimento e le spese correnti saranno finanziati mediante risorse di Stato attraverso l'agenzia pubblica per lo sviluppo AWM. Secondo le autorità britanniche, nessun investitore privato era interessato a investire in Investbx. In condizioni normali di mercato non sarebbe stato possibile raccogliere il capitale iniziale ricevuto sotto forma di sovvenzione a condizioni così agevolate. Per questo motivo l'apporto di finanziamenti non corrisponde al comportamento di un investitore privato operante sul mercato. Investbx riceve quindi finanziamenti che altrimenti non sarebbe stata in grado di procurarsi da fonti del settore privato ai tassi di mercato. Di conseguenza, l'impresa Investbx trae un vantaggio da risorse statali. Dato che potrebbe avere effetti su altri fornitori di servizi finanziari, in particolare su Ofex, come si vedrà in appresso, la misura può alterare la concorrenza. In generale, l'apporto di capitali e la fornitura dei servizi connessi possono essere di carattere transfrontaliero, come dimostrano l'esempio segnalato dall'Università di Warwick di una PMI della regione West Midlands che ha ottenuto finanziamenti sul mercato australiano e gli sforzi intentati da Ofex per offrire i suoi servizi all'estero. Non si può escludere, anche se è poco probabile, che PMI della regione West Midlands alla ricerca di finanziamenti di capitale proprio di importo pari a 2 milioni di GBP sollecitino e ottengano servizi all'estero. Di conseguenza, la misura può incidere sugli scambi intracomunitari e quindi comporta un elemento di aiuto a favore di Investbx ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE.

6.2.2. *Aiuto a livello degli investitori*

(124) Investbx propone un sistema di aste online che offre a tutti gli investitori, sia istituzionali che privati, la possibilità di investire in PMI. Inoltre permette loro di disporre di informazioni e di servizi cui altrimenti non avrebbero accesso. Qualsiasi investitore interessato, a meno che non vi sia escluso dalla legislazione sulla tutela degli investitori, potrà utilizzare Investbx alle stesse condizioni. Non è prevista una soglia minima di investimento per investitore. Pertanto, indipendentemente dal fatto che conferisca un vantaggio agli investitori, la misura non è selettiva a questo livello e quindi non costituisce aiuto per gli investitori ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE.

6.2.3. *Aiuto a livello delle PMI*

(125) Le PMI trarranno beneficio dalla misura in quanto saranno in grado di raccogliere finanziamenti privati di capitale proprio a condizioni che altrimenti non sarebbero presenti sul mercato. L'insieme dei servizi forniti da Investbx attualmente non è fornito congiuntamente da nessun altro fornitore operante sul mercato. Il fatto che investitori privati non siano disposti a creare un'impresa equivalente a Investbx dimostra che il progetto è rischioso. Questo progetto comporta infatti costi generali ingenti, che possono essere coperti unicamente se Investbx riesce a realizzare un determinato volume di attività, il che non è certo. Di solito la commissione applicata alle imprese destinatarie dell'investimento dovrebbe rispecchiare questo rischio elevato. Ciò nonostante, la tariffa che sarà applicata alle imprese suddette per l'insieme dei servizi forniti è troppo bassa perché Investbx abbia la certezza di coprire i suoi costi generali durante il periodo iniziale della durata massima di cinque anni o fino a quando una massa critica di imprese utilizzerà i suoi servizi e ciò malgrado il fatto che la maggior parte dei servizi offerti da Investbx sia appaltata a fornitori di mercato da cui Investbx ne trae un margine di utile. Questa proposta non era stata accettata da nessun investitore di mercato. Di conseguenza la misura può conferire un vantaggio alle PMI che utilizzano Investbx per finanziarsi, dal momento che per effetto del sistema di tariffication di Investbx, potranno ricevere servizi a condizioni più vantaggiose che se, per gli stessi, si rivolgessero a singoli operatori già presenti sul mercato. Il Regno Unito ha dimostrato che i servizi connessi all'utilizzazione di una piattaforma di negoziazione, a un sistema di partecipazione dei dipendenti al capitale, ai conti titoli, alla ricerca indipendente e al marketing saranno appaltati a fornitori privati, alle condizioni di mercato. Il vantaggio per le PMI deriva dal raggruppamento di detti servizi nonché dalla raccolta di fondi presso investitori interessati in PMI situate nella regione West Midlands. Questo vantaggio è conferito mediante risorse statali giacché è unicamente grazie al finanziamento dello Stato che può essere creata e sviluppata Investbx la quale fornisce i servizi succitati che altrimenti non sarebbero prestati dal mercato alle stesse condizioni. Dato che le imprese destinatarie degli investimenti verosimilmente operano su mercati che sono aperti alla concorrenza a livello comunitario, la misura può alterare la concorrenza e incidere sugli scambi intracomunitari. In conclusione, le PMI destinatarie degli investimenti riceveranno un aiuto ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato CE.

6.3. **Compatibilità della misura**

(126) Dal momento che la misura in questione costituisce un aiuto di Stato ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 1, del trattato, occorre valutarne la compatibilità in virtù delle deroghe previste all'articolo 87, paragrafi 2 e 3, del trattato. Le deroghe di cui all'articolo 87, paragrafo 2, del trattato concernenti gli aiuti a carattere sociale concessi ai singoli consumatori, gli aiuti destinati a ovviare ai danni arrecati dalle calamità naturali oppure da altri eventi eccezionali e gli aiuti concessi all'economia di determinate regioni della Repubblica federale di Germania non si applicano nel caso di specie. La misura non può neppure usufruire della deroga contenuta all'articolo 87, paragrafo 3, lettera a), del trattato per gli aiuti destinati a favorire lo sviluppo economico delle regioni ove il tenore di vita sia anormalmente basso oppure si abbia una grave forma di sottoccupazione. Analogamente, non si può ritenere che la misura sia destinata alla realizzazione di un importante progetto di comune interesse europeo oppure a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia del Regno Unito, come è stabilito all'articolo 87, paragrafo 3, lettera b), del trattato; infine, non è destinata a promuovere la cultura e la conservazione del patrimonio secondo quanto previsto all'articolo 87, paragrafo 3, lettera d), del trattato.

(127) Ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c) del trattato sono autorizzati gli aiuti destinati ad agevolare lo sviluppo di talune attività o di talune regioni economiche, sempre che non alterino le condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. La Commissione osserva che la misura in questione concerne la costituzione di un mercato e la concessione di aiuti per cinque anni ad una piattaforma di negoziazione online per investitori e PMI. Pertanto la misura è volta a creare un veicolo d'investimento che può facilitare l'incontro tra investitori e PMI in cui investire, ragione per cui può migliorare l'accesso al capitale di rischio.

(128) In materia di capitale di rischio l'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato viene applicato secondo gli orientamenti sul capitale di rischio. La Commissione applica detti orientamenti a tutte le misure di aiuto a favore del capitale di rischio notificate, rispetto alle quali prenderà una decisione dopo la pubblicazione degli orientamenti in questione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, anche qualora le misure, come nel caso di specie, siano state notificate prima della pubblicazione degli orientamenti ([16]). Investbx agevola l'incontro tra gli investitori e le PMI destinatarie degli investimenti, per le quali può dunque migliorare l'accesso al capitale di rischio. Di conseguenza si tratta di un veicolo di investimento ai sensi del punto 5.1, lettera f), degli orientamenti sul capitale di rischio. In base a tale disposizione, una misura che costituisce aiuto ad un veicolo d'investimento è soggetta ad una valutazione più dettagliata, conformemente alla sezione 5 degli orientamenti. Nel valutare la compatibilità della misura secondo la sezione 5 degli orientamenti sul capitale di rischio, la Commissione segue l'approccio annunciato nel Piano di azione per gli aiuti di Stato ([17]), che è stato ulteriormente precisato e dettagliato nelle sottosezioni 5.2, 5.3 e 5.4 degli orientamenti sul capitale di rischio. La Commissione valuterà se la misura di aiuto è destinata ad un obiettivo ben definito di comune interesse, in particolare ad ovviare al disfunzionamento del mercato, se l'aiuto è adatto a conseguire l'obiettivo individuato di comune interresse, se è necessario e ha un effetto di incentivazione, se è proporzionato e se le distorsioni di concorrenza e gli effetti sugli scambi sono limitati in modo da garantire che la misura di aiuto non sia, complessivamente, contraria al comune interesse. La Commissione si baserà quindi su una serie di elementi positivi e negativi. Secondo il punto 5, secondo paragrafo, degli orientamenti sul capitale di rischio, nessun elemento singolarmente considerato è determinante, né esiste un gruppo di elementi che possa essere ritenuto di per sé sufficiente per assicurare la compatibilità. In taluni casi la loro applicabilità ed il peso loro attribuito possono dipendere dalla forma della misura.

(129) Nessun altro regolamento, orientamento o linea direttiva esistente in materia di aiuti di Stato è applicabile. È vero che parti della regione West Midlands sono ammissibili alla deroga di cui all'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato CE ([18]), e la Commissione rileva, peraltro, che questa regione ha sofferto della crisi della società Rover. Tuttavia la sovvenzione accordata a Investbx non configura aiuto applicato a fini di sviluppo regionale.

6.3.1. *La misura di aiuto è destinata ad un obiettivo ben definito di comune interesse?*

(130) In base al punto 5.2.1 degli orientamenti sul capitale di rischio la Commissione valuta se la misura di aiuto è destinata ad un fallimento del mercato ben definito. Per le misure che prevedono specificamente l'intervento di un veicolo d'investimento, la Commissione richiede prove aggiuntive del disfunzionamento del mercato in questione. Tali elementi di prova devono basarsi su uno studio che indichi l'ampiezza della carenza di capitale proprio; inoltre, devono riguardare la fornitura di capitale di rischio e l'importanza del venture capital nell'economia locale.

(131) Come indicato al punto 1.3.2 degli orientamenti sul capitale di rischio, la Commissione ritiene che il disfunzionamento del mercato sui mercati di capitale di rischio dipenda principalmente da un'informazione asimmetrica. Per quanto riguarda l'accesso al capitale di imprese di piccola dimensione e di recente costituzione, la principale difficoltà di rifinanziamento di capitale proprio è costituita dai costi elevati di transazione e di agenzia, nonché dall'avversione al rischio da parte degli investitori per quanto concerne gli investimenti di capitale di rischio. In generale vi è disfunzionamento del mercato quando, per effetto di una corrispondenza imperfetta tra la domanda e l'offerta di capitale di rischio, il livello del capitale di rischio diventa troppo limitato e le imprese non ottengono finanziamenti, pur avendo un modello aziendale valido e prospettive di crescita.

(132) L'obiettivo della presente misura di aiuto consiste nel porre rimedio al disfunzionamento del mercato per quanto riguarda il finanziamento di capitale proprio delle PMI nel segmento 0,5-2 milioni di GBP nella regione West Midlands.

(133) Per dimostrare che il livello del capitale di rischio in questo segmento è limitato, nonostante la domanda di finanziamento di capitale proprio da parte di imprese redditizie, il punto 5.2.1 degli orientamenti sul capitale di rischio elenca una serie indicativa di elementi. Nella valutazione del fallimento del mercato effettuata in appresso, la Commissione tiene conto, in particolare, della redditività degli investimenti di capitale proprio, dello sviluppo di detti investimenti nel Regno Unito negli ultimi dieci anni nonché della ripartizione degli stessi per categorie di importo di investimento entro il segmento asserito di disfunzionamento del mercato. La Commissione esamina inoltre i dati concernenti la regione West Midlands, in particolare la ripartizione regionale degli investimenti

([16]) Orientamenti sui capitali di rischio, punto 7.2, terzo paragrafo.

([17]) Comunicazione della Commissione COM(2005) 107 def., del 7 giugno 2005.

([18]) Decisione della Commissione del 26 luglio 2000 relativa all'aiuto di Stato n. N 265/2000 — Regno Unito concernente la carta degli aiuti regionali del Regno Unito per il periodo 2000-2006 (GU C 272 del 23.9.2000, pag. 43).

privati di capitale proprio, la domanda di finanziamenti di capitale proprio e la misura in cui tale domanda è soddisfatta sui mercati di capitale tradizionali. A tal fine, la Commissione analizza gli studi forniti dalle autorità britanniche.

(134) Va osservato inoltre che la misura di aiuto in questione contribuirà anche a sostenere una regione dove attualmente sono in corso cambiamenti strutturali per effetto della creazione di un mercato regionale di negoziazione di azioni online per le PMI.

6.3.1.1. ***Elementi di prova attestanti il fallimento del mercato cui la misura deve ovviare***

(135) L'obiettivo di Investbx è costituito dalla raccolta di capitale proprio nella regione West Midlands nel segmento 0,5-2 milioni di GBP. È in questo segmento che il fallimento del mercato è considerato il più grave dagli operatori di mercato, secondo quanto dichiarato dal Regno Unito e come risulta da molte osservazioni inviate da terzi. A loro avviso questo segmento è troppo elevato per la maggior parte degli investitori informali, tra cui i *business angels*, che hanno accesso a risorse finanziarie limitate ([19]), e troppo modesto per la maggior parte degli investitori ufficiali di venture capital i quali considerano proibitivo il costo di valutazione di potenziali investimenti nel caso di un'impresa alla ricerca unicamente di un volume ridotto di finanziamenti di capitale proprio ([20]). Secondo le proiezioni finanziarie di Investbx presentate dalle autorità britanniche, il volume medio di finanziamento dovrebbe aggirarsi su 1,66 milioni di GBP entro il quinto anno di attività.

(136) Nella decisione relativa al regime di aiuti *Enterprise Capital Funds* ([21]), la Commissione ha constatato l'esistenza di un fallimento del mercato nel segmento 250 000-2 milioni di GBP (357 000- 2,9 milioni di EUR) nel Regno Unito sulla base dei dati contenuti in *Performance Measurement Survey 2003* ([22]); *Report on Investment Activity 2003* ([23]), nonché su informazioni fornite dal Regno Unito e su osservazioni inviate da terzi, che hanno confermato l'esistenza del fallimento del mercato.

(137) Secondo le autorità del Regno Unito esiste un fallimento del mercato nel Regno Unito e in particolare nella regione West Midlands, e tale conclusione è corroborata dai seguenti fattori, come indicato in una relazione di ECOTEC ([24]):

— nel caso di investimenti inferiori a 2 milioni di GBP le società di finanziamento di capitale proprio non possono raggiungere il livello di rendimento che di norma esigono;

— il fallimento del mercato nel segmento 250 000-2 milioni di GBP è reale ed è iniziato dopo il 1999/2000 in quanto il venture capital si è spostato su transazioni di maggior volume;

— nella regione in questione si effettuano pochissimi investimenti di private equity nel segmento 250 000-2 milioni di GBP;

— vi è una considerevole domanda di finanziamenti da parte di PMI in questo segmento di fallimento del mercato.

6.3.1.1.1. *Rendimenti degli investimenti in private equity e degli investimenti in venture capital nel Regno Unito*

(138) La redditività degli investimenti in private equity e in venture capital nelle diverse categorie d'investimenti è un indicatore utile ai fini dell'analisi del fallimento del mercato, dato che una scarsa redditività degli investimenti nel segmento corrispondente al fallimento del mercato indurrà gli investitori a spostare il loro interesse verso investimenti di maggiore entità, più redditizi. Secondo gli ultimi dati forniti dalla British Venture Capital Association (in prosieguo «BVCA») ([25]), nel 2004 i rendimenti degli investimenti in private equity e in venture capital nel Regno Unito hanno avuto il seguente sviluppo. Analogamente al 2003, i buy-out di dimensione media da parte del management (in prosieguo «MBO») (con 10-100 milioni di GBP di capitale proprio investito) e i grandi MBO (con più di 100 milioni di GBP di capitale proprio investito) hanno registrato rendimenti molto più elevati nel caso di investimenti nel breve e medio periodo rispetto agli investimenti nella fase iniziale e di sviluppo (ad esempio il rendimento triennale nel 2004 è stato pari a - 13,2 % per gli investimenti nella fase iniziale, - 5,3 % per gli investimenti nella fase di sviluppo, mentre è ammontato al 13,7 % per gli MBO di media entità e al 16,1 % sugli MBO di notevole entità). Di conseguenza, tra gli investimenti in private equity per gli investitori, è più interessante investire in MBO superiori a 10 milioni di GBP di capitale investito che in investimenti nella fase iniziale o di sviluppo.

([19]) I business angels in generale investono tra 10 000 e 250 000 GBP in imprese start-up o in fase iniziale con potenziale di crescita. CBI: *Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution* (luglio 2006).

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

([21]) Aiuto di Stato C 17/2004, GU L 91, 29.3.2006, pag. 16.

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

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

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

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

(139) Benché nella relazione 2005 della BVCA sul rendimento degli investimenti in private equity e in venture capital nel Regno Unito la metodologia sia cambiata ([26]), i rendimenti degli investimenti nelle fasi iniziali e di sviluppo nel medio periodo hanno continuato ad essere negativi. I rendimenti degli investimenti nella fase di sviluppo e piccoli MBO nel medio periodo sono stati di gran lunga inferiori ai rendimenti di MBO di media e grande entità a medio termine.

6.3.1.1.2. *Attività d'investimento in private equity nel Regno Unito*

(140) Secondo lo studio di BVCA sull'attività d'investimento in private equity nel Regno Unito ([27]), nel 2005 la dimensione media di investimento nel Regno Unito è salita a 5,2 milioni di GBP (rispetto a 4,1 milioni di GBP nel 2004, 3,2 milioni di GBP nel 2003, 3,7 milioni di GBP nel 2002 e 3,6 milioni di GBP nel 2001).

(141) Secondo il succitato studio di BVCA, il volume di private equity ricevuto dalle imprese britanniche è aumentato notevolmente nel corso degli ultimi anni (6 813 milioni di GBP nel 2005, 5 336 milioni di GBP nel 2004, 4 074 milioni di GBP nel 2003). Tuttavia, il volume investito nel segmento 0,5-2 milioni di GBP non ha registrato un incremento analogo, anzi è diminuito nel 2005 (313 milioni di GBP nel 2005, 330 milioni di GBP nel 2004 e 286 milioni di GBP nel 2003). Nel 2005 il 2 % del volume totale di private equity ricevuto dalle imprese britanniche era costituito da investimenti inferiori a 0,5 milioni di GBP, il 5 % da investimenti nel segmento 0,5-2 milioni di GBP e il rimanente 94 % da investimenti superiori a 2 milioni di GBP. Nel 2005 la percentuale del volume investito nel segmento 0,5-2 milioni di GBP rispetto agli investimenti totali è stata inferiore a quella rilevata negli anni precedenti (5 % nel 2005, 6 % nel 2004, 7 % nel 2003, 10 % nel 2002 e nel 2001).

(142) Il succitato studio di BVCA indica che anche in termini di numero di imprese destinatarie, la loro percentuale nel segmento 0,5-2 milioni di GBP rispetto al numero totale di imprese interessate è tendenzialmente decrescente (23 % nel 2005, 25 % nel 2004, 25 % nel 2003, 30 % nel 2002 e 31 % nel 2001). In termini assoluti, nel 2005 il numero di imprese destinatarie nel segmento 0,5-2 milioni di GBP è stato il più basso degli ultimi cinque anni (302 nel 2005, 321 nel 2004, 317 nel 2003, 361 nel 2002 e 399 nel 2001).

(143) Le autorità britanniche hanno citato vari documenti e sondaggi attestanti l'esistenza di un fallimento del mercato nel Regno Unito, tra cui:

— il documento di consultazione del Tesoro britannico, intitolato «*Bridging the Finance Gap*» ([28]), ha confermato la carenza di fondi propri nel segmento 0,25-2 milioni di GBP. La relazione si basava su sondaggi, dati di BVCA e riferimenti a studi universitari ([29]). Per quanto riguarda i sondaggi, il 97 % di coloro che hanno risposto alla consultazione «*Bridging the finance gap*» ha riconosciuto che le PMI continuano a dover far fronte a un notevole disfunzionamento del mercato e molti hanno sostenuto che la gravità della carenza varia a seconda della dimensione, del settore e della fase di sviluppo dell'impresa. Le risposte alla consultazione «*Bridging the finance gap*» indicano chiaramente che sussiste un gruppo fondamentale di piccole e medie imprese non idonee al finanziamento del debito e attualmente non in grado di accedere al capitale proprio di cui hanno bisogno per svilupparsi. Ne risentono anche le imprese alla ricerca di importi d'investimento esigui per potersi modernizzare o per diversificare «l'attività». La relazione sostiene che alcune PMI non sono «idonee al finanziamento del debito» e che, quando un'impresa non è ancora in grado di generare entrate sufficienti per rimborsare l'interesse sul debito e/o sviluppa nuove tecnologie o prodotti con un notevole potenziale di crescita, ma anche con un rischio significativo, la raccolta di fondi propri può essere una forma più appropriata di finanziamento. Come indicato dalla relazione, gli investitori di capitale proprio possono trovarsi confrontati a spese elevate per individuare opportunità interessanti d'investimento, in particolare per quanto concerne le spese di ricerca, di due diligence e di monitoraggio di investimenti in imprese nuove di più piccola dimensione. «Rispetto alle grandi imprese che sono quotate su mercati borsistici pubblici, il flusso d'informazione concernente imprese piccole non quotate alla ricerca di investimenti è limitato». La

([26]) Nella relazione del 2005 le statistiche erano suddivise in fondi che hanno chiuso per la prima volta prima e dopo il 1996. I fondi che hanno per la prima volta chiuso dopo il 1996 sono stati riclassificati in categorie di venture (incluse seed, start-up e fasi iniziali di sviluppo), piccoli MBO (MBO/MBI inferiori a 10 milioni di GBP e investimenti in fase di espansione), MBO medi (MBO/MBI con 10-100 milioni di GBP) e grandi MBO (MBO/MBI superiori a 100 milioni di GBP).

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

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

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

relazione sostiene che a causa dell'asimmetria dell'informazione, può darsi che potenziali investitori non percepiscano correttamente il profilo profitto/rischio delle imprese e diventino reticenti ad investire in capitale di rischio. La relazione conclude che i costi elevati di transazione e le spese proporzionalmente più elevate che gli investitori devono sostenere per ottenere informazioni riguardanti imprese di dimensioni più piccole li inducono ad orientarsi verso investimenti più ingenti. Dati i condizionamenti strutturali che incidono sulle forniture alle imprese più piccole e più rischiose di fondi e competenza in materia di venture capital gli investitori di venture capital sposteranno il loro interesse verso operazioni di maggiore entità, a favore di imprese che abbiano raggiunto una fase di sviluppo più avanzata.

— La ricerca effettuata da ECOTEC ([30]) ha confermato l'esistenza di un disfunzionamento del mercato nel segmento 0,5-5 milioni di GBP e ha precisato che la carenza più grave concerne le imprese alla ricerca di capitale di espansione dell'importo massimo di 2 milioni di GBP.

— Relazioni recenti della Confederation of British Industry (CBI) concludono che continua a sussistere una netta carenza per quanto concerne l'accesso ai finanziamenti. «Vi sono tuttora disfunzionamenti del mercato e anomalie nel sistema che è necessario risolvere». … *«Vari elementi indicano che negli ultimi anni si registra un crescente fallimento del mercato nel segmento 500 000-3 milioni di GBP. Dati recenti comunicati dalla BVCA non indicano alcuna diminuzione del deficit, mentre continua ad aumentare il volume medio di investimenti in capitale proprio»* ([31]).

Alcuni studi sostengono che vi è un disfunzionamento del mercato anche al di sotto di 0,5 milioni di GBP e al di sopra di 2 milioni di GBP. Tuttavia nessuno studio contesta l'esistenza di un fallimento del mercato nel segmento 0,5-2 milioni di GBP, ossia il segmento di finanziamento di capitale proprio che interessa Investbx. Si ritiene che sia questo il segmento caratterizzato dalla carenza più grave.

(144) Le autorità britanniche citano inoltre una serie di studi e di sondaggi concernenti diversi aspetti dello svantaggio che incontrano molte imprese quando decidono di iscriversi nel listino di una borsa valori:

— in un articolo pubblicato in seguito a una ricerca Brian Zivicky ([32]) osserva che nel Regno Unito gli analisti seguono un numero ridotto di piccole imprese quotate in borsa, in quanto il volume di transazioni è insufficiente per giustificare il costo di simili studi.

— In una relazione elaborata da Jaffe Associates per conto di Quoted Company Alliance ([33]) si afferma che nel Regno Unito le imprese più piccole quotate in borsa rivaleggiano per beneficiare di una percentuale limitata e decrescente di investimenti istituzionali di capitale proprio. La capacità di negoziare grandi volumi è un fattore fondamentale nelle decisioni di investimento, il che automaticamente penalizza le imprese più piccole.

— Un sondaggio effettuato da SWR a livello mondiale ([34]) ha concluso che sia gli emittenti che gli investitori sono perfettamente consapevoli del fatto che si potrebbero migliorare i meccanismi esistenti di fornitura di servizi finanziari alle PMI, in particolare per l'incontro tra emittenti e investitori. Dal sondaggio si deduce che, il fattore più importante in qualsiasi decisione d'investimento è la qualità, unitamente alla quantità, delle informazioni. La maggior parte dei gestori di fondi, degli investitori con patrimoni ingenti e dei fornitori di venture capital interrogati hanno dichiarato che le borse valori attuali non sono sufficientemente efficaci in termini di accesso delle PMI alla borsa o di apporto di liquidità per i titoli offerti dalle PMI.

— In un documento scritto da Tim Mocroft ([35]) si legge che «… *l'iscrizione nel listino e i requisiti regolamentari delle borse valori tradizionali sono costosi, ma data la dimensione delle società interessate e le somme di denaro raccolte, di solito i costi possono essere coperti. Tuttavia entrambi i fattori impongono di fissare una soglia in termini di dimensione delle imprese che di fatto riescono ad accedere ai principali mercati che operano nel Regno Unito, ossia al listino ufficiale del London Stock Exchange e all'AIM […]. Di solito un IPO (prima offerta pubblica di*

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

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

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

([33]) Jaffe Associates per conto di 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).

sottomissione) sull'uno o l'altro dei due mercati costa circa 500 000 GBP. Di fronte a costi del genere, la raccolta di importi relativamente modesti di capitale non è economica».

— Nella sua relazione intitolata *«Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises»* ([36]), la società Deloitte indica che da interviste con le diverse parti interessate è emerso che le PMI hanno scarsa conoscenza generale e consapevolezza delle opzioni di finanziamento. Le interviste hanno rivelato che la debole propensione ad investire era la principale barriera all'accesso a finanziamenti in tutta la regione West Midlands. La propensione ad investire dipende dall'atteggiamento dell'impresa rispetto al finanziamento, dalla qualità dei documenti presentati dall'impresa e dalla disponibilità generale di un progetto all'investimento. L'assenza di propensione a investire comporta implicazioni sia per la domanda che per l'offerta: può scoraggiare le imprese dal sollecitare finanziamenti in quanto prevedono che la loro domanda sia rifiutata e può restringere l'offerta in quanto un potenziale acquirente si trova ad affrontare un livello maggiore di rischio se constata un livello insufficiente di propensione all'investimento.

6.3.1.2. ***Il fallimento del mercato nella regione West Midlands***

(145) Mentre le informazioni di cui sopra riguardano un'analisi a livello del Regno Unito, l'oggetto della valutazione della Commissione è l'esistenza o meno di un fallimento del mercato nella regione target di Investbx, ossia nella regione West Midlands. In questo contesto, oltre agli elementi succitati, sono stati presi in considerazione altri aspetti dell'offerta e della domanda d'investimento a livello regionale.

(146) La maggior parte delle osservazioni formulate da terzi confermano l'esistenza di un fallimento del mercato nella regione West Midlands. Le autorità britanniche, nelle loro risposte alle osservazioni dei terzi interessati, hanno peraltro fornito prove, basate su una stima effettuata da fornitori di venture capital installati nella regione, dell'esistenza di un fallimento del mercato nel segmento 0,5-2 milioni di GBP nonché del fatto che su 500-750 proposte ricevute all'anno, meno dell'1 % riceve finanziamenti benché la maggior parte delle imprese respinte abbia piani aziendali validi e sia atta a ricevere finanziamenti se esistesse un meccanismo analogo a quello proposto da Investbx.

6.3.1.2.1. *Ripartizione regionale degli investimenti*

(147) Secondo i dati pubblicati nella relazione di BVCA sull'attività d'investimento nel 2005, il volume totale di investimenti di private equity nella regione West Midlands ha rappresentato il 4 % del livello totale del Regno Unito, mentre la regione del Sud-est e la regione di Londra congiuntamente hanno rappresentato il 44 % degli investimenti totali nel Regno Unito. Per quanto concerne gli investimenti nelle fasi iniziali (early stage), la percentuale del West Midlands è stata pari all'1 % dell'importo totale investito nel Regno Unito, mentre le regioni del Sud-est e di Londra hanno rappresentato il 49 %. In termini di investimenti in fase di espansione, gli investimenti realizzati nel West Midlands hanno rappresentato il 2 % rispetto al 42 % del Sud-est e di Londra sul totale di investimenti nel Regno Unito. Questi dati devono essere visti nel contesto del contributo in termini di PIL, delle diverse regioni al totale nazionale; gli ultimi dati disponibili di Eurostat risalgono al 2003 e indicano che la regione West Midlands vi ha contribuito per l'8 %, mentre il Sud-est e la regione di Londra congiuntamente hanno rappresentato il 34 % del PIL britannico nel 2003. Ciò indica che nella regione West Midlands la fornitura di capitale proprio per investimenti in imprese in fase iniziale e in fase di espansione è di gran lunga inferiore a quella rilevata nella zona di Londra e del Sud-est, rispetto all'attività economica.

(148) Secondo un'analisi ([37]) della capitalizzazione borsistica totale delle imprese iscritte nel listino del LSE e dell'AIM nell'intero territorio nazionale, è nella regione Midlands che si riscontrano i livelli più bassi di capitalizzazione totale. Nel 2003, la capitalizzazione borsistica regionale, espressa in percentuale del PIL, è stata pari al 621 % a Londra, al 139 % nel sud-est, al 153 % nel Regno Unito in totale, mentre è stata pari soltanto al 25 % nella regione Midlands. In termini di performance economica, la regione Midlands registra un debole livello di capitalizzazione borsistica in confronto alle altre regioni britanniche.

6.3.1.2.2. *Domanda di finanziamenti di capitale proprio delle PMI situate nella regione West Midlands*

(149) È difficile verificare dai dati statistici se esiste una domanda insoddisfatta di finanziamenti da parte di imprese con validi piani aziendali. Per risolvere il problema, i sondaggi sono risultati essere il miglior strumento disponibile di ricerca in materia.

(150) Le autorità britanniche hanno organizzato una serie di consultazioni, seminari e sondaggi sulla domanda di capitale proprio tra le PMI situate nella regione West Midlands. Nell'aprile 2003 è stato realizzato un sondaggio da cui è emerso che sulle 41 persone della comunità imprenditoriale regionale che avevano risposto, il 73 % trovava che l'accesso ai mercati di capitale costituiva un problema significativo per le PMI e l'88 % riteneva che i mercati di capitale maturi non soddisfacevano le esigenze di finanziamento delle PMI. Inoltre, il 68 % di coloro che hanno risposto ha osservato che Ofex era una fonte di capitale poco utilizzata per le PMI, mentre il 73 % era interessato a partecipare al progetto Investbx.

(151) Nel novembre 2003 si è svolta a Birmingham una riunione su Investbx, cui hanno partecipato 81 rappresentanti della comunità imprenditoriale. Successivamente, si è svolta a Londra, presso il Centre for Study of Financial Innovation

([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).

(CSFI), una riunione cui sono stati invitati 27 rappresentanti del settore. In quest'occasione è stato espresso il sostegno praticamente unanime al progetto. Nel maggio 2004 sono state contattate 21 società di consulenti professionali per ottenere le loro proposte dettagliate allo sviluppo del progetto Investbx e per valutare quanti dei loro clienti potessero essere idonei ad aderire a Investbx. 13 società hanno indicato che stimavano da 1 a 6 il numero di clienti del loro portafoglio che potevano ogni anno aderire a Investbx. Dato che soltanto una piccola percentuale di imprese ha partecipato al seminario, le autorità britanniche ritengono che il finanziamento di capitale proprio per 10 PMI all'anno previsto nelle proiezioni finanziarie di Investbx sia una stima piuttosto prudente della domanda. Considerato che i consulenti professionali sono pagati unicamente se le società riescono a raccogliere il capitale, è nel loro interesse proporre soltanto società con validi piani aziendali in modo che cerchino di aderire a Investbx unicamente quelle società che a loro avviso saranno attraenti per gli investitori.

(152) Quanto alla raccolta di finanziamenti di capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GBP per le PMI situate nella regione West Midlands, che è l'obiettivo primario di Investbx, le autorità britanniche ritengono che i mercati esistenti, che offrono finanziamenti di capitale proprio a PMI, non appagano in maniera soddisfacente la domanda e quindi non pongono rimedio al fallimento del mercato. Benché abbiano mediato investimenti di capitale proprio destinati a varie PMI della regione West-Midlands, questi mercati borsistici non forniscono una copertura sufficiente nella regione West-Midlands e nessuno di essi nutre un interesse regionale per le PMI. Secondo le autorità britanniche, tutti gli elementi di prova disponibili inducono a concludere che il fallimento del mercato non sarà risolto dal settore privato. In due riunioni distinte, organizzate dall'AWM, i dirigenti di Ofex erano stati invitati a comunicare i loro piani per risolvere il fallimento del mercato nella regione West Midlands, ma, stando alle autorità britanniche, Ofex non era stata in grado oppure non aveva avuto interesse a farlo.

(153) Attualmente 7 imprese della regione West Midlands sono iscritte nel listino di Ofex, tuttavia soltanto le azioni di 5 di esse formano oggetto di transazioni ([38]). Il Regno Unito non ritiene che Ofex abbia posto rimedio al fallimento del mercato, né che Ofex copra la domanda della regione, attualmente stimata pari ad almeno 10 società all'anno. Soltanto una PMI della regione West Midlands si è recentemente iscritta nel listino di Ofex nel 2005 e una nel 2004, mentre Investbx prevede che si iscrivano 5-12 nuove società all'anno.

Conclusione sul fallimento del mercato

(154) La Commissione, conformemente al punto 5.2.1 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, ritiene che siano stati forniti elementi di prova sufficienti, basati su numerosi studi, per poter concludere che esiste un fallimento del mercato nella regione West Midlands nel segmento 0,5-2 milioni di GBP all'anno.

6.3.2. *Lo strumento di aiuto è uno strumento adeguato per conseguire l'obiettivo di comune interesse?*

(155) Conformemente al punto 5.2.2 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, la Commissione valuta l'adeguatezza della misura ad ovviare al fallimento del mercato constatato. Inoltre, la Commissione tiene conto delle valutazioni d'impatto ed esamina la possibilità di conseguire gli stessi obiettivi con altri strumenti.

6.3.2.1. ***L'obiettivo del fallimento del mercato***

(156) A livello di Investbx, l'aiuto proposto è destinato ad ovviare al fallimento del mercato testè descritto mediante la creazione di una piattaforma elettronica regionale di negoziazione online che permetterà alle PMI di presentarsi, di raccogliere capitale e di negoziare le loro azioni. Allo stesso tempo permetterà agli investitori di visualizzare direttamente informazioni dettagliate sulle PMI, certificate da esperti indipendenti. Investbx migliorerà quindi il livello di efficacia delle informazioni e offrirà agli investitori una migliore percezione del rapporto rischio-remunerazione delle PMI. Inoltre, diminuirà i costi di transazione connessi all'ottenimento di informazioni sulle PMI, giacché renderà pubblicamente disponibili documenti di ricerca su tutte le PMI.

(157) Investbx si prefigge di raccogliere capitale proprio specificamente per le PMI della regione West Midlands. Il piano di attività di Investbx prevede la raccolta di fondi sul mercato primario a favore di almeno 47 PMI della regione West Midlands nell'arco di cinque anni, con una raccolta minima di 70 milioni di GBP. Rispetto a Ofex, che sostiene di essere ugualmente presente nella regione West Midlands e il cui volume di transazioni è analogo, le autorità britanniche, nelle loro osservazioni sulla decisione della Commissione di avvio del procedimento, hanno concluso quanto segue:

— in cinque anni a partire dal 2000, sul mercato Ofex sono stati raccolti soltanto 43,3 milioni di GBP di finanziamenti sul mercato primario nel segmento 0,5-2 milioni di GBP per 39 società nell'intero Regno Unito;

— se dal totale dei fondi raccolti si eliminano i fondi raccolti sul mercato secondario, le imprese iscritte a Ofex hanno raccolto soltanto volumi modesti attraverso emissioni sul mercato primario (ossia 0,8 milioni di GBP per tutto il Regno Unito nel 2004);

— se si considerano unicamente le imprese ubicate nella regione West Midlands, Ofex, nell'arco del periodo quinquennale tra il 2001 e il 2005, ha raccolto un importo totale di 12 milioni di GBP (mercati primario e secondario);

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

— a partire dal 2000, sul mercato di Ofex è stato raccolto soltanto un volume pari a 3,5 milioni di GBP di finanziamenti sul mercato primario per 5 società ubicate nella regione West Midlands.

(158) Investbx è una struttura regionale dotata di una rete locale di fornitori di servizi e di investitori, che è particolarmente importante per gli investimenti di capitale proprio in PMI in fase di espansione. Questi investimenti spesso devono essere seguiti attentamente e richiedono un rapporto diretto tra l'investitore e la PMI nella quale ha investito. Da studi teorici ed empirici risulta che la prossimità dell'investitore all'impresa finanziata è una variabile rilevante nella decisione di investire ([39]). Si può perfino sostenere che è concepibile che un investitore locale possa essere incoraggiato ad investire in un'impresa locale non solo per un plausibile vantaggio informativo, ma anche perché sarà in grado di fornire all'impresa in cui investe un particolare vantaggio collegandola alla sua rete locale e permettendole di usufruire di esternalità su altre imprese. Non si può nemmeno escludere un certo patriottismo regionale. L'interesse regionale è comprovato dal fatto che Investbx si interessa unicamente a PMI nella regione West Midlands, dispone di un gruppo di 6-8 persone nella regione West Midlands nonché di un organo non esecutivo comprendente professionisti della regione West Midlands dotati di grande esperienza di lavoro con le PMI.

(159) Investbx offrirà alle PMI servizi integrati, comprendenti la raccolta di fondi, la commercializzazione e la ricerca indipendente, nonché la connessione ad una rete di professionisti locali che aiuteranno le PMI ad accedere alla piattaforma di negoziazione. Per aderire a Investbx, a differenza degli altri mercati consolidati, le PMI devono fornire una relazione, frutto di una ricerca indipendente e standardizzata, che faciliterà la raccolta di informazioni su PMI che interessano gli investitori. Questi servizi integrati unitamente alla relazione esterna sempre disponibile agli investitori miglioreranno le possibilità delle PMI di raccogliere efficacemente capitali tramite Investbx.

(160) Inoltre, Investbx introduce un concetto innovativo di negoziazione sul mercato secondario che differisce per molti aspetti dai normali mercati di capitale proprio già affermati. Mentre il LSI, l'AIM e Ofex utilizzano meccanismi classici di market-making attraverso un sistema basato sulla quotazione, con corsi di acquisto e di vendita, Investbx non prevede market-maker, che genererebbero profitti basati sul margine tra il prezzo di vendita e quello di acquisto o mediante la vendita di volumi importanti di azioni oppure mediante la vendita con uno spread elevato. L'incontro tra investitori e PMI avverrà attraverso il mercato elettronico di aste online ad un prezzo unico che consente di eliminare i costi di transazione che sarebbero altrimenti generati dal margine tra i prezzi di vendita e di acquisto. Inoltre, rispetto ai RIE (*Recognised Investment Exchanges*) tra cui l'AIM e il LSI, Investbx, essendo un rappresentante ufficiale di un Alternative Trading System (The Share Centre), è sottoposto ad una regolamentazione meno rigorosa da parte della FSA. Questo status richiede minore ottemperanza degli obblighi e permette alle PMI, proporzionalmente agli importi raccolti sino a 2 milioni di GBP, un accesso più facile e meno costoso alla piattaforma di negoziazione.

(161) I costi complessivi connessi alla raccolta di piccoli volumi di capitale proprio saranno inferiori a quelli dei mercati più affermati. Il Regno Unito spiega, ad esempio, che per raccogliere 2,5 milioni di GBP, il costo totale dei fondi propri è pari a circa il 10 % per Investbx, mentre ammonta al 24 % per l'AIM. Le autorità britanniche inoltre affermano che il tipo di servizi ricevuto per questo prezzo varia, ad esempio, su nessuno dei mercati maturi vengono commissionate ricerche indipendenti che saranno successivamente messe a disposizione degli investitori privati. Anche se è importante mantenere i costi ad un livello accettabile, i costi verosimilmente non sono l'unico né il principale fattore che determinerà la decisione delle PMI di aderire a Investbx. Molte PMI della regione West Midlands dovranno scegliere tra Investbx o nient'altro. Il fatto di mettere a disposizione degli investitori ricerche e studi rappresenta un vantaggio qualitativo che dovrebbe permettere a Investbx di aumentare le possibilità delle PMI di ricevere finanziamenti. Per molti aspetti, Investbx sarà comunque più economica di Ofex, in particolare grazie ai minori costi di ricerca e di commercializzazione, consentiti dai template standardizzati e dall'adattamento dei servizi alle necessità delle PMI nella fase primaria di finanziamento nonché all'eliminazione dello spread tra prezzo di vendita e prezzo di acquisto nella fase secondaria.

(162) Investbx metterà i documenti di ammissione e i risultati delle ricerche indipendenti su tutte le PMI a disposizione di tutti i potenziali investitori o consulenti finanziari sul suo sito web. Di solito informazioni simili sono preparate soltanto per volumi più grandi di azioni e sono disponibili unicamente agli investitori istituzionali. Secondo le autorità britanniche, la fornitura non discriminatoria a tutti gli investitori di informazioni dettagliate e, in particolare, dei risultati delle ricerche indipendenti è uno dei principali fattori che dovrebbero garantire il successo del progetto.

(163) Nel migliorare l'informazione e nel rendere più efficiente la negoziazione, Investbx attacca una delle cause del fallimento del mercato, anziché curarne le conseguenze.

([39]) Questo fattore è analizzato sia da Harald Hau, il quale dimostra che gli operatori che investono in imprese ad essi geograficamente prossime tendono a realizzare profitti commerciali più elevati rispetto agli altri operatori situati a maggior distanza e da Degryse e Ongena, i quali hanno analizzato i contratti di prestiti bancari e hanno scoperto che le banche offrono migliori condizioni di prestito ai clienti situati a minor distanza. Harald Hau: *Location Matters: An Examination of Trading Profits*, The Journal of Finance, (2001) Vol. 56, No. 5, pagg. 1959-1983; Hans Degryse, Steve Ongena: *«Distance, Lending Relationship, and Competition»*, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 260 (2002).

(164) Investbx inoltre intende costruire un ponte tra le prime fonti di finanziamento e i mercati più maturi, verso i quali facilita «l'ascesa». Questa funzione sarà vantaggiosa non solo per le imprese destinatarie degli investimenti, ma anche per gli investitori attivi sui mercati adiacenti, cui fornirà vie di uscita per i loro investimenti. Dagli elementi di prova disponibili non risulta che Ofex svolga una funzione analoga di ascesa verso mercati più maturi nella regione West Midlands. Sul sito web di Ofex si afferma che 54 società sono passate da Ofex all'AIM tra il 2001 e il 2004. Tuttavia, tra il 2003 e il 2005, soltanto una società della regione West Midlands ha lasciato Ofex per aderire all'AIM.

(165) La sua capacità di rendere più trasparente l'informazione per gli investitori e di ridurre determinati costi inerenti alla raccolta di fondi e alla negoziazione di azioni rispetto a quelli rilevati sui mercati più maturi dimostra che Investbx è lo strumento adeguato per porre rimedio al fallimento del mercato.

(166) A livello delle PMI, la misura faciliterà loro la raccolta di capitale proprio, ossia dei finanziamenti che, dato il fallimento del mercato, hanno difficoltà ad ottenere malgrado dispongano di validi piani aziendali.

6.3.2.2. ***Valutazione d'impatto e impiego di strumenti alternativi***

(167) Secondo il piano finanziario, durante i suoi primi cinque anni di esistenza, Investbx raccoglierà perlomeno 70 milioni di GBP per un minimo di 47 società. Le PMI che avranno raccolto capitale proprio saranno ammesse alla negoziazione sulla piattaforma di negoziazione di Investbx.

(168) Le autorità britanniche sostengono che dopo aver accertata, mediante sondaggi, l'esistenza di una domanda insoddisfatta, prima di creare la misura in questione avevano cercato di porre rimedio al fallimento del mercato utilizzando la struttura di mercato esistente. Il 12 luglio 2005, rappresentanti di Ofex erano stati invitati ad incontrare l'AWM e, in quell'occasione, era stato loro chiesto di dimostrare che erano in grado di risolvere il fallimento del mercato constatato nella regione West Midlands, nel qual caso l'AWM si sarebbe ritirata. Ofex ha deciso di non fornire le informazioni e l'AWM ha quindi concluso che Ofex non aveva piani specifici per porre rimedio al fallimento del mercato oppure che non disponeva di risorse sufficienti per farvi fronte o una combinazione dei due motivi. In assenza di interessi privati a ovviare al fallimento del mercato, è parso necessario un intervento di Stato.

(169) La Commissione ritiene che, conformemente al punto 5.2.2 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, la misura sia uno strumento adeguato per ovviare al constatato fallimento del mercato. Inoltre, la Commissione tiene conto del fatto che sono stati presi in considerazione altri strumenti, che però non hanno fornito i risultati auspicati, e osserva che la misura dovrebbe avere un impatto positivo per ridurre il disfunzionamento del mercato.

6.3.3. *Effetto di incentivazione e necessità dell'aiuto*

(170) Conformemente al punto 5.2.3 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, la Commissione valuta l'effetto di incentivazione e la necessità dell'aiuto. La misura ha un effetto di incentivazione se induce un cambiamento di comportamento a favore dell'aumento complessivo del capitale di rischio. Negli orientamenti suddetti, la Commissione annuncia che terrà conto anche del carattere orientato al profitto della decisione d'investimento, in particolare della gestione commerciale della misura (punto 5.2.3.1), della presenza di un comitato d'investimento (punto 5.2.3.2), della dimensione della misura (punto 5.2.3.3) nonché della partecipazione di *business angels* per gli investimenti nella fase seed (punto 5.2.3.4).

(171) Il caso presente concerne un veicolo d'investimento che agevola l'incontro tra investitori privati e PMI destinatarie degli investimenti. La decisione d'investimento è, nella sua integralità, adottata da investitori privati e le PMI riceveranno unicamente private equity. Le decisioni d'investimento connesse alla raccolta di fondi per le PMI saranno motivate esclusivamente dalla ricerca di un profitto.

(172) In quanto mercato di capitale proprio, Investbx funziona in modo diverso dai fondi di capitale di rischio. Nel caso dei fondi di capitale di rischio, la gestione svolge un ruolo importante nelle decisioni di investimento. Investbx di per sé non fornisce alcun finanziamento alle PMI né adotta decisioni d'investimento. Questi criteri sono quindi meno rilevanti.

(173) Per quanto concerne la gestione commerciale (punto 5.2.3.1 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio) occorre notare, innanzitutto, che questo aspetto, nella fattispecie, è irrilevante, dato che i gestori di Investbx non dovranno adottare decisioni d'investimento in merito alla raccolta di fondi per le PMI. In secondo luogo, il Regno Unito ha assicurato che i gestori di Investbx saranno dotati di esperienza e di competenza comprovate in materia di investimenti sul mercato dei capitali, il che è da considerarsi come un fattore positivo.

(174) Per quanto riguarda la presenza di un comitato d'investimento (punto 5.2.3.2 degli orientamenti suddetti), data la natura di Investbx, nessun comitato d'investimento parteciperà al processo decisionale in materia di investimenti nelle PMI. Allo stesso tempo, la Commissione considera un elemento positivo il fatto che il progetto di Investbx sia stato messo a punto con la partecipazione di esperti provenienti dalla comunità di professionisti della regione West Midlands.

(175) Per quanto concerne la dimensione della misura (punto 5.2.3.3 degli orientamenti succitati), la Commissione osserva che Investbx non fornirà alle PMI fondi provenienti dalla sua dotazione. Per la raccolta dei fondi, Investbx si rivolgerà al mercato. Nel piano finanziario si prevede che l'importo di aiuto sia sufficiente per permettere a Investbx di raggiungere, nell'arco di cinque anni, la dimensione critica necessaria per realizzare economie di scala e diventare redditizia, il che è considerato come un elemento positivo.

(176) Quanto alla partecipazione di business angels per gli investimenti nella fase seed (punto 5.2.3.4 degli orientamenti), da un lato, la misura in questione non comporta investimenti nella fase seed e quindi questo criterio non è applicabile. D'altro lato, potenziali business angels possono, alla pari di qualsiasi altro investitore, utilizzare Investbx per investire in PMI.

(177) Quanto alla necessità della misura, la Commissione, innanzitutto, osserva che nessun operatore privato era disposto a lanciare il progetto Investbx senza la concessione di aiuti di Stato. Tale reticenza può essere dovuta al fatto che la creazione di un mercato regionale online per le PMI comporta notevoli rischi nella fase iniziale e fino a quando non si raggiungono economie di scala. Di conseguenza, per ovviare al fallimento del mercato mediante la creazione di Investbx e la concessione di un sostegno al progetto fino a quando diventerà redditizio entro i primi cinque anni di funzionamento, l'aiuto di Stato è considerato necessario.

(178) La Commissione prosegue in appresso la valutazione dell'effetto di incentivazione.

(179) Secondo le stime basate su sondaggi effettuati dalle autorità britanniche, ogni anno almeno 10 PMI della regione West Midlands aventi piani aziendali validi cercano invano di ottenere capitale proprio. Investbx prevede, durante i suoi primi cinque anni di attività, di ottenere capitale proprio per almeno 47 imprese con un profilo simile. Inoltre, la fornitura di capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GBP presumibilmente avrà effetti positivi sui mercati finanziari adiacenti. Business angels e altri investitori ufficiosi, che di solito apportano meno di 0,5 milioni di GBP potranno utilizzare Investbx come una nuova opzione di uscita per i loro investimenti, ragione per cui mercati più maturi e investitori interessati in operazioni di maggiore entità, quali l'AIM e i fondi di venture capital, possono trarre vantaggio da imprese che cresceranno con l'aiuto di Investbx e che richiederanno quote di finanziamento superiori a 2 milioni di GBP attraverso la loro iscrizione sul listino di una borsa valori. La misura concerne un progetto pilota che se avrà successo, potrebbe portare al lancio di altri progetti del genere in altre regioni.

(180) L'effetto d'incentivazione dell'aiuto rispetto a Investbx è evidente per il fatto che senza l'aiuto di Stato, come hanno sostenuto il Regno Unito e Ofex, non esisterebbe. Inoltre, la fissazione di una data precisa per la durata dell'aiuto è un incentivo per Investbx a diventare redditizia e commercialmente valida. La misura intende cambiare il comportamento degli investitori e quello delle PMI migliorando lo scambio di informazioni sul loro reciproco interesse.

(181) La misura in questione non comporta aiuti a livello degli investitori; pertanto, non altera il loro meccanismo di incentivazione che consiste nella scelta degli investimenti più redditizi. Diversamente da altre misure di aiuto di Stato, tra cui gli aiuti diretti all'investimento in PMI, gli incentivi per gli investitori rimangono inalterati.

(182) Secondo le stime delle autorità britanniche, si prevede che almeno 47 imprese ricevano finanziamenti di capitale proprio alle condizioni offerte da Investbx durante il periodo iniziale di cinque anni. Diversamente, la maggior parte di dette imprese potrebbe essere scoraggiata dalle condizioni attualmente presenti sul mercato, in particolare dalla mancanza di informazioni, dalle procedure complesse e dai prezzi in vigore. Grazie alla creazione del nuovo canale per la raccolta di capitale proprio, all'integrazione di tutti i servizi connessi e alla possibilità offerta alle imprese di negoziare, in futuro, le loro azioni, si prevede che le PMI raccoglieranno un maggiore volume di finanziamenti di capitale proprio per la loro espansione, il che costituisce l'effetto incentivante della misura.

(183) La Commissione conclude che, conformemente al punto 5.2.3 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, la misura è necessaria e fornisce un effetto di incentivazione.

6.3.4. *Proporzionalità dell'aiuto*

(184) Conformemente al punto 5.2.4 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, la Commissione valuta la proporzionalità dell'aiuto. La Commissione verifica che l'aiuto non ecceda quanto necessario per aumentare la fornitura di capitale di rischio e, in particolare, che non vi sia un eccesso di compensazione degli investitori né che il rischio di perdite sia sostenuto interamente dal settore pubblico o che i benefici vadano agli altri investitori. Inoltre, la Commissione può ritenere che un bando di gara aperto o un invito pubblico agli investitori influenzeranno positivamente la valutazione della proporzionalità.

(185) Sarà rivolto un invito pubblico agli investitori ad utilizzare Investbx e l'informazione relativa ad Investbx sarà disponibile pubblicamente a tutti gli investitori sul sito web di Investbx. La misura non sarà chiusa, ma resta aperta a qualsiasi investitore.

(186) Rispetto ai regimi di aiuto al capitale di rischio normalmente utilizzati dagli Stati membri per ovviare al fallimento del mercato, il volume di finanziamento pubblico utilizzato è molto limitato. I regimi regionali di aiuto al capitale di rischio che coprono regioni di dimensione analoga alla regione West Midlands, di norma, presentano volumi molto più elevati di aiuto di quanto previsto dalla misura in causa ([40]). Inoltre, Investbx di per sé non fornirà direttamente capitali alle PMI. La misura si limita ad introdurre un nuovo tipo di mercato per gli investimenti in PMI, che facilita le transazioni tra privati a condizioni di mercato. In questo senso Investbx pare particolarmente efficace per porre rimedio al fallimento del mercato.

([40]) Si prenda, ad esempio, il caso di aiuto di Stato n. C 17/2004 — Regno Unito («Enterprise Capital Funds»), GU L 91 del 29.3.2006, pag. 16, e il caso di aiuto di Stato n. C 72/2003 — Regno Unito («Invest Northern Ireland Venture 2003»), GU L 236 del 13.9.2005, pag. 14.

(187) L'entità dell'aiuto è calcolata in modo da permettere a Investbx di conseguire economie di scala e di raggiungere una dimensione tale da consentirle di avere un bilancio in pareggio dopo cinque anni. Vi è un limite massimo di aiuto di 3 milioni di GBP. Ciò coprirà unicamente la differenza tra i redditi attesi dall'attività di Investbx e i costi sostenuti da Investbx nei primi cinque anni. L'aiuto effettivo si limiterà a quanto sarà necessario per coprire eventuali perdite. Qualora riscuota un successo tale da coprire i suoi costi amministrativi prima che abbia speso interamente l'importo di aiuto, Investbx ne restituirà il saldo all'AWM.

(188) La Commissione considera positivo il fatto che la durata della misura sia limitata a cinque anni. Al termine di tale periodo, l'autorità regionale AWM chiuderà Investbx oppure ne venderà le azioni attraverso una gara aperta, non discriminatoria, accessibile a chiunque operi sul mercato, incluso Ofex. L'AWM dovrebbe recuperare almeno una parte dell'intera sovvenzione concessa e, potenzialmente ancora di più, a seconda del prezzo di vendita di Investbx.

(189) La Commissione ritiene che l'aiuto si limiti al minimo necessario e che quindi sia proporzionale.

6.3.5. *Le distorsioni di concorrenza e gli effetti sugli scambi devono essere limitati in modo da garantire che la misura di aiuto complessivamente non sia contraria al comune interesse*

(190) Conformemente al punto 5.3 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, la Commissione effettuerà una valutazione comparata dei potenziali effetti negativi della misura rispetto agli effetti positivi. In prosieguo saranno discussi l'eventuale effetto di esclusione nei confronti di potenziali concorrenti ed altri effetti negativi della misura.

6.3.5.1. ***Potenziali concorrenti e valutazione dell'eventuale effetto di esclusione nei loro confronti***

(191) Il principale servizio fornito da Investbx consiste nel procurare capitale proprio, nel segmento 0,5-2 milioni di GBP, alle PMI. I servizi integrati forniti da Investbx sono accessori e mirati principalmente ad incanalare fondi propri verso le PMI. Nonostante esistano alcuni vantaggi ad investire in PMI a livello locale, il mercato geografico per questo segmento di capitale proprio si estende, quanto meno, all'intero Regno Unito, dato che i finanziamenti di cui già hanno fruito le PMI della regione West Midlands provenivano da fonti basate in altre parti del Regno Unito, inclusa Londra. Benché sia stato citato un esempio di finanziamento ricevuto dall'estero ([41]), il mercato di capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GBP, in generale, tende ad essere nazionale.

([41]) Il documento fornito dalla Warwick University riferiva un caso in cui una PMI del West Midlands ha ricevuto finanziamenti in capitale proprio dall'Australia.

(192) In prosieguo saranno discussi i probabili effetti dell'aiuto sui concorrenti. Tra i concorrenti che forniscono o agevolano la fornitura di finanziamenti di capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GBP occorre citare i business angels, i fornitori di venture capital, i broker, i sistemi di negoziazione alternativa (ATS) nonché le principali borse valori, tra cui l'AIM e il LSE.

(193) Rispetto ai finanziamenti effettuati dai business angels, Investbx si distingue, da un lato, in quanto facilita la fornitura di volumi più ingenti di capitale proprio e, d'altro lato, in quanto impone un maggiore livello di divulgazione di informazioni e di studi indipendenti. Benché alcune reti o consorzi di business angels siano in grado di fornire volumi equivalenti di capitale proprio, la concorrenza che eserciterebbero nei confronti di Investbx nel caso di specie sarebbe limitata in quanto detti business angels offrirebbero capitale proprio a costi inferiori a quelli di Investbx giacché non esigono lo stesso livello di ricerca e di informazioni. Del resto, i business angels potrebbero perfino trarre vantaggio dalla misura investendo via Investbx. La Commissione ha ricevuto soltanto osservazioni positive dalla comunità dei business angels.

(194) I fondi privati di venture capital, come testè indicato, si concentrano principalmente su operazioni di maggiore entità. Investbx faciliterà la crescita di PMI che potrebbero, successivamente, essere rilevate da fondi di venture capital o da investitori su mercati più maturi. Non si può quindi escludere un certo grado di concorrenza con i fondi che forniscono un volume modesto di capitale. Dai rappresentanti del settore venture capital, in particolare da Catapult Venture Managers Ltd. e da Advantage Growth Fund, la Commissione ha ricevuto soltanto osservazioni positive. Dato che la sua principale caratteristica consiste nel raccogliere capitale per le PMI presso gli investitori e nel fungere da piattaforma di negoziazione, Investbx, di per sé, non fornisce finanziamenti alle società oggetto di negoziazione. Pertanto, la concorrenza che eserciterà nei confronti dei fondi di venture capital sarà molto limitata.

(195) Dalla comunità dei broker, la Commissione ha ricevuto osservazioni critiche, in particolare dalla società JP Jenkins, la quale sostiene che Investbx diventerà un suo diretto concorrente avvantaggiato, sotto il profilo della concorrenza, dall'aiuto di Stato, il che rischia di provocare una distorsione di concorrenza a danno di JP Jenkins. A questo riguardo, la Commissione ha preso atto della dichiarazione delle autorità britanniche, secondo le quali JP Jenkins opera in base ad un modello di attività diverso da quello di Investbx. JP Jenkins è un market-maker e svolge funzioni di intermediario specializzato nell'esecuzione di ordini che richiedono operazioni fuori borsa sutitoli non iscritti nel listino ufficiale. Questo mercato peraltro non è assoggettato ad alcun obbligo regolamentare. Di conseguenza, le autorità del Regno Unito sostengono che JP Jenkins non svolge la funzione di raccolta di fondi per le PMI, che è l'obiettivo principale di Investbx. Le stesse argomentazioni si applicano alle attività di altri intermediari specializzati

nell'esecuzione di ordini. Quanto alle affermazioni di JP Jenkins, in ogni caso, si osserva che nel giugno 2006, prima che sopprimesse la possibilità di effettuare ricerche per regione sul suo sito web, JP Jenkins ha negoziato 157 società di cui soltanto 4 del West Midlands. Pertanto, la Commissione ritiene che l'effetto potenziale di Investbx su JP Jenkins sia quanto meno estremamente limitato.

(196) L'obiettivo principale di Investbx consiste nel penetrare il mercato delle piattaforme di negoziazione per permettere alle imprese che non possono essere quotate sulle principali borse del Regno Unito di ottenere finanziamenti di fondi propri. Il LSE non è considerato un potenziale concorrente di Investbx, dato che le società negoziate sui due mercati sarebbero diverse in termini di dimensione e di altre caratteristiche richieste dal LSE. In particolare, per essere quotate sul LSE, le società devono soddisfare taluni criteri, ad esempio, il 25 % delle azioni deve essere in mano al settore pubblico, devono avere 3 anni di esperienza di negoziazione e un capitale di esercizio sufficiente per coprire almeno i successivi 12 mesi oppure un livello minimo di capitalizzazione borsistica. Va peraltro osservato che l'AIM è meno adatto a raccogliere importi inferiori a 2 milioni di GBP, dato che il costo diretto della raccolta di un importo simile può rappresentare in media il 20-26 % del capitale raccolto. Inoltre, non fornisce alle PMI gli stessi servizi di Investbx. Di conseguenza, tutti questi elementi scoraggiano le PMI che intendono raccogliere 2 milioni di GBP dall'utilizzare l'AIM.

(197) Anche i sistemi alternativi di negoziazione che esistono attualmente (ATS), tra cui Ofex e The Share Centre, possono assicurare alle PMI la negoziazione di azioni sul mercato primario o secondario. Per quanto concerne la situazione della concorrenza sull'insieme del mercato, gli effetti di Investbx si limiteranno tuttavia ad un'unica regione del Regno Unito. Inoltre, in questa regione la fornitura di capitale proprio e l'intermediazione in questo campo sono meno sviluppate che nel Regno Unito in generale. Quanto all'eventuale concorrenza con Ofex in particolare, la Commissione ricorda che, attualmente, soltanto il 5 % delle imprese negoziate su Ofex sono ubicate nel West Midlands. Complessivamente da questa regione, tra il 2000 e il 2005, 10 imprese sono state ammesse al mercato Ofex. Tra quelle attualmente iscritte nel suo listino, 2 sono state ammesse dal 2003. Ofex ha un ambito nazionale, è interessato agli scambi internazionali e non si può escludere che si avvarrà della sua piattaforma resa più performante per negoziare volumi più ingenti nonché azioni di grandi società che potrebbero essere quotate altrove. Inoltre, come dichiarato dalle autorità britanniche, durante i sei anni dal 2000 al 2005, Ofex ha raccolto soltanto 3,5 milioni di GBP di finanziamenti sul mercato primario per 5 imprese basate nel West Midlands. Allo stesso tempo, Ofex ha raccolto circa 43,3 milioni di GBP di finanziamenti sul mercato primario nel segmento 0,5-2 milioni di GBP per 39 imprese nel Regno Unito. Di conseguenza, la distorsione di concorrenza in termini di volume di finanziamento sul mercato primario e di numero di PMI che potenzialmente potrebbero passare da Ofex ad Investbx nel West Midlands è molto limitata.

(198) La Commissione ritiene che non vi sarà affatto distorsione di concorrenza, se Investbx non avrà successo e non raccoglierà capitale e/o se non negozierà le azioni di nessuna PMI. In tal caso la misura risulterà semplicemente inefficace, ma non distorsiva.

(199) A livello delle PMI destinatarie di investimenti tramite Investbx, la distorsione di concorrenza è, del pari, limitata. Il loro vantaggio si limita alla regione West Midlands e si traduce in un miglior accesso ai servizi finanziari, dato che sarebbero integrati anziché essere forniti alle condizioni di mercato, e nella raccolta di fondi presso investitori interessati a livello locale, per la quale, in ogni caso, devono pagare il 6 % dei fondi raccolti. Inoltre, l'accesso a Investbx è aperto alle PMI del West Midlands che soddisfano le norme di informazione stabilite e forniscono uno studio tecnico esterno. Alla fine saranno gli investitori privati a decidere quale PMI presenta il piano aziendale più adatto per investirvi.

6.3.5.2. *Altre distorsioni di concorrenza*

(200) Per quanto riguarda altre distorsioni di concorrenza, come indicato al punto 5.3.2 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio, la Commissione esamina se la misura porterà alla creazione di un significativo potere di mercato da parte delle PMI destinatarie, se avrà per effetto di mantenere in vita imprese o settori inefficienti, se provocherà un eccesso di offerta di finanziamento in capitale di rischio e se determinerà una distribuzione inefficiente dei fattori di produzione tra le regioni.

(201) Come dichiarato nella valutazione dell'esistenza di aiuto a livello delle PMI, le PMI destinatarie riceveranno capitale di rischio da investitori privati, senza beneficiare di elementi di aiuto. L'unico vantaggio di cui fruiranno consiste nel fatto che riceveranno servizi che altrimenti non sarebbero disponibili sul mercato. Dalla natura stessa del vantaggio si deduce che, da solo, non può portare allo sviluppo di potere di mercato. Analogamente, il carattere privato delle decisioni d'investimento impedirà che la misura abbia per effetto di mantenere in vita imprese o settori inefficienti o di modificare la ripartizione dei fattori di produzione tra le regioni.

6.3.5.3. *Altri fattori che limitano l'effetto distorsivo sulla concorrenza*

(202) La Commissione ritiene che l'aiuto di 3 milioni di GBP a favore di Investbx possa alterare la concorrenza. Tuttavia vari aspetti ne limitano l'eventuale danno per i concorrenti. La misura è limitata in termini di importo concesso, di ambito geografico e di durata.

(203) Innanzitutto, l'aiuto ad Investbx sarà strettamente limitato al massimo a 3 milioni di GBP. Questo importo di aiuto non sarà maggiorato e si limita a quanto necessario per coprire eventuali perdite nella fase di avviamento di Investbx.

(204) In secondo luogo, Investbx offre i suoi servizi a PMI ubicate unicamente nella regione West Midlands, mentre altri mercati, tra cui Ofex, offrono i loro servizi all'intero Regno Unito nonché all'estero. Pertanto, gli eventuali effetti distorsivi concernerebbero unicamente una piccola parte degli operatori già affermati.

(205) In terzo luogo, l'aiuto è limitato anche nella durata, fissata a cinque anni. Dopo di che, l'AWM venderà a investitori privati la sua partecipazione in Investbx attraverso una procedura di gara aperta e non discriminatoria oppure chiuderà Investbx e quindi verrà eliminato l'eventuale rischio di distorsione di concorrenza. In caso di vendita, gli eventuali fondi non utilizzati della sovvenzione originaria saranno restituiti all'AWM. Benché il progetto Investbx copra non solo l'investimento iniziale, ma anche i costi di avviamento durante cinque anni, la Commissione ritiene che l'importo in causa sia necessario. Dato che il numero previsto di nuove PMI che ogni anno accederanno al mercato di Investbx è limitato, è logico supporre che Investbx realizzerà economie di scala e sarà in grado di presentare un bilancio in pareggio unicamente quando il numero di PMI negoziate avrà raggiunto un certo livello dopo vari anni.

(206) Nelle sue osservazioni, Ofex ha espresso il timore che al termine del periodo quinquennale non si riesca a trovare alcun acquirente per Investbx, motivo per cui le società ammesse alla sua piattaforma perderebbero il loro strumento di negoziazione e i loro azionisti perderebbero la capacità di vendere le azioni e si troverebbero «senza vie di uscita». Le autorità britanniche hanno confermato che in caso di un'eventuale chiusura di Investbx, The Share Centre è tenuta a conservare la piattaforma che Investbx utilizza e le PMI avranno la possibilità di continuare ad utilizzarla alle stesse condizioni di cui godono attualmente presso Investbx. Gli azionisti, contrariamente a quanto asserito da Ofex, avrebbero quindi la possibilità di continuare a negoziare le loro azioni e non si troverebbero senza via di uscita.

(207) In quarto luogo, la misura riguarda esclusivamente le PMI in fase di espansione. Scopo della misura è attrarre sul mercato di capitale proprio un maggior numero di PMI che prima non vi partecipavano e quindi creare nuove opportunità di investimento. Inoltre, le autorità britanniche si sono impegnate a limitare l'entità delle transazioni a un massimo di 2 milioni di GBP all'anno, mentre sulle piattaforme di mercato tradizionali questo massimale ufficiale non esiste.

(208) Infine, il rischio di distorsione di concorrenza è limitato dal fatto che il principale fornitore di servizi è stato scelto secondo una procedura non discriminatoria. Infatti sono state presentate soltanto tre offerte, di cui una di Ofex. La scelta di Investbx come fornitore di servizi è stata effettuata sulla base di criteri identici per tutti gli offerenti. L'offerta presentata da The Share Centre è stata la migliore, sia qualitativamente che in termini di prezzo.

(209) La «funzione ascensionale» svolta da Investbx per le società destinatarie degli investimenti, che cresceranno per poter essere ammesse su mercati più maturi in una fase successiva del loro sviluppo, sarà vantaggiosa per l'AIM. La limitazione dell'entità della transazione a 2 milioni di GBP rafforzerà questa funzione di «ascesa».

(210) Il progetto ha già suscitato ampio interesse in quanto può essere utilizzato in futuro per risolvere potenziali fallimenti locali del mercato in altre regioni della Comunità europea, come testimoniano le osservazioni di CEBRE e della Regione Emilia-Romagna. Può diventare un'opzione interessante ed efficace in termini di costo per stimolare il mercato del capitale di rischio e per sostenere le PMI.

(211) Quanto agli investitori nelle PMI destinatarie, la Commissione ritiene che l'investimento privato non venga escluso per effetto della misura di aiuto. Al contrario, Investbx fornirà più opportunità agli investitori privati migliorandone l'accesso ad informazioni sulle PMI. Inoltre, Investbx intende rivolgersi al pubblico in generale, anziché agli investitori istituzionali.

(212) Ciononostante, non si può escludere che Investbx attrarrà almeno una parte delle imprese che altrimenti si sarebbero procurate fondi attraverso altri mercati. Tuttavia questo effetto sarà limitato al massimo ad un periodo di cinque anni e alla regione West Midlands, dove il persistere di una situazione di fallimento del mercato dimostra che il potenziale attuale della regione non è sufficientemente apprezzato dalle altre borse.

(213) La Commissione ritiene che, complessivamente, gli effetti negativi dell'aiuto secondo il punto 5.3 degli orientamenti comunitari sul capitale di rischio siano limitati.

6.3.6. *Reazione della Commissione alle osservazioni critiche formulate dei terzi*

(214) Nei punti seguenti la Commissione riassume le sue obiezioni alle critiche formulate dai terzi.

(215) Per quanto concerne la frammentazione della liquidità, Investbx limita i suoi servizi alle PMI situate nella regione West Midlands che ricercano capitale proprio nel segmento 0,5-2 milioni di GBP. In questo particolare segmento essa può attrarre soltanto una piccolissima parte di imprese destinatarie che utilizzano altri mercati borsistici. Quanto agli investitori, Investbx attrarrà soltanto quelli che sono interessati ad investire nella regione West Midlands. Di conseguenza, l'eventuale pericolo di frammentazione della liquidità, presente sui mercati esistenti, è molto limitato. Al contrario, Investbx contribuirà a raggruppare liquidità concentrando nel quadro di aste debitamente organizzate titoli e transazioni che altrimenti sarebbero per lo più negoziati fuori borsa.

(216) Investbx rispetterà i requisiti regolamentari e informativi imposti ad un sistema di negoziazione alternativo (Alternative Trading System) e sarà monitorata da The Share Centre, impresa assoggettata alla FSA come spiegato nella descrizione.

(217) Quanto alla presunta distorsione di concorrenza a danno di JP Jenkins, la Commissione osserva che JP Jenkins presenta un modello di impresa differente. JP Jenkins negozia titoli di società non inserite nel listino valori o soppresse dal listino valori di Ofex, dell'AIM oppure del LSE. È un intermediario, che esegue unicamente ordini di clienti, e un market-maker. Secondo il Regno Unito, anche se è possibile indicare un prezzo doppio di vendita e di acquisto per ciascuna società di cui si occupa, non è detto che JP Jenkins necessariamente disponga di azioni da comprare o da vendere, ma essa cerca di favorire l'incontro tra acquirenti e venditori. In ogni caso, come indicato nelle sue pagine web, JP Jenkins nel giugno 2006 ha negoziato titoli soltanto di 4 società situate nella regione West Midlands su un totale di 157 società trattate. Pertanto, la Commissione ritiene che l'effetto potenziale di Investbx su JP Jenkins sarà molto limitato.

(218) Quanto all'affermazione di Ofex, secondo cui la Commissione basa la sua valutazione preliminare su informazioni incomplete, obsolete e non conformi alla realtà del mercato di fondi propri del Regno Unito, la Commissione osserva che essa si basa sui dati e sugli studi disponibili più recenti, in particolare sulle relazioni di BVCA dell'attività di investimento nel 2003, 2004 e 2005; sui sondaggi effettuati da BVCA sul *private equity* e sulla performance del venture capital nel 2003, 2004 e 2005, sulle relazioni del Tesoro e su altre fonti indicate nella decisione. Né Ofex né altri interessati hanno fornito studi o dati contraddittori o più recenti.

(219) Ofex sostiene che non esistono prove indicanti una carenza di informazioni da parte delle PMI in materia di accesso al finanziamento di capitale proprio, né prove dell'incapacità delle imprese del West Midlands, dotate di validi piani aziendali, di raccogliere capitale proprio né, infine, delle carenze di informazioni riguardanti le società in cui investire di cui soffrirebbero gli investitori. Innanzitutto, nella relazione Deloitte «*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises* (migliorare l'accesso ai finanziamenti per le PMI)» ([42]), basata su interviste con vari interessati si afferma che, in generale, la conoscenza e la consapevolezza delle opzioni finanziarie da parte delle PMI sono scarse. Le interviste hanno rivelato che la scarsa propensione ad investire era la principale barriera all'accesso a finanziamenti nella regione West Midlands. Orbene, la propensione ad investire dipende dall'atteggiamento delle imprese rispetto al finanziamento, dalla qualità dei documenti aziendali e dalla generale idoneità di un progetto a beneficiare di investimenti. In secondo luogo, le autorità britanniche hanno effettuato un sondaggio da cui risulta che almeno 10 PMI del West Midlands potrebbero ogni anno essere portate ad aderire a Investbx. Esse hanno inoltre citato le dichiarazioni di un fornitore di venture capital, secondo il quale molte PMI aventi piani aziendali validi sono respinte dai fondi di venture capital mentre potrebbero essere invece idonee per Investbx. In terzo luogo, gli studi forniti segnalano tra le ragioni che spiegano l'esistenza di fallimento del mercato ([43]) la mancanza di informazioni attendibili per gli investitori.

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

(220) Per quanto concerne i dubbi circa la necessità, sotto il profilo commerciale, di creare Investbx, la Commissione osserva che il Regno Unito ha presentato i risultati di un sondaggio effettuato nel 2003 tra 21 società di consulenti professionali, cui era stato chiesto di indicare quante società all'anno prevedevano di poter introdurre su Investbx. Tredici delle 20 società interrogate hanno indicato che prevedevano di introdurre da 1 a 6 società all'anno. Considerato che non erano stati contattati tutti i professionisti attivi nella regione West Midlands, la Commissione riconosce che una stima comprendente da 5 a 12 società aderenti a Investbx all'anno possa essere considerata prudente. Inoltre, in un altro sondaggio, effettuato nel 2003 tra rappresentanti della comunità imprenditoriale regionale, l'88 % delle 41 persone interpellate ha ritenuto che i mercati di capitale esistenti non soddisfacevano le esigenze di finanziamento delle PMI. Nello stesso sondaggio, il 68 % ha osservato che Ofex era scarsamente utilizzata come fonte di capitale per le PMI. Benché Ofex sostenga che, a partire dal 2003, si è ristrutturata e ha introdotto un manager regionale, nel 2004 e nel 2005 soltanto una società della regione West Midlands è stata per la prima volta iscritta nel listino di Ofex. La discrepanza tra la domanda potenziale e la misura in cui tale domanda è soddisfatta da Ofex o da altri mercati esistenti attesta la necessità di creare Investbx.

(221) Ofex sostiene che la normativa impedisce a Investbx di fornire maggiori informazioni sulle prospettive aziendali delle imprese destinatarie di quanto sia disponibile su Ofex e AIM. Ciononostante, secondo le autorità britanniche, Investbx è autorizzata a mettere e metterà a disposizione di tutti gli investitori ricerche esterne sulle PMI, il che attualmente non è una condizione essenziale per aderire a mercati tradizionali. Per quanto riguarda la protezione dell'investitore, le autorità britanniche hanno dichiarato che in quanto rappresentante designato di una società, The Share Centre, disciplinata dal FSA, Investbx sarà soggetta ai requisiti della legge 2000 sui servizi e sui mercati finanziari. The Share Centre si accerterà che Investbx si conformi alle opportune migliori pratiche quali indicate nel Code of Business Practice del FSA.

(222) Quanto ai costi di transazione, le autorità britanniche sostengono che Investbx fornirà servizi di ricerca e di presentazione delle imprese ad un livello di costi in media significativamente inferiore e che inoltre eliminerà il margine del market-maker tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita.

(223) Se dopo cinque anni non sarà economicamente redditizia e non potrà essere venduta, Investbx verrà chiusa. Tuttavia, le società che a quell'epoca saranno iscritte nel listino di Investbx potranno scegliere di essere rilevate da The Share Centre, che garantirà agli investitori e alle società destinatarie la sicurezza di continuare a negoziare sulla piattaforma alle stesse tariffe e condizioni offerte nella procedura di selezione per la fornitura di servizi a Investbx. Tale clausola è stata introdotta per fugare il timore degli

investitori che manchino vie di uscita per i loro investimenti verso la fine del periodo quinquennale sovvenzionato.

(224) Quanto all'argomento secondo cui un sistema basato su aste è meno adatto alla negoziazione di azioni di PMI, la Commissione osserva che i due sistemi offrono vantaggi diversi. Mentre il sistema del market-maker offre la possibilità di negoziare in qualsiasi momento, il sistema basato sulle aste elimina la differenza tra il corso di acquisto e quello di vendita. Inoltre, le autorità britanniche hanno dichiarato che Investbx si prefigge di attrarre investitori con prospettive di lungo periodo che attribuirebbero meno importanza alla possibilità di negoziare titoli su base quotidiana. In ogni caso non spetta alla Commissione stabilire quale sistema sia il più adatto. La Commissione si limita ad osservare che Investbx può contribuire ad attenuare il fallimento del mercato.

(225) Secondo Ofex, la funzione «ascensionale» è pienamente svolta da Ofex, dall'AIM e dal listino ufficiale. La Commissione osserva che Investbx intende contribuire al primo passo compiuto dalle PMI della regione West Midlands in questa ascesa verso l'AIM. Dall'elenco, fornito da Ofex, di società che sono passate da Ofex all'AIM durante gli ultimi tre anni, soltanto una proveniva dal West Midlands. Considerato che l'AIM è un mercato in rapida espansione, la Commissione suppone che in ogni caso vi sarebbe sufficiente spazio per permettere a Investbx di essere complementare agli sforzi compiuti da Ofex per portare nuove società all'AIM.

(226) Ciononostante, la Commissione riconosce che vi è indubbiamente il rischio che gli obiettivi di Investbx — di raccogliere capitale per le PMI o di fungere da passerella verso mercati di capitale più maturi — possano non essere conseguiti. Tale rischio è proprio della natura di un progetto pilota. È inoltre la ragione per cui investitori privati non erano disposti ad investire nel progetto e il motivo per il quale si ricorre all'incentivazione dell'aiuto di Stato.

(227) Ofex ha ragione ad affermare che l'aiuto non è prevalentemente diretto a coprire i costi aziendali delle PMI da finanziare, bensì i costi di avviamento di Investbx. Le società destinatarie riceveranno finanziamenti di capitale proprio da investitori privati alle condizioni di mercato. L'aiuto è destinato semplicemente ad un mercato che contribuirà a rendere più efficiente il flusso di fondi.

(228) Quanto all'effetto di incentivazione, l'aiuto permette la creazione di una piattaforma regionale di sistema di negoziazione alternativa (ATS), proponendo servizi addizionali nonché un nuovo canale di trasmissione di informazioni rilevanti ai fini degli investimenti tra gli investitori e le PMI destinatarie dell'investimento. Pertanto l'aiuto fornisce un incentivo alla costituzione d'Investbx e inciterà quest'ultima ad operare per porre rimedio al fallimento del mercato.

(229) […] (*).

(230) Quanto al timore di Ofex che Investbx possa escludere l'investimento privato sui mercati di negoziazione esistenti o potenziali, la Commissione non scarta del tutto questa eventualità, ma ricorda che l'attività di Investbx si limita alle PMI della regione West Midlands alla ricerca di capitale proprio per importi sino a 2 milioni di GBP. In questo segmento gli altri mercati borsistici noti alla Commissione sono attivi in misura molto limitata. In particolare Ofex elenca soltanto 7 società della regione Midlands su 180 società quotate. Se Investbx non avrà successo, vuol dire che avrà realizzato un fatturato troppo modesto per generare utili e verosimilmente non sarà in grado di influire in alcun modo sulla posizione dei suoi concorrenti. D'altro canto, se Investbx avrà successo, AWM, dopo cinque anni, la venderà ad investitori privati mediante una procedura di gara aperta e quindi attrarrà ulteriori investimenti privati sul mercato per questo tipo di servizi finanziari. In ogni caso, spetterà agli investitori privati valutare quale mercato offra i migliori servizi, sia più innovativo e presenti maggiore possibilità di rendimento per i loro investimenti. Da un lato, è vero che durante i primi cinque anni Investbx non dovrà pagare dividendi all'investitore pubblico. Investbx, per i primi cinque anni, applicherà per i suoi servizi prezzi tali da consentirle di avere un bilancio in pareggio nell'arco di cinque anni. Ciononostante, nell'ottica della sua cessione, l'obiettivo ultimo di Investbx consiste nel diventare un'impresa redditizia che dovrà generare utili una volta venduta. Ofex sostiene che Investbx può restringere l'innovazione sul mercato finanziario. Tuttavia, a giudicare dal modo in cui opererà, Investbx rappresenta di per sé un'importante innovazione. Infatti, è una combinazione di più elementi innovativi.

6.4. **Valutazione comparata e conclusione**

(231) La Commissione riconosce che la creazione di Investbx è una misura volta a eliminare un fallimento del mercato e avrà un effetto incentivante ai fini della raccolta di capitale proprio per le PMI.

(232) La Commissione ritiene che l'aiuto di 3 milioni di GBP a favore di Investbx sia proporzionale. Vi sono vari aspetti che limitano l'eventuale danno per i concorrenti. La misura è limitata sia in termini di ambito geografico, che di durata e di imprese destinatarie.

(233) Sulla base delle considerazioni di cui sopra, la Commissione è giunta alla conclusione che l'aiuto contribuisce a ovviare a un fallimento del mercato e permette lo sviluppo di una piattaforma regionale di negoziazione di capitale proprio che agevolerà il finanziamento di capitale proprio delle PMI senza incidere in maniera negativa sulle condizioni degli scambi in misura contraria al comune interesse. Di conseguenza, l'aiuto a favore di Investbx è compatibile con il mercato comune in base agli orientamenti comunitari sul capitale di rischio.

(*) Segreto d'affari.

6.5. **Cumulo**

(234) Le autorità britanniche si sono impegnate a vietare il cumulo della sovvenzione in questione con qualsiasi altro aiuto a favore di Investbx. Per quanto concerne l'aiuto alle PMI destinatarie degli investimenti, il vantaggio che possono trarre dalla misura consiste nell'accesso ai servizi di Investbx, che altrimenti non avrebbero affatto oppure non avrebbero alle stesse condizioni. Esse riceveranno capitale privato senza beneficiare di elementi di aiuto da fonti puramente private. L'elemento di aiuto non consiste nell'investimento di capitale proprio, quindi le regole di cui alla sezione 6 degli orientamenti comunitari relativi al capitale di rischio, che vietano il cumulo di aiuti al capitale di rischio con altre misure di aiuto, non si applicano alle PMI che si avvalgono di Investbx.

7. **MONITORAGGIO**

(235) Considerata la natura innovativa, la complessità e la possibilità che la misura sia applicata in altre regioni della Comunità europea per contribuire a risolvere il fallimento del mercato a livello regionale, la Commissione intende monitorare gli effetti e il successo del progetto Investbx. Le autorità britanniche presenteranno una relazione annua al riguardo indicante il numero di PMI per le quali è stato raccolto capitale e il volume di capitale raccolto per ciascuna PMI in modo che la Commissione possa valutare se la misura fa adeguatamente fronte al fallimento del mercato nel segmento sino a 2 milioni di GBP. Per poter valutare gli effetti dal lato dell'offerta, le autorità britanniche indicheranno altresì il volume di capitale per investimento raccolto per tipo di investitore. Per quantificare la redditività della misura e per monitorare l'impiego delle risorse statali, le autorità britanniche presenteranno ogni anno i conti finanziari di Investbx. Al termine del quinto anno dalla creazione di Investbx, il Regno Unito informerà la Commissione se Investbx sarà stata venduta con successo a investitori privati mediante una procedura di gara pubblica oppure se sarà stata chiusa,

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

L'aiuto, cui il Regno Unito intende dare esecuzione, sotto forma di una sovvenzione di 3 milioni di GBP a favore di Investbx, è compatibile con il mercato comune ai sensi dell'articolo 87, paragrafo 3, lettera c), del trattato.

L'esecuzione dell'aiuto è pertanto autorizzata.

Articolo 2

Il Regno Unito presenta una relazione annua sull'esecuzione dell'aiuto, comprendente i seguenti elementi:

— il numero di PMI per le quali è stato raccolto capitale,

— il volume di capitale raccolto per ciascuna PMI,

— il volume di capitale d'investimento raccolto per tipo d'investitore, e

— i conti finanziari.

Al termine del quinto anno dalla creazione di Investbx, il Regno Unito informerà la Commissione se Investbx è stata venduta con successo a investitori privati mediante una procedura pubblica di gara aperta e non discriminatoria oppure se è stata chiusa.

Articolo 3

Destinatario della presente decisione è il Regno Unito di Gran Bretagna e Irlanda del nord.

Fatto a Bruxelles, il 20 dicembre 2006.

Per la Commissione

Neelie KROES

Membro della Commissione