II

(Besluiten op grond van het EG- en het Euratom-Verdrag waarvan publicatie niet verplicht is)

BESLUITEN/BESCHIKKINGEN

COMMISSIE

BESCHIKKING VAN DE COMMISSIE

van 20 december 2006

betreffende de steun aan „Investbx" C 36/2005 die het Verenigd Koninkrijk voornemens is te verlenen

[Kennisgeving geschied onder nummer C(2006) 5808]

(Slechts de tekst in de Engelse taal is authentiek)

(Voor de EER relevante tekst)

(2008/126/EG)

DE COMMISSIE VAN DE EUROPESE GEMEENSCHAPPEN,

Gelet op het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, en met name op artikel 88, lid 2, eerste alinea,

Gelet op de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte, en met name op artikel 62, lid 1, onder a),

Na de belanghebbenden overeenkomstig de genoemde artikelen te hebben aangemaand hun opmerkingen te maken ([1]), en gezien deze opmerkingen,

Overwegende hetgeen volgt:

1. PROCEDURE

(1) Bij brief van 26 juli 2005, ingeschreven bij de Commissie op 28 juli 2005, heeft het Verenigd Koninkrijk de bovengenoemde steunmaatregel overeenkomstig artikel 88, lid 3, van het EG-Verdrag bij de Commissie aangemeld.

(2) De Commissie verzocht op 19 augustus 2005 om aanvullende inlichtingen, waarna op 8 september 2005 een bijeenkomst plaatsvond tussen vertegenwoordigers van het Verenigd Koninkrijk en de Commissie. Bij deze gelegenheid werd door de Britse vertegenwoordigers aanvullende informatie verschaft.

(3) Op 26 september 2005 ontving de Commissie een klacht van de onderneming PLUS Markets Group plc (voorheen Ofex Holdings plc) (hierna „Ofex").

(4) Bij brief van 20 oktober 2005 deelde de Commissie het Verenigd Koninkrijk mee dat zij had besloten de procedure van artikel 88, lid 2, van het EG-Verdrag ten aanzien van de maatregel in te leiden.

(5) Op 11 november 2005 zond de Commissie haar besluit tot inleiding van de procedure van artikel 88, lid 2, van het EG-Verdrag aan de belanghebbende Ofex toe.

(6) Het besluit tot inleiding van de procedure van de Commissie werd bekendgemaakt in het *Publicatieblad van de Europese Unie* ([2]). Hierin maande de Commissie belanghebbenden aan hun opmerkingen te maken.

(7) Bij brief van 21 november 2005, bij de Commissie ingeschreven op dezelfde datum, reageerde het Verenigd Koninkrijk op het besluit tot inleiding van de procedure van de Commissie.

(8) De Commissie heeft van 20 belanghebbenden opmerkingen ontvangen:

(a) van The Share Centre bij brief van 10 november 2005, bij de Commissie geregistreerd op 23 november 2005;

([1]) PB C 288 van 19.11.2005, blz. 13.

([2]) Zie voetnoot 1.

(b) van Ofex bij brieven van 25 november 2005, bij de Commissie geregistreerd op dezelfde datum en van 15 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op de volgende dag;

(c) van Mazars bij brief van 24 november 2005, bij de Commissie geregistreerd op 5 december 2005;

(d) van Sir Albert Bore bij brief van 30 november 2005, bij de Commissie geregistreerd op 6 december 2005;

(e) van Quoted Companies Alliance bij brief van 16 december 2005, op dezelfde dag bij de Commissie geregistreerd;

(f) van Hembury Associates Ltd. bij brief van 16 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 19 december 2005;

(g) van Hamilton Pratt bij brief van 13 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 19 december 2005;

(h) van Regione Emilia-Romagna bij brief van 15 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 20 december 2005;

(i) van JP Jenkins bij brief van 13 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 20 december 2005;

(j) van Aston Science Park bij brief van 14 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 22 december 2005;

(k) van Robert Huggins Associates bij brief van 13 december 2005, bij de Commmissie geregistreerd op 22 december 2005;

(l) van Catapult Venture Managers bij brief van 12 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 22 december 2005;

(m) van EEF West Midlands bij brief van 14 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 23 december 2005;

(n) van Ofex bij brief van 19 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 23 december 2005;

(o) van CEBRE bij brief van 16 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 23 december 2005;

(p) van West Midlands Business Council bij brief van 22 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 3 januari 2006;

(q) van Birmingham Forward bij brief van 19 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 3 januari 2006;

(r) van de Confederation of West Midlands Chambers of Commerce bij brief van 20 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 3 januari 2006;

(s) van Advantage Growth Fund bij brief van 5 januari 2006, bij de Commissie geregistreerd op 10 januari 2006;

(t) van the University of Warwick bij brief van 16 december 2005, bij de Commissie geregistreerd op 16 januari 2006.

(9) De vertegenwoordigers van Ofex hebben hun standpunt uiteengezet tijdens een bijeenkomst met de Commissie op 16 december 2005.

(10) De Commissie zond de opmerkingen van de belanghebbenden bij brieven van 22 december 2005, 13 januari 2006 en 19 januari 2006 aan het Verenigd Koninkrijk toe om de Britse autoriteiten in de gelegenheid te stellen hierop te reageren.

(11) Tijdens de bijeenkomst tussen de Britse autoriteiten en de Commissie van 30 januari 2006 verschaften de autoriteiten nadere toelichting. De Commissie verzocht om verdere informatie.

(12) Deze informatie, evenals de reactie van het Verenigd Koninkrijk op de opmerkingen van belanghebbenden, werd ontvangen bij brieven van 3 februari 2006, bij de Commissie op dezelfde datum geregistreerd, en van 7 februari 2006, bij de Commissie geregistreerd op 10 februari 2006.

(13) Op 15 februari 2006 en 6 april 2006 vroeg de Commissie het Verenigd Koninkrijk om aanvullende inlichtingen. Deze inlichtingen werden door het Verenigd Koninkrijk verschaft bij brieven van 2 maart 2006, op de volgende dag bij de Commissie geregistreerd, en van 7 april 2006, bij de Commissie op 12 april 2006 geregistreerd.

(14) Verder verstrekte het Verenigd Koninkrijk informatie bij brief van 3 mei 2006, bij de Commissie geregistreerd op 11 mei 2006.

(15) Bij e-mail en brief van 25 mei 2006, die dezelfde informatie bevatten en bij de Commissie op respectievelijk 29 en 30 mei 2006 werden geregistreerd, beweerde Ofex dat Advantage West Midlands (hierna „AWM") voorbereidende maatregelen trof met betrekking tot de oprichting van Investbx, en de onderneming verzocht de Commissie haar beschikking uit te stellen tot Ofex nadere informatie zou kunnen overleggen. Bij e-mail van 31 mei 2006, op dezelfde datum geregistreerd, vroeg Ofex om over de inhoud van de beschikking te worden ingelicht vóór de goedkeuring ervan; ook wenste het de beschikking te ontvangen voordat deze zou worden bekendgemaakt. Bij e-mail van 9 juni 2006, op dezelfde dag geregistreerd, en bij brief van 9 juni 2006, bij de Commissie op 13 juni 2006 geregistreerd, herhaalde Ofex zijn verzoek om de goedkeuring van de beschikking uit te stellen.

(16) Bij twee e-mails van 4 juli 2006, bij de Commissie geregistreerd op 6 juli 2006, zond het Verenigd Koninkrijk verdere informatie aan de Commissie toe.

(17) Bij e-mail van 12 mei 2006, bij de Commissie geregistreerd op 13 mei 2006, deelde Ofex de Commissie mee dat Investbx over een openbaar toegankelijke internetsite beschikte.

(18) Bij brief van 26 juli 2006, bij de Commissie geregistreerd op 1 augustus 2006, meldde de onderneming Angelbourse dat zij een handelsplatform voor kleinere ondernemingen is en dat Investbx oneerlijke concurrentie met zich brengt. Deze brief werd meer dan zeven maanden na de sluiting van de termijn voor opmerkingen van belanghebbenden ontvangen en de hierin vervatte beweringen werden niet gestaafd; de Commissie heeft hiermee dan ook geen rekening gehouden.

(19) Bij e-mails van 3 augustus 2006, op dezelfde dag bij de Commissie geregistreerd, stelde Ofex de Commissie in kennis van het bestaan en de activiteiten van Angelbourse.

(20) Bij brief van 7 augustus 2006 verzocht de Commissie het Verenigd Koninkrijk om nadere inlichtingen.

(21) Bij e-mails van 23 oktober 2005, op dezelfde datum bij de Commissie geregistreerd, beantwoordde het Verenigd Koninkrijk het verzoek van de Commissie.

2. UITVOERIGE BESCHRIJVING VAN DE MAATREGEL

(22) Op basis van de door het Verenigd Koninkrijk verstrekte informatie vat de Commissie de aangemelde maatregel als volgt samen.

2.1. Doel van Investbx

(23) Het voornaamste doel van de maatregel is het creëren van een instrument waarmee kleine en middelgrote ondernemingen ([3]) in de ontwikkelingsfase ([4]) (KMO's) in de regio West Midlands van het Verenigd Koninkrijk „equity gap"-financiering ([5]) kunnen aantrekken. Investbx zal KMO's, dienstverleners en investeerders samenbrengen om voor ondernemingen gemakkelijker te maken om kapitaal aan te trekken door een praktisch platform op te richten voor de uitgifte en verhandeling van nieuwe aandelen. Verder zal Investbx tegen marktvoorwaarden diensten aan KMO's aanbieden en faciliteren om hun mogelijkheden om kapitaal aan te trekken, te verruimen.

(24) De bedoeling van de maatregel is om een marktfalen bij het verstrekken van private equity aan KMO's in West Midlands voor bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP op te heffen. De Britse autoriteiten hebben verklaard dat gedurende de eerste periode van 5 jaar maximaal 2 miljoen GBP per jaar bijeen mag worden gebracht; dit om de maatregel nauw te doen aansluiten bij het beoogde doel: de bestrijding van het marktfalen met betrekking tot de toegang van KMO's tot financiering. De Britse autoriteiten vrezen evenwel dat het marktfalen in de loop van de tijd zal verschuiven omdat private equity in toenemende mate voor grootschaliger projecten wordt aangewend. Volgens het CBI-rapport ([6]) bestrijkt het marktfalen investeringsbedragen tussen 0,25 miljoen en 3 miljoen GBP. Een plafond van 2 miljoen GBP zou derhalve volgens de Britse autoriteiten, op termijn een reëel obstakel voor het welslagen van het Investbx-project kunnen vormen en bepaalde KMO's kunnen uitsluiten die een groter investeringsbedrag nodig hebben. Indien dit inderdaad het geval blijkt te zijn, dan zal AWM bewijsmateriaal verzamelen en een wijziging van de steunmaatregel in de vorm van een verhoging van het plafond bij de Commissie aanmelden.

(25) Met Investbx wordt beoogd een brug te slaan tussen particuliere investeerders, waaronder *business angels* en durfkapitaalverstrekkers, voor wie het een extra uitstapmogelijkheid biedt, en oudere, gevestigde markten. Investbx zal doelondernemingen voorbereiden op een notering aan de oudere, gevestigde markten zoals de Alternative Investment Market („AIM") en de London Stock Exchange („LSE").

2.2. Rechtsgrond van de maatregel

(26) De rechtsgrond van de maatregel is de regional Development Agencies Act 1998 ([7]), Section 5.

2.3. Begroting en looptijd

(27) De West Midlands Regional Development Agency, („AWM"), een overheidsinstantie, zal Investbx maximaal 3 miljoen GBP beschikbaar stellen voor een periode van ten hoogste vijf jaar. Dit bedrag kan lager zijn en/of de looptijd korter indien het project zelffinancierend wordt. Investbx zal deze subsidie gebruiken om zijn investerings- en andere aanloopkosten te financieren die wellicht niet door de inkomsten uit zijn activiteiten kunnen worden gedekt. Het zal de subsidie gebruiken overeenkomstig een financieel plan, waarin is voorzien dat een toenemend aantal KMO's gedurende een periode van vijf jaar door Investbx zullen worden bediend (in totaal 47 aan het einde van deze periode); verder verwacht dit plan een geleidelijke stijging van de inkomsten en een daling van het gebruik van de subsidie ter compensatie van verliezen tot uiterlijk na vijf jaar een niveau van kostendekking wordt bereikt.

([3]) De definitie is in overeenstemming met de Aanbeveling van de Commissie van 6 mei 2003 betreffende de definitie van kleine, middelgrote en micro-ondernemingen (PB L 124 van 20.5.2003, blz. 36).

([4]) KMO's in de ontwikkelingsfase zijn bedrijven als omschreven in punt 2.2 (h) van de risicokapitaalrichtsnoeren (communautaire richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicokapitaalinvesteringen in kleine en middelgrote ondernemingen, PB C 194 van 18.8.2006, blz. 2).

([5]) Hiermee worden investeringen bedoeld in het segment waar sprake is van een financieringskloof, namelijk tussen 0,5 en 2 miljoen GBP.

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

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

(28) Volgens de vooruitzichten zal een deel van de subsidie als reserve dienen. Na de genoemde periode zal Investbx de resterende ongebruikte middelen aan AWM terugbetalen, en zal AWM haar aandelen in Investbx op de markt verkopen door middel van een open, niet-discriminerende openbare procedure, of het bedrijf sluiten.

2.4. **Begunstigde van de maatregel**

(29) De rechtstreekse begunstigde van de maatregel is Investbx. Investbx zal maximaal 3 miljoen GBP van AWM ontvangen in de vorm van een subsidie. Eventuele opbrengsten van Investbx zullen opnieuw in het bedrijf worden geïnvesteerd ten behoeve van de regionale economie, hetgeen strookt met de taakomschrijving van AWM. De invloed van AWM op Investbx zal groot blijven.

(30) Investbx wordt een vennootschap op aandelen. De rechtspositie van de onderneming zal haar in staat stellen zelfstandig contracten af te sluiten. Het feit dat Investbx een van AWM te onderscheiden rechtspersoon is zal een eventuele overdracht van de onderneming in de toekomst vergemakkelijken. Indien Investbx succesvol is, zal het worden verkocht en een particuliere onderneming worden. Op dat moment zullen eventuele uitstaande middelen van de oorspronkelijke subsidie naar AWM terugvloeien.

(31) Investbx zal worden geleid door een team van 6 à 8 personen die verantwoordelijk zijn voor de uitvoering van het ondernemingsplan. Verder zal een niet met de dagelijkse leiding belast bestuur worden opgericht dat bestaat uit deskundigen uit de West Midlands die specifiek zullen worden benoemd op grond van hun kennis van en werkervaring met KMO's en beoogde investeerders.

2.5. **De huidige marktsituatie in het Verenigd Koninkrijk**

(32) Volgens de Britse autoriteiten wordt de traditionele markt voor de handel in aandelen in het Verenigd Koninkrijk gedomineerd door de LSE, die voornamelijk een platform biedt voor de verhandeling van grote hoeveelheden aandelen in een geglobaliseerde markt. KMO's komen steeds meer buiten spel te staan omdat de voorkeur uitgaat naar blue-chip-aandelen van grotere ondernemingen.

(33) Volgens het Verenigd Koninkrijk heeft de LSE deze situatie trachten te verhelpen door in 1995 de Alternative Investment Market (AIM) op te richten. Deze markt fungeert als secundaire markt voor pas opgerichte en kleinere ondernemingen. Notering aan deze beurs omvat geen minimumvereisten op het gebied van het handelsverleden, de activa of het winstniveau, de kapitalisatie en de vrij verhandelbare aandelen.

(34) Afgezien van de LSE en de AIM is de handelsfaciliteit Ofex actief, die gereguleerd wordt door de Britse Financial Service Authority („FSA") en die een efficiënter en minder aan regels gebonden alternatief voor de AIM biedt.

(35) Er zijn een aantal dienstverleners in het Verenigd Koninkrijk die in niet-genoteerde aandelen handelen of private equity aantrekken, zoals The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins, of Investor Champions.

(36) Ondanks bovenvermelde ontwikkelingen beweert het Verenigd Koninkrijk dat er nog steeds een marktfalen op lange termijn bestaat voor private equity-investeringen in KMO's die gevestigd zijn in andere regio's dan South East, zoals West Midlands. Het aantal beursgenoteerde ondernemingen en de totale marktkapitalisatie in deze regio behoort tot de laagste van het land. AWM heeft aan Ofex gevraagd of zij het marktfalen in de regio West Midlands kon aanpakken, in welk geval AWM haar Investbx-project zou opgeven. Een reactie van Ofex bleef evenwel uit.

2.6. **Activiteiten en prijsstelling van Investbx**

(37) Volgens de Britse autoriteiten is Investbx een volledig nieuwe maatregel waarvoor geen precedent bestaat. Terwijl traditionele durfkapitaalfondsen erop zijn gericht het aanbod van private equity uit te breiden, wordt met Investbx daarentegen beoogd de efficiëntie van de informatiestroom over ondernemingen waarin kan worden geïnvesteerd, te verbeteren. Met Investbx wordt de aanzet gegeven tot de oprichting van een doeltreffende plaatselijke aandelenmarkt waar ondernemingen aan investeerders worden gekoppeld en hun een realistisch, eenvoudig en efficiënt instrument wordt geboden om private equity aan te trekken, hun aandelen te verhandelen en hun activiteiten onder de aandacht te brengen. Deze handelsfaciliteit verschilt van de traditionele effectenbeurzen (met name LSE en de daarmee verbonden AIM), evenals van Ofex, omdat zij een online elektronische veiling is waarbij kopers en verkopers van de investering middels één enkele prijs op een onlineplatform, met slechts een uitvoerende functie, met elkaar in contact worden gebracht. Anders dan op de reguliere beurzen gebruikelijk is zullen deze onlineveilingen slechts een paar maal per maand plaatsvinden. Tegelijkertijd zal Investbx het investeren op langere termijn aanmoedigen door de nadruk te leggen op het voornaamste doel, het aantrekken van kapitaal voor KMO's in de eigen omgeving veeleer dan op de door de bestaande beurzen in Londen geboden mogelijkheid om regelmatig aandelentransacties te verrichten. Investbx zal derhalve drie onderscheiden taken hebben: het aantrekken van private equity of primaire financiering, het bundelen van ondersteunende diensten voor KMO's en het bieden van een secundair, als veiling fungerend handelsplatform voor aandelen wanneer deze eenmaal tot de handel zijn toegelaten.

(38) Ondernemingen die equity gap-financiering willen aantrekken zullen hierbij worden bijgestaan door plaatselijke financiële en juridische adviseurs en door het in West Midlands gevestigde Investbx-team.

(39) Het handelsplatform is te vinden via de portaalsite (www.investbx.com); deze site omvat tevens een groot aantal geïntegreerde diensten die permanent online beschikbaar zijn en die specifiek zijn ontworpen om in de behoeften van KMO's, al dan niet aan de beurs genoteerd, te voldoen.

(40) Investbx zal KMO's geen financiering verschaffen en zal evenmin rechtstreeks middelen of garanties verstrekken aan de investeerders of de doelondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. Alle financiering met private equity wordt door marktinvesteerders aan particuliere doelondernemingen verstrekt. De functie van Investbx is louter om transacties tussen particuliere marktspelers te vergemakkelijken.

2.6.1. *Het aantrekken van kapitaal*

(41) Investbx zal KMO's bijstaan bij het aantrekken van kapitaal. Zij zal geschikte KMO's in de regio onder de aandacht brengen van adviseurs die op zoek zijn naar KMO's waarin zij kunnen investeren. Het aantrekken van kapitaal, ook wel primaire financiering genoemd, houdt in dat recentelijk door de doelondernemingen uitgegeven aandelen met de hulp van Investbx rechtstreeks aan belangstellende investeerders worden verkocht. De Britse autoriteiten hebben verklaard dat maximaal 2 miljoen GBP per jaar en per KMO mag worden aangetrokken gedurende de eerste fase van vijf jaar.

(42) Volgens de professionele adviseurs die de KMO's helpen met het aantrekken van kapitaal en die gedurende de gehele ontwerpfase van het Investbx-project zijn geraadpleegd, beschikt West Midlands over voldoende potentieel om meer dan 10 KMO's per jaar te financieren op basis van de voor Investbx uitgedachte formule. Volgens het financiële plan zou Investbx in de eerste vijf jaar van zijn bestaan minimaal 70 miljoen GBP moeten aantrekken ten behoeve van ten minste 47 ondernemingen.

(43) De KMO's zullen een vergoeding van 6 % van het aangetrokken kapitaal moeten betalen. Deze vergoeding werd op grond van het financieel model zodanig vastgesteld dat Investbx binnen de vijfjarige looptijd van de financieringsovereenkomst kostendekkend kan worden. Verder werd de vergoeding vergeleken met andere vergoedingen uit de bestaande „fundraising"-praktijk. Hieruit bleek dat 6 % meer is dan de vergoeding die door sommige andere kapitaalverstrekkers wordt verlangd. De Britse autoriteiten merken evenwel ook op dat een dergelijke vergelijking slechts beperkte waarde heeft omdat er geen geschikte comparatoren voor Investbx zijn gezien de unieke aard van het instrument. Investbx verschilt van alle andere bestaande aanbieders van financieringsdiensten in West Midlands. Daarom menen de Britse autoriteiten dat Investbx een vergoeding van 6 % zal kunnen aanrekenen d.w.z. ten minste het tarief dat momenteel door bestaande bedrijfsadviseurs wordt gehanteerd.

2.6.2. *De bundeling van ondersteunende diensten voor KMO's*

(44) Volgens de Britse autoriteiten zal Investbx verscheidene dienstverleners samenbrengen die de KMO's zullen helpen bij het aantrekken van middelen evenals gedurende de periode waarin hun aandelen worden verhandeld. Investbx zal een transactiecoördinator toewijzen aan elke KMO die besluit via dit instrument middelen aan te trekken. Alle standaarddocumenten die een KMO nodig heeft om kapitaal aan te trekken en tot het handelsplatform toe te treden, zullen op een beveiligde pagina voor gemeenschappelijke documenten op de website van Investbx worden opgenomen. Deze standaarddocumenten zijn in samenwerking met het plaatselijke bedrijfsleven ontwikkeld en zijn vereenvoudigd met het oog op de bruikbaarheid en doeltreffendheid ervan voor KMO's.

(45) Alle KMO's die via Investbx kapitaal wensen aan te trekken zullen door Investbx worden beoordeeld. Dit houdt in dat wordt nagegaan of zij investeerders voor primaire financiering kunnen aantrekken, en of het due diligence-onderzoek feiten aan het licht heeft gebracht die toelating in de weg kunnen staan. Na een gunstige beoordeling zal het Investbx-team contact opnemen met al dan niet bij investeringsconsortia ([8]) aangesloten investeerders die wellicht aan de nieuwe uitgifte willen deelnemen.

(46) Bij het aantrekken van middelen zal Investbx onderzoeks- en marketingdiensten tegen marktvoorwaarden aanbieden; deze diensten zullen worden uitbesteed. Investbx zal een lijst bijhouden van onafhankelijke financieel adviseurs, juridisch adviseurs, accountants, adviseurs op het gebied van financiële openbare betrekkingen en onafhankelijke aanbieders van onderzoeksdiensten die over de passende ervaring en wettelijke vergunningen beschikken en waaruit de KMO's de diensten kunnen kiezen die zij voor het aantrekken van middelen nodig hebben.

(47) Alle KMO's die zich bij Investbx aansluiten worden aan een onafhankelijk onderzoek onderworpen, dat vervolgens wordt gepubliceerd. Investbx zal op zijn website een presentatie van elke KMO beschikbaar stellen voor alle potentiële investeerders of financieel adviseurs, die een samenvatting van het volledige toelatingsdocument en het onafhankelijk onderzoek omvat. De onafhankelijke studie bevat gedetailleerde, diepgaande informatie van zowel kwantitatieve als van kwalitatieve aard over die onderneming. Gewoonlijk staat dit soort informatie slechts aan institutionele fondsbeheerders ter beschikking, omdat dergelijke gegevens normaal gesproken alleen voor grotere aandelenvolumes worden verzameld en uitsluitend voor institutionele beleggers toegankelijk worden gemaakt. Ook de afzonderlijke terreinen van activiteit zullen in de studie uitvoerig aan bod komen.

(48) De honoraria van de eventuele adviseurs die KMO's bij de toelatingsprocedure assisteren worden door de betrokken ondernemingen betaald. Zij moeten overeenkomen met de in de branche gebruikelijke tarieven. De adviseurs ontvangen geen enkel financieel voordeel van Investbx.

2.6.3. *Secundaire handel*

(49) Investbx zal tevens een ordergedreven secundair handelsplatform aanbieden dat op het principe van een veiling is gebaseerd. Doel van dit platform is de liquiditeit van de aandelen van de ondernemingen te bevorderen nadat zij kapitaal hebben aangetrokken op de primaire markt en tot de handel op Investbx zijn toegelaten.

([8]) Een investeringsconsortium is een groep beleggers die gezamenlijk in een onderneming investeren.

(50) Een ordergedreven markt werkt als volgt: de houders van aandelen in een KMO maken bekend dat zij een deel van hun aandelenbezit wensen te verkopen en geven daarbij de prijs op die zij daarvoor willen ontvangen. Potentiële kopers geven blijk van hun belangstelling waarbij zij eveneens de prijs bekendmaken die zij bereid zijn voor de aandelen te betalen.

(51) Zowel kopers als verkopers kunnen alle aanbiedingen en/of offertes van aandelen in KMO's continu op de website van Investbx raadplegen en kunnen hun orders tot een uur voordat de veiling plaatsvindt, wijzigen. De frequentie van de veilingen wordt door de onderneming vastgesteld, eenmaal per week of eenmaal per maand, naar gelang van de gebleken belangstelling voor haar aandelen. Volgens de Britse autoriteiten bevordert dit het investeren in KMO's vanuit een langere- termijnperspectief omdat het niet mogelijk is aandelen onmiddellijk te kopen en te verkopen.

(52) In dit op een veiling gebaseerde system worden aandelen rechtstreeks tussen individuele beleggers verhandeld door kopers en verkopers met elkaar in contact te brengen waarbij één enkele prijs van toepassing is. Hierdoor verdwijnt de marge van de market-maker, d.w.z. het verschil tussen de bied- en laatkoers in het gebruikelijke systeem waarbij de market-maker de koers bepaalt (de LSE, de AIM en Ofex zijn, zoals hieronder wordt toegelicht, markten waarbij gebruik wordt gemaakt van market-makers, hierna „gevestigde markten" genoemd). Dit verschil („spread") tussen bied- en laatkoers is doorgaans groter bij aandelen die minder vaak en in kleinere volumes worden verhandeld. Volgens de Britse autoriteiten bedroeg het grootste verschil bij Ofex maximaal 75 %, en bedroeg de spread van de aandelen van de zes in West Midlands gevestigde ondernemingen die op Ofex werden verhandeld in de 12 maanden vóór september 2006, gemiddeld 16 %.

(53) Investbx zal de kostbare en complexe werkzaamheden op het gebied van reglementering en handel uitbesteden aan een door de FSA erkende onderneming. Een van deze ondernemingen, The Share Centre, is na een openbare selectieprocedure die in het *Publicatieblad van de Europese Unie* is bekendgemaakt, als voorkeursgegadigde voor deze taak uit de bus gekomen. De werkzaamheden van The Share Centre omvatten: toelating door de FSA en naleving van de betrokken voorschriften, onlinebeschikbaarstelling van het beursproduct, bemiddelingsdiensten (het bijeenbrengen van middelen van investeerders die inschrijven op nieuw uitgegeven aandelen), het beheer van het werknemersaandelenplan, de beschikbaarstelling van de handelsfaciliteit en het organiseren van de periodieke veilingen.

(54) De Britse autoriteiten hebben bevestigd dat de door Investbx aangerekende vergoedingen voor diensten in verband met de secundaire handel zowel voor de KMO's waarin wordt geïnvesteerd als voor de investeerders gelijk zullen zijn aan de markttarieven die The Share Centre aan individuele ondernemingen oplegt. Investbx zal wel een korting krijgen van The Share Centre.

2.7. **Indirecte begunstigden**

(55) De primaire en secundaire handel op Investbx speelt zich volledig tussen particuliere marktpartijen, investeerders en doelondernemingen af, die slechts indirect van de maatregel kunnen profiteren.

2.7.1. *Investeerders*

(56) Aangezien institutionele beleggers doorgaans de voorkeur geven aan grotere transacties zijn de Britse autoriteiten van mening dat zij geen gebruik zullen willen maken van Investbx. Investbx verwacht derhalve voornamelijk middelen aan te trekken van individuele, soms zeer vermogende, particuliere investeerders. Het zal zich in hoofdzaak, doch niet uitsluitend, op investeerders uit de regio West Midlands richten, omdat volgens de Britse autoriteiten de bereidheid van deze investeerders om in West Midlands gevestigde doelondernemingen te investeren, waarschijnlijk groter is.

(57) De investeerders kunnen rechtstreeks door Investbx dan wel via tussenpersonen of investeringsconsortia worden benaderd. Hoe dan ook mag geen enkele investeerder, ongeacht waar hij gevestigd is en ongeacht of hij een institutionele of een particuliere belegger is, worden uitgesloten van of benadeeld bij het gebruik van Investbx.

(58) Individuele particuliere investeerders kunnen tijdens de procedure voor het aantrekken van kapitaal aan de primaire financiering deelnemen en toegang verkrijgen tot de beschrijving van en de onafhankelijke gegevens betreffende de doelondernemingen. Deze mogelijkheid is volgens de Britse autoriteiten gewoonlijk voorbehouden aan institutionele beleggers. Alle investeerders kunnen rechtstreeks online of via financiële tussenpersonen op nieuw uitgegeven aandelen inschrijven.

2.7.2. *Begunstigde KMO's*

(59) Alleen KMO's uit West Midlands met uitvoerbare businessplannen en een handelsverleden van ten minste twee jaar die op zoek zijn naar „ontwikkelingskapitaal" ([9]) kunnen van Investbx gebruik maken. Bij wijze van uitzondering kan Investbx KMO's toelaten die nog geen twee jaar op de markt aanwezig zijn indien zij tijdens de ontwikkeling van hun producten of diensten reeds een investering met durfkapitaal hebben ontvangen. De Britse autoriteiten hebben bevestigd dat de KMO's niet meer dan 2 miljoen GBP per jaar kunnen aantrekken en dat slechts ondernemingen in aanmerking komen die de fase van het ontwikkelingskapitaal als gedefinieerd in punt 2.2(h) van de communautaire richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicokapitaalinvesteringen in kleine en middelgrote ondernemingen (hierna „risicokapitaalrichtsnoeren") ([10]) nog niet hebben afgesloten.

([9]) Volgens de definitie van de communautaire richtsnoeren inzake staatssteun ter bevordering van risicokapitaalinvesteringen in kleine en middelgrote ondernemingen, PB C 194 van 18.8.2006, blz. 2.

([10]) PB C 194 van 18.8.2006, blz. 2.

(60) Om de investeerders te beschermen moeten ondernemingen die deelnemen aan Investbx aan een aantal toezicht- en openbaarmakingsvereisten voldoen overeenkomstig de regelgeving van de FSA.

2.8. **De selectie van de dienstverlener**

(61) De voornaamste aanbieder van diensten aan Investbx, The Share Centre, is aangewezen op grond van een openbare en niet-discriminerende selectieprocedure, welke in het *Publicatieblad van de Europese Unie* is bekendgemaakt ([11]). Drie ondernemingen hebben een formele offerte ingediend: Ofex, Univits en The Share Centre. Een panel van drie onafhankelijke deskundigen en drie interne beoordelaars van AWM hebben de offertes getoetst aan 18 evaluatiecriteria. Op basis van deze criteria scoorde het voorstel van Univits het laagst. De beste gegadigde, The Share Centre, en de op één na beste kandidaat, Ofex, werden voor een gesprek uitgenodigd. De Share Centre scoorde aanmerkelijk beter dan Ofex bij deze beoordeling en werd daarom volgens de Britse autoriteiten als de voorkeursgegadigde geselecteerd.

(62) Omdat het om een technisch gecompliceerd project gaat en de taak van de exploitant van het grootste belang is voor het welslagen ervan, werd opdracht gegeven tot een aanvullende, onafhankelijke evaluatie van beide finalisten; opnieuw kwam The Share Centre als voorkeursgegadigde uit de bus.

(63) Volgens de Britse autoriteiten werden alle partijen in februari 2004 van het besluit in kennis gesteld. Ofex wenste te vernemen waarom het niet geselecteerd was; deze informatie werd naar behoren verstrekt. Dit leidde niet tot een formele klacht of tot de inleiding van een beroepsprocedure.

2.9. **Vergelijking Investbx/Ofex**

(64) Volgens de door de Britse autoriteiten verstrekte informatie, die in de door de belanghebbenden overgelegde documenten niet wordt weersproken, kunnen Investbx en Ofex als volgt worden onderscheiden:

INVESTBX	OFEX
Geografische reikwijdte van activiteit	
Uitsluitend in West Midland gevestigde KMO's	Nationaal en international
Toegewijd team van 6-8 personen, gevestigd in West Midlands	1 manager bedrijfsontwikkeling, gevestigd in Londen, voor alle 9 regio's van het VK
Doelmarkt	
Uitsluitend KMO's in de ontwikkelingsfase	Ondernemingen van elke omvang
Maximaal 2 miljoen GBP per jaar	Onbeperkt
Verleende diensten	
Het voornaamste doel is primair kapitaal voor KMO's aan te trekken	Primaire en secundaire markt. Door effectenmakelaars aangetrokken middelen
Onafhankelijk onderzoek is een voorwaarde om te kunnen deelnemen	Geen dergelijke voorwaarde
Ordergedreven handelsplatform, periodieke veilingen waarbij kopers en verkopers met elkaar in contact worden gebracht en waarbij slechts een prijs geldt	Prijsgedreven markt; real time-handel met een bied- en een laatprijs waardoor een prijsverschil („spread") ontstaat
Toepasselijke wetgeving	
Investbx wordt een erkend vertegenwoordiger van The Share Centre dat een alternatief handelssysteem exploiteert	Ofex is een alternatief handelssysteem dat door de FSA is erkend

3. **REDENEN OM DE PROCEDURE IN TE LEIDEN**

(65) In haar besluit tot inleiding van de procedure stelt de Commissie vast dat er sprake is van steun aan Investbx. Daarnaast kondigt zij aan dat zal worden onderzocht of er sprake is van steun aan investeerders en KMO's.

(66) In haar besluit betoogt de Commissie dat, hoewel de maatregel gericht is op het overbruggen van de equity gap voor KMO's, de mededeling inzake risicokapitaal ([12]) niet op de maatregel van toepassing is. Aangezien Investbx geen risicokapitaal aan KMO's verstrekt kan het niet als een risicokapitaalfonds worden beschouwd. De maatregel beoogt de infrastructuur op te zetten voor een handelsfaciliteit voor investeerders en KMO's. De subsidie aan Investbx kan evenmin uit hoofde van de richtsnoeren inzake regionale steunmaatregelen als steun worden aangemerkt. Evenmin zijn andere verordeningen, kaderregelingen of richtsnoeren op het gebied van staatssteun van toepassing. Daarom stelt de Commissie in haar besluit tot inleiding van de procedure dat de beoordeling van de steun aan Investbx zich rechtstreeks zou kunnen baseren op artikel 87, lid 3, onder c), van het EG-Verdrag. In dat geval moet er sprake zijn van een specifiek marktfalen, moet het steuninstrument adequaat zijn om dat marktfalen aan te pakken en dienen de concurrentievervalsing en de gevolgen voor het handelsverkeer gecompenseerd te worden door het gemeenschappelijk belang.

([11]) PB S 206 van 25.10.2003, nr. 186003.

([12]) PB C 235 van 21.8.2001, blz. 3.

(67) In haar besluit tot inleiding van de procedure geeft de Commissie aan dat zij betwijfelt of de maatregel verenigbaar is, en met name of het marktfalen in het investeringssegment van 0,5 tot 2 miljoen GBP, dat in de beschikking van de Commissie betreffende de steunregeling „*Enterprise Capital Funds*" werd vastgesteld ([13]), in het Verenigd Koninkrijk en met name in de regio West Midlands nog steeds bestaat.

(68) Ten slotte wil de Commissie de verschillen tussen Investbx en de traditionele markten, met name Ofex, nader onderzoeken. Zij kondigt aan dat zij een onderzoek zal instellen naar de concurrentie met de LSE, de AIM en Ofex, evenals met verschaffers van vreemd vermogen, om na te gaan of de concurrentievervalsing en de gevolgen voor het handelsverkeer niet van dien aard zijn dat de maatregel per saldo in strijd is met het gemeenschappelijk belang.

(69) Pas na de bestudering van de opmerkingen van belanghebbenden kan de Commissie beoordelen of met de door het Verenigd Koninkrijk voorgenomen maatregel een specifiek marktfalen wordt aangepakt en of de maatregel de mededinging en de handelsvoorwaarden ongunstig beïnvloedt in een mate die in strijd is met het gemeenschappelijk belang.

4. OPMERKINGEN VAN BELANGHEBBENDEN

(70) De Commissie heeft van 20 belanghebbenden opmerkingen ontvangen overeenkomstig artikel 20, lid 2, van Verordening (EG) nr. 659/1999 van de Raad ([14]). 17 van deze 20 belanghebbenden steunden de Investbx-maatregel, waaronder bedrijven, beroepskringen en durfkapitaalverstrekkers, bedrijfsorganisaties, universiteiten, academische deskundigen en effectenmakelaars, alle uit de regio West Midlands, evenals van een Europese regio. Afgezien van Ofex lieten ook JP Jenkins Stockbrokers en the Quoted Companies Alliance zich kritisch uit over de Investbx-maatregel.

4.1. Positieve opmerkingen

(71) De meeste van de 17 belanghebbenden die positief reageerden bevestigden het bestaan van een marktfalen met betrekking tot het verstrekken van private equity in het segment tussen 0,5 en 2 miljoen GBP; een partij beweerde dat er zelfs sprake was van een marktfalen voor investeringsbedragen tot 3 miljoen GBP. Volgens de ontvangen opmerkingen doet dit marktfalen zich zowel aan de vraag- als aan de aanbodzijde voor en kan het niet door business angels worden opgelost, die lagere bedragen verstrekken, noch door particuliere durfkapitaalfondsen, die zich richten op grote transacties, noch door gevestigde beurzen zoals de AIM of Ofex, die in de regio's Londen en South-East zijn geconcentreerd en niet geïnteresseerd zijn in de ontwikkeling van een plaatselijke markt als in West Midlands. De KMO's die van de bestaande platforms gebruik maken gaan gebukt onder een gebrek aan belangstelling van investeerders als gevolg van de betrekkelijk geringe transactiebedragen; daardoor wordt er ook minder onderzoek onder KMO's uitgevoerd. Volgens verschillende partijen is Investbx nuttig en nodig om het marktfalen te verhelpen en als brug te dienen naar oudere, gevestigde markten. Doordat Investbx een uitstapmogelijkheid biedt, zal het de belangstelling van business angels kunnen wekken.

(72) Verscheidene partijen benadrukken de noodzaak van een plaatselijke markt die zich richt op de tekortkomingen in de marktwerking die door grotere operatoren worden veronachtzaamd en die kan profiteren van plaatselijke kennis, expertise en persoonlijke netwerken. Sommige partijen merken op dat staatssteun noodzakelijk is omdat de verschaffing van private equity uit louter particuliere bron op plaatselijk niveau tekortschiet. In een case study van de Universiteit van Warwick wordt het voorbeeld gegeven van een KMO die een beroep moest doen op de Australische markt om aan ontwikkelingskapitaal te komen gezien de equity gap in West Midlands en de hoge kosten van toegang tot de bestaande markten. Betoogd wordt dat, aangezien het financieel niet haalbaar is voor investeerders om regelmatig andere regio's te bezoeken om mogelijke transacties te vinden en hierop toezicht te houden, Investbx verbetering in de situatie zal brengen door voornamelijk van plaatselijke investeerders, en met name van vermogende personen, kapitaal aan te trekken. Investbx wordt geprezen als een innovatief, efficiënt project, dat het potentieel heeft om het concurrentievermogen van KMO's te bevorderen en de situatie in West Midlands te verbeteren na een reeks economische schokken zoals de ondergang van MG Rover.

(73) Ook partijen uit andere lidstaten betuigen hun steun aan Investbx en menen dat de maatregel als proefproject kan dienen waarvan andere regio's van de Europese Unie kunnen leren en profiteren.

4.2. Kritische opmerkingen

(74) De Quoted Companies Alliance („QCA") beweert dat een plaatselijke beurs liquiditeit aan andere markten zou onttrekken. Verder ziet zij niet in hoe een *„kleine plaatselijke beurs hieraan (uitgebreide regelgeving) kan voldoen zonder enorme subsidies van belastingbetalers"*.

(75) JP Jenkins, een onafhankelijke effectenmakelaar die gespecialiseerd is in de uitvoering van opdrachten op het gebied van aandelentransacties, beweert dat Investbx een rechtstreekse concurrent zal worden en dat de staatssteun de concurrentie zal vervalsen en de positie van JP Jenkins zal schaden.

(76) Jamie Whitehorn, algemeen juridisch adviseur van Ofex, meent dat zowel het bestaan van een marktfalen in het segment van 0,5 tot 2 miljoen GBP als de redenen die het Verenigd Koninkrijk daarvoor aanvoert, onjuist en onbe-

([13]) Beschikking van de Commissie nr. C(2005) 1144, PB L 91 van 29.3.2006, blz. 16.

([14]) Verordening (EG) nr. 659/1999 van de Raad van 22 maart 1999 tot vaststelling van nadere bepalingen voor de toepassing van artikel 93 van het EG-Verdrag, PB L 83 van 27.3.1999, blz. 1.

wezen zijn. Wat de gebrekkige informatiestroom aan zowel de vraag- als de aanbodzijde betreft is hij van mening dat er geen bewijs is dat, ten eerste, het KMO's aan informatie ontbreekt over de toegang tot private equity, ten tweede dat ondernemingen uit West Midlands met uitvoerbare businessplannen geen private equity kunnen aantrekken bij Ofex of de AIM, en ten derde dat investeerders *„moeite hebben met het vinden van passende en betrouwbare informatie met het oog op een potentiële deelneming*".

(77) Volgens Ofex en QCA worden momenteel aan KMO's die private equity wensen aan te trekken, diensten aangeboden door Ofex, de AIM, JP Jenkins Limited, netwerken van effectenmakelaars en mailing lists van investeerders. Bovendien kan een beroep worden gedaan op het register van *„gekwalificeerde investeerders"* dat door de Financial Services Authority (FSA) wordt bijgehouden.

(78) Ofex was bezorgd dat een deel van de informatie waarop de voorlopige beoordeling van de Commissie gebaseerd is onvolledig en verouderd is en/of niet in overeenstemming is met de wijze waarop de Britse aandelenmarkten in de praktijk functioneren.

(79) Ofex meent dat de door het Verenigd Koninkrijk voorgelegde studies in verband met de zaak *„Enterprise Capital Funds*" waarnaar de Commissie verwijst, wat de door Ofex verleende diensten betreft niet meer actueel zijn. In de afgelopen twee jaar is de Ofex-markt sterk verbeterd. Zo is het aantal tot Ofex toegelaten KMO's in 2005 gestegen ten opzichte van 2004, waarbij het steeds financieringsbedragen van minder dan 2 miljoen GBP betrof.

(80) Ook indien er werkelijk sprake is van een marktfalen, meent Ofex dat Investbx de onderliggende problemen niet zou oplossen. Investbx is niet in staat het informatietekort te verhelpen omdat het platform, als gevolg van wettelijke beperkingen, niet meer informatie kan verstrekken dan die welke momenteel bij Ofex of de AIM beschikbaar is. Transactiekosten, dat wil zeggen personeelskosten en due-diligencekosten zijn op alle markten gelijk, en de kosten die door Ofex en de AIM worden aangerekend vormen slechts een klein deel van de totale kosten van het aantrekken van private equity.

(81) Verder is Ofex van mening dat de maatregel geen geschikt instrument is omdat het handelsplatform na vijf jaar wordt gesloten en daarmee het contact tussen de KMO's en hun aandeelhouders verloren gaat. De investeerders zouden derhalve hun uitstapmogelijkheid kunnen verliezen, wat aan het einde van de periode van vijf jaar tot onzekerheid zou kunnen leiden.

(82) Bovendien heeft een veilingsysteem volgens Ofex beperkingen waardoor het minder geschikt is voor de handel in aandelen dan systemen waarbij gebruik wordt gemaakt van market-makers. Ten eerste kan een verkooptransactie slechts tot stand komen wanneer een verkoper en een koper elkaar toevallig op een bepaald moment treffen. Ten tweede is het ordervolume dat door een dergelijk systeem wordt gegenereerd ontoereikend om de investeerders afdoende te informeren over de prijs van de aandelen. In het market-makersysteem daarentegen kunnen transacties op elk mogelijk moment plaatsvinden.

(83) Verder beweert Ofex dat de overbruggingsfunctie volledig door Ofex, de AIM en de LSE wordt vervuld. Volgens Ofex zou de aangekondigde doelstelling van Investbx, het overbruggen van het vermeende marktfalen voor KMO's, niet worden bereikt of/en zijn er reeds een aantal concurrerende alternatieven die vergelijkbare mogelijkheden bieden voor het aantrekken van private equity.

(84) Ofex betoogt tevens dat de voorgenomen staatssteun bestemd is om de bedrijfskosten van Investbx te dekken en niet de exploitatiekosten van KMO's. Daarom komt de voorgenomen steun niet ten goede aan potentiële investeerders in KMO's, noch aan KMO's die kapitaal wensen aan te trekken, doch aan Investbx, het instrument voor de uitvoering van de maatregel. Het is volgens Ofex veelzeggend dat het voorgestelde instrument kennelijk niet ten uitvoer wordt gelegd door middel van een in de mededeling inzake risicokapitaal erkend mechanisme.

(85) Verder betwijfelt Ofex of de voorgenomen steun het beweerde stimulerende effect zal hebben. Indien ondernemingen kapitaal wensen aan te trekken en menen dat een handelsfaciliteit voor aandelentransacties hiervoor het meest geschikt is, dan kunnen zij een beroep doen op de reeds bestaande markten. Ook ondernemingen in West Midlands hebben hiervan reeds gebruik gemaakt.

(86) Verder betoogt Ofex, onder verwijzing naar het verslag *„Bridging the Finance Gap*" van het Britse ministerie van Financiën (december 2003) dat investeerders zich minder laten beïnvloeden door de geografische locatie van een onderneming als door het businessplan.

(87) Ofex beweert dat kleine beleggers op zijn handelsplatform toegang hebben tot nieuw uitgegeven aandelen van KMO's en hierop kunnen inschrijven. Gezien het percentage ondernemingen dat bedragen van minder dan twee miljoen GBP bij Ofex aantrekt, zal Investbx geen aanvulling op Ofex vormen, doch een rechtstreekse concurrent zijn. Verder vreest Ofex dat Investbx als gevolg van de staatssteun andere kapitaalverschaffers van de markt zou kunnen verdringen, doordat andere potentiële investeerders ervan worden weerhouden aanvullend kapitaal beschikbaar te stellen op andere bestaande of potentiële markten voor de verhandeling van aandelen. Investbx hoeft immers als gevolg van de staatssteun geen winst te maken en kan daardoor een inkomstenbeleid toepassen waarbij het eenvoudig alle kosten draagt die niet door de staatssteun worden gedekt. Zijn concurrenten daarentegen (zoals Ofex) worden gefinancierd door particuliere investeerders die een financieel rendement verwachten, en moeten derhalve een toereikende marge aanhouden om winst te genereren. In deze zin zou Investbx zelfs innovatie op de financiële markten kunnen tegenhouden. Een met overheidsmiddelen gesteund platform dat niet op winst is gericht zal, zo wordt gesuggereerd, niet dezelfde zakelijke prikkels hebben om zijn diensten te verbeteren of nieuwe diensten te introduceren ten behoeve van zijn klanten.

(88) Kortom, de voorgenomen steunmaatregel is volgens Ofex niet in het gemeenschappelijk belang.

5. OPMERKINGEN VAN HET VERENIGD KONINKRIJK

5.1. Opmerkingen over het besluit tot inleiding van de procedure

(89) In hun opmerkingen over het besluit tot inleiding van de procedure betogen de Britse autoriteiten dat het gehele concept van Investbx gebaseerd is op het algemeen erkende feit dat er sprake is van een marktfalen met betrekking tot de verstrekking van private equity voor bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP in West-Midlands. Ondanks de oprichting van een aantal door de overheid gesteunde durfkapitaalfondsen is er nog altijd een tekort aan financiering voor KMO's. Volgens de Britse autoriteiten wijst alles erop dat dit marktfalen niet door de particuliere sector zal worden opgeheven, zodat alleen marktstimulering met overheidsmaatregelen dit probleem kan oplossen.

(90) Om het marktfalen aan te pakken is aan Investbx de rol van regionale katalysator toebedacht die KMO's en investeerders met elkaar in contact brengt via een onlinehandelsplatform voor aandelentransacties, terwijl daarnaast een geheel aan aanvullende diensten wordt verleend op het gebied van het aantrekken van kapitaal voor KMO's. Voor zover de Britse autoriteiten bekend is bestaat er in de Gemeenschap momenteel geen instrument dat met Investbx vergelijkbaar is. Het is een innoverend en uniek proefproject waar alle regio's van de Gemeenschap baat bij kunnen hebben doordat zij kunnen observeren in hoeverre het project erin slaagt het marktfalen op te heffen, en zij kunnen nagaan of dit type regionale onlinebeurzen duurzaam zijn en nuttig zijn voor de regionale economie.

(91) De Britse autoriteiten betogen dat AWM The Share Centre door middel van een openbare, in het Publicatieblad van de Europese Unie bekendgemaakte selectieprocedure heeft gekozen om Investbx te exploiteren. Verder wijzen zij erop dat Ofex het project steunde, zowel vóór de selectieprocedure als vlak erna, toen zij er niet in geslaagd was het contract voor de exploitatie van Investbx in de wacht te slepen. Volgens hen was de selectieprocedure objectief geweest en was het eerlijke verloop van de procedure nooit ter discussie gesteld.

(92) De Britse autoriteiten menen dat Investbx een nieuw soort investeerders zal aantrekken en als zodanig niet met Ofex zal concurreren. Investbx zal veeleer als springplank naar oudere markten fungeren dan als concurrent.

(93) De Britse autoriteiten verklaren dat de verbeterde dienstverlening voor investeerders waarvan in het besluit tot inleiding van de procedure gewag wordt gemaakt, momenteel niet beschikbaar is. Daardoor kan er geen sprake zijn van concurrentievervalsing. Investbx zal nieuw uitgegeven aandelen openbaar verkopen, terwijl gevestigde markten nieuw uitgegeven aandelen gewoonlijk slechts aan enkele institutionele beleggers aanbieden.

(94) Volgens de Britse autoriteiten zal Investbx een tweeledige taak krijgen (algemeen discussieforum en handelsplatform) welke momenteel noch door Ofex, noch door enige andere organisatie worden vervuld. Investbx is op zodanige wijze gestructureerd dat AWM een doeltreffende controle kan uitoefenen, geen financiële middelen naar derde partijen weglekken en, indien het project slaagt, eventuele opbrengsten uit de verkoop van Investbx uiteindelijk naar AWM terugvloeien.

(95) Volgens het businessplan van Investbx zal over een periode van vijf jaar voor minimaal 47 KMO's in West-Midlands minimaal 70 miljoen GBP aan primair kapitaal worden aangetrokken. De Britse autoriteiten hebben dit bedrag met de door Ofex aangetrokken middelen vergeleken, waarbij zij in een brief van 21 november 2005 tot de volgende conclusie kwamen:

Verenigd Koninkrijk als geheel

— In de vijf jaar vanaf 2000 werd via Ofex slechts 43,3 miljoen GBP aan primair kapitaal aangetrokken binnen de genoemde bandbreedte van 0,5 à 2 miljoen GBP, en wel voor 39 ondernemingen, gevestigd in het gehele Verenigd Koninkrijk.

— Wanneer secundaire financiering van de totale aangetrokken middelen wordt afgetrokken, blijft bij Ofex-ondernemingen slechts een gering bedrag over dat via primaire emissies wordt bijeengebracht.

West Midlands

— Van de aan Ofex genoteerde ondernemingen komen er slechts 10 (7 %) uit West Midlands (per november 2005).

— Voor in West Midlands gevestigde ondernemingen is via Ofex in de vijf jaar tussen 2001 en 2005 in totaal 12 miljoen GBP (primair en secundair kapitaal) aangetrokken; dit is slechts 4,1 % van de totale Ofex-markt. Meer dan 50 % van de door Ofex voor in West Midlands gevestigde ondernemingen aangetrokken middelen gingen naar slechts één onderneming.

— In de periode van vijf jaar vanaf 2000 is via Ofex slechts 3,5 miljoen GBP aan primair kapitaal

aangetrokken voor vijf in West Midlands gevestigde ondernemingen. Van de 20 ondernemingen die in 2004 tot Ofex werden toegelaten was slechts één onderneming in West Midlands gevestigd.

(96) In hun brief van 21 november 2005 zetten de Britse autoriteiten uiteen dat de financieringsactiviteiten van Ofex zich uitstrekken over het gehele Verenigd Koninkrijk, terwijl Investbx zich exclusief op één regio, West Midlands zal richten. Van de ruim 300 000 KMO's in West Midlands zouden er slechts 57 aan de AIM genoteerd staan en tien aan Ofex, en zouden daarnaast tussen vijf en tien KMO's elk jaar door een grote durfkapitaalverstrekker worden gesteund. De Britse autoriteiten zijn er niet van overtuigd dat Ofex of een ander platform de financiële middelen of specifieke plannen dan wel de bereidheid heeft om het marktfalen in West Midlands aan te pakken. Tijdens twee aparte bijeenkomsten werden vertegenwoordigers van Ofex verzocht hun plannen uiteen te zetten om het marktfalen in West Midlands aan te pakken, maar Ofex ging hier niet op in. Op grond van de feiten waarover de Britse autoriteiten beschikken concluderen zij dat Ofex de taak die voor Investbx is voorzien, in het verleden in het geheel niet vervulden, en dit in de toekomst ook niet kon of wilde doen. De autoriteiten stellen vast dat de oprichting van Investbx in generlei opzicht nadelig zal zijn voor Ofex. Een van de voornaamste oogmerken van Investbx is om als een soort „voorportaal" te fungeren waar ondernemingen kunnen wennen aan de eisen die aan genoteerde ondernemingen worden gesteld en zij zich kunnen voorbereiden op een eventuele overstap naar gevestigde markten.

(97) De Britse autoriteiten benadrukken dat er geen steun aan KMO's of investeerders zal worden verleend. De KMO's zullen zich rechtstreeks tot de adviseurs wenden en de door deze adviseurs verleende diensten tegen markttarief betalen.

(98) De Britse autoriteiten zijn het er over eens dat Investbx een ontvanger van steun is. Wil de steun als verenigbaar worden aangemerkt, dan moet er sprake zijn van een aantoonbaar marktfalen. Het grootste tekort aan private equity voor kleine bedrijven doet zich voor ten aanzien van bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP. De Britse autoriteiten betogen dat dit door een grote hoeveelheid onafhankelijk onderzoek, door de Commissie in voorgaande zaken alsmede door de risicokapitaalrichtsnoeren zelf wordt bevestigd. Zij hebben geen aanwijzingen gevonden dat er in de situatie van marktfalen welke in de beschikking betreffende de „Enterprise Capital Funds" werd bevestigd ([15]), ondertussen verandering is gekomen. De Britse autoriteiten citeren een aantal verklaringen van oudere spelers in hetr bedrijfsleven van West Midlands waarin de behoefte aan een platform als Investbx wordt onderschreven. Een in de regio gevestigde durfkapitaalverstrekker deelde mee dat hij, van de 500 à 750 voorstellen die hij per jaar ontvangt, op minder dan 1 % ingaat. De meeste ondernemingen waarvan de aanvragen worden verworpen hebben realiseerbare businessplannen en hoewel zij niet geschikt zijn voor durfkapitaalinvesteringen, kunnen zij wel in aanmerking komen voor Investbx. Om te benadrukken dat er nog steeds sprake is van een onmiskenbaar tekort op de markt verwijzen de Britse autoriteiten naar verdere documenten (zoals het raadplegingsdocument van het Ministerie van Financiën „Bridging the Finance Gap", het discussiestuk dat door het Britse voorzitterschap voorafgaand aan de topconferentie over risicokapitaal is opgesteld, en het „SME Trends Survey" van de „Confederation of British Industry").

(99) Hoewel de Britse autoriteiten aanvankelijk transacties van maximaal 5 miljoen GBP niet uitsloten omdat zij meenden dat er tot dit niveau sprake was van een marktfalen, bevestigden zij in een later stadium van de procedure dat de transacties die bij Investbx gedurende de eerste vijf jaar zouden plaatsvinden, tot 2 miljoen GBP per jaar beperkt zouden blijven en dat eventuele transacties van meer dan 2 miljoen GBP bij de Commissie zouden worden aangemeld.

(100) Naar de mening van de Britse autoriteiten is het aangemelde steuninstrument wel degelijk op de opheffing van het marktfalen gericht, en gaat het daarbij verder dan de traditionele methoden. Investbx is ontworpen om, in aanvulling op andere verstrekkers van kapitaal, andere financieringsbronnen aan te boren en ten behoeve van KMO's te benutten. De Britse autoriteiten menen dat het project een duidelijk stimulerende werking heeft in die zin dat Investbx zonder overheidssteun niet zou worden opgericht.

(101) Volgens de Britse autoriteiten zullen de oprichting en initiële financiering van Investbx de concurrentie niet vervalsen maar zullen zij juist helpen een marktfalen te corrigeren dat thans niet wordt aangepakt. Ook al zou de maatregel als potentieel concurrentieverstorend kunnen worden afgeschilderd, toch betekent het geringe financieringsbedrag gedurende een maximumperiode van vijf jaar, tezamen met het feit dat de invloed van Investbx tot slechts één regio van het Verenigd Koninkrijk beperkt zal blijven, dat een eventuele concurrentiedistorsie ruimschoots wordt gecompenseerd door de potentiële voordelen voor alle regio's in de Gemeenschap. Aan het einde van de periode van vijf jaar moet Investbx zelffinancierend zijn, en indien het bedrijf, zoals wordt gehoopt, verkocht wordt, zullen eventuele opbrengsten naar AWM terugvloeien.

(102) Volgens de Britse autoriteiten zal het eventuele effect van Investbx op de mededinging beperkt zijn en zullen de gevolgen voor de handel verwaarloosbaar zijn, omdat het instrument slechts in een van de negen Engelse regio's actief zal zijn en als regionale speler per definitie de economische bedrijvigheid buiten West Midlands niet kan vervalsen. Bovendien zouden, indien Investbx succesvol is, soortgelijke projecten in andere delen van de Gemeenschap de belangstelling van de particuliere sector kunnen wekken en het derhalve zonder overheidssteun kunnen stellen.

(103) Indien het project slaagt en het marktfalen daadwerkelijk wordt verminderd, dan is dit een uitstekende manier om dat doel te bereiken met een minimum aan overheidsmiddelen en concurrentievervalsing. Mislukt het project, dan zal toch de concurrentie niet zijn vervalst, maar zal duidelijk zijn dat het Investbx-model geen adequate

([15]) Zaak nr. 2006/250/CE — Verenigd Koninkrijk — „Enterprise Capital Funds", PB L 91 van 29.3.2006, blz. 16.

methode is om het marktfalen aan te pakken of dat de wijze waarop AWM het model ten uitvoer trachtte te leggen niet geschikt was, en dat een andere aanpak moet worden overwogen.

5.2. **Reactie van het Verenigd Koninkrijk op de kritische opmerkingen van belanghebbenden**

(104) Ten aanzien van de opmerkingen van JP Jenkins maken de Britse autoriteiten een sterk onderscheid tussen het bedrijfsmodel van JP Jenkins Stockbrokers en Investbx. JP Jenkins Stockbrokers is een effectenmakelaar en marketmaker die uitsluitend in opdracht handelt in niet-beursgenoteerde aandelen. Deze markt is niet gereglementeerd. Het hoofddoel van Investbx is om kapitaal voor KMO's aan te trekken; JP Jenkins Stockbrokers houdt zich hiermee niet bezig.

(105) De Britse autoriteiten hebben als volgt gereageerd op de opmerkingen van het QCA en Ofex.

(106) Een uitvoerige en feitelijke beschrijving van het marktfalen is opgenomen in de aanmeldingsbrief van de Britse autoriteiten van 26 juli 2005. Verder noemen zij studies waarin het aanhoudende marktfalen wordt besproken, zoals: *Pre-Budget Report on 5 December 2005*; DTI Small Business Service, *A Mapping study of Venture Capital Provision*; CBI, *Enabling the Enterprise evolution*. Er zijn meer dan 300 000 KMO's in West Midlands en in de afgelopen vijf jaar heeft gemiddeld slechts één onderneming uit deze regio per jaar zich bij Ofex aangesloten. Verder blijkt uit opmerkingen van belanghebbenden dat, hoewel er reeds een netwerk van particuliere investeerders bestaat, KMO's behoefte hebben aan een extra financieringsinstrument om de stap naar een gevestigde markt te kunnen zetten die in de ontwikkelingsfase waarin zij verkeren te kostbaar is.

(107) De Britse autoriteiten erkennen dat het de totale kosten van een transactie zijn die KMO's er dikwijls van weerhouden middelen op de gevestigde markten aan te trekken. In de opmerkingen van belanghebbenden wordt benadrukt dat de kosten van de uitgifte van aandelen te hoog worden geacht ten opzichte van de omvang van het aangetrokken kapitaal. De steun van de Britse autoriteiten heeft het voor plaatselijke concurrerende ondernemingen gemakkelijker gemaakt om in onderlinge samenwerking een alternatief handelsplatform op te zetten en standaardformulieren op te stellen, waardoor het aantrekken van kapitaal minder kostbaar wordt. De totale kosten mogen geen belemmering vormen om aan Investbx deel te nemen.

(108) Volgens de Britse autoriteiten is er op gevestigde markten die institutionele beleggers aantrekken, onafhankelijke informatie over de aldaar verhandelde aandelen beschikbaar. Deze gegevens worden opgesteld voor aandelen waarvoor deze beleggers belangstelling hebben en worden bovendien gebruikt door verkoopteams van effectenmakelaars om de belangstelling van de institutionele beleggers voor de aandelen te wekken en de handel te stimuleren. Individuele beleggers hebben evenwel geen toegang tot dergelijke onderzoeksgegevens. Daarenboven hebben financiële instellingen doorgaans geen belangstelling voor de aandelen van kleinere ondernemingen omdat het aangeboden aandelenvolume ontoereikend is om een sterke positie in te nemen. Investbx daarentegen zal wel informatie over KMO-aandelen beschikbaar stellen en bovendien zullen de KMO's tegen markttarieven opdracht geven tot het uitvoeren van onafhankelijk onderzoek om de investeerder gedetailleerde informatie over de onderneming te verschaffen die zij bij hun investeringsbeslissing kunnen laten meewegen.

(109) De Britse autoriteiten brengen tegen het argument dat Investbx liquiditeit aan de markt zou onttrekken, in dat *„een geografische diversifiëring van de markten 25 jaar geleden technisch niet mogelijk was en de handel van dezelfde waardepapieren op verschillende markten tot een fragmentering van de marktliquiditeit leidde. Door de opkomst van internet kan deze gang van zaken echter worden gekeerd en kunnen middelen van regionale investeerders ten gunste van de regio naar plaatselijke ondernemingen worden gesluisd"*. Een beurs in West Midlands zou geen fragmentatie van liquiditeit tot gevolg hebben maar juist de samenvoeging van liquiditeit bevorderen doordat op wekelijkse of maandelijkse basis transacties plaatsvinden met grotere aandelenvolumes tegen een en dezelfde koers.

(110) In antwoord op de opmerking over de bescherming van de investeerders zetten de Britse autoriteiten uiteen welke beschermende maatregelen in het Verenigd Koninkrijk van kracht zijn en dat deze ook van toepassing zijn op beleggers die via Investbx investeren. Ondernemingen die zich bij Investbx aansluiten moeten een reeks wettelijke en openbaarmakingsvereisten naleven die passend zijn voor een alternatief handelsplatform. Zoals hierboven reeds is opgemerkt zal Investbx zich houden aan de door de FSA opgelegde verplichtingen op het gebied van de bescherming van beleggers; het toezicht hierop is aan The Share Centre overgedragen, een ervaren faciliteit die toezicht houdt op alle nalevingsaspecten die bij de exploitatie van Investbx een rol spelen. Deze door de FSA gereglementeerde onderneming zal niet alleen de exploitatie van Investbx controleren maar zal er ook voor zorgen dat het instrument de passende beste praktijken toepast die in de „Code of Business Practice" van de FSA zijn vastgelegd. Afgezien van de wettelijk voorgeschreven informatie zal Investbx beleggers veel meer inlichtingen over KMO's verschaffen dan doorgaans mogelijk is. Dat inlichtingen worden verstrekt buiten de officiële voorschriften om is tekenend voor de innoverende aanpak van Investbx.

(111) Op een veiling gebaseerde systemen vormen een erkend alternatief voor prijsgedreven systemen en zijn geschikter voor transacties in kleinere volumes, zoals wordt aangetoond in het document *„Regional Stock exchanges in de UK"* van Dr. Robert Huggins. De investeerder waarop de aan de Investbx genoteerde KMO's zich richten, is geïnteresseerd

in de mogelijkheden op middellange tot lange termijn en daarom is het verstrekken van een grotere hoeveelheid informatie over de vooruitzichten van de onderneming belangrijk. Deze investeerders hebben een minder grote behoefte om doorlopend transacties te verrichten dan institutionele beleggers. Niettemin kunnen zij, alvorens de volgende veiling plaatsvindt, voortdurend de desbetreffende gegevens raadplegen of hun orders wijzigen.

(112) Ofex is een platform waarop in hoofdzaak effectenmakelaars en financiële instellingen als aandeelhouder actief zijn, die in sterke mate gebruik maken en profiteren van het prijsgedreven market-makersysteem. Zoals uit gegevens blijkt die met betrekking tot Ofex zijn verstrekt kunnen er, om voortdurend op een prijsgedreven markt te kunnen handelen, grote spreads optreden tot 75 %. Daarentegen zullen bij het Investbx-model kopers en verkopers tegen een enkele koers worden „gematched"; dit is voordelig voor zowel de KMO's die kleine aandelenvolumes zullen kunnen verhandelen, als voor de beleggers, die niet te maken hebben met een verschil tussen bied- en laatkoers.

(113) De Britse autoriteiten zijn van oordeel dat Ofex zich tot een gevestigde markt aan het ontwikkelen is. In recente persverklaringen heeft Ofex toegegeven dat het kapitaal heeft aangetrokken om veranderingen in zijn handelsplatform te financieren waardoor de handel in aandelen wordt vergemakkelijkt en het rechtstreeks kan concurreren met de AIM en de LSE. Dankzij het nieuwe platform kan Ofex aanzienlijk grotere volumes van bepaalde genoteerde en niet-genoteerde effecten verhandelen die ook elders in Londen genoteerd staan.

(114) Verder verklaren de Britse autoriteiten dat beleggers bij eventuele sluiting van Investbx niet geblokkeerd zullen raken. In de financieringsovereenkomst wordt ook de mogelijkheid om het Investbx-project te verlaten, geregeld. Zou Investbx moeten sluiten, dan kan de handel van de desbetreffende KMO-aandelen op het platform van The Share Centre onder dezelfde voorwaarden worden voortgezet.

(115) De autoriteiten zijn van mening dat de steun die aan Investbx wordt verleend beperkt blijft tot het minimum dat nodig is om het marktfalen ten aanzien van de toegang tot financiering met private equity voor KMO's in West Midlands aan te pakken. Investbx zal niet rechtstreeks financiering beschikbaar stellen en bij de selectie van KMO's geen onderscheid maken op grond van hun latere resultaten en waardebepaling op het handelsplatform. Investbx ontvangt, anders dan een durfkapitaalverstrekker, geen vergoeding op basis van de latere waardebepaling van een KMO. Zonder de steun gaat het project niet door. Omdat het een geheel nieuw bedrijfsmodel betreft is het een te riskant project om uitsluitend met particuliere middelen te worden gefinancierd.

(116) De Britse autoriteiten geloven niet dat een niet op winst gericht bedrijfsmodel de innovatie op financiële markten tegenhoudt. Zij zouden graag zien dat Investbx een nieuwe winstgevende onderneming wordt, maar zij wijzen erop dat het project in de beginfase niet winstgevend zal zijn en dat daarom financiering nodig is. Toch moet Investbx winst maken om op lange termijn zelffinancierend en levensvatbaar te zijn wanneer er aan de beperkte financiering door AWM een einde komt. Het verschil is dat de winst opnieuw wordt geïnvesteerd in plaats van onder de aandeelhouders te worden verdeeld. De Britse autoriteiten zullen het succes van Investbx afmeten aan het vermogen van de onderneming om de in West Midlands gevestigde KMO's onder commerciële voorwaarden nieuwe diensten ter beschikking te stellen.

6. BEOORDELING VAN DE MAATREGEL

(117) De Commissie heeft de maatregel onderzocht in het licht van artikel 87 van het EG-Verdrag en met name op basis van de risicokapitaalrichtsnoeren. De resultaten van deze beoordeling worden hieronder toegelicht.

6.1. Wettigheid van de maatregel

(118) De Britse autoriteiten hebben de maatregel aangemeld. Zij hebben verklaard dat Investbx nog niet is opgericht, haar activiteiten nog niet heeft gestart en geen subsidie of financiële middelen heeft ontvangen.

(119) Verder hebben de Britse autoriteiten verklaard dat AWM een persoon heeft aangeworven als toekomstig algemeen directeur van Investbx; deze persoon houdt zich momenteel evenwel als medewerker van AWM bezig met een groot aantal projecten, waarvan de voorbereidende werkzaamheden voor Investbx er één is. Ook worden voorbereidingen getroffen voor de ontwikkeling van het toekomstige website-portaal van Investbx. Door een technisch probleem was deze site reeds toegankelijk hoewel duidelijk was vermeld dat deze nog in opbouw was. Dit probleem werd opgelost en de site is thans niet meer voor het publiek toegankelijk.

(120) Investbx is nog niet als onderneming opgericht en heeft geen financiering ontvangen. Derhalve is er nog geen steun verleend.

(121) De Britse autoriteiten hebben zich ertoe verbonden geen steun te verlenen alvorens goedkeuring van de Commissie is verkregen. Daarom hebben zij voldaan aan hun verplichtingen ingevolge artikel 88, lid 3, van het EG-Verdrag.

6.2. Aanwezigheid van staatssteun

(122) Na het besluit tot inleiding van de procedure werd op drie niveaus onderzocht of er sprake was van steun, en wel op het niveau van

— Investbx als marktplaats,

— de investeerders, en

— de KMO's waarin geïnvesteerd moet worden.

Dit onderzoek zal worden uitgevoerd overeenkomstig de risicokapitaalrichtsnoeren.

6.2.1. *Steun op het niveau van Investbx*

(123) De initiële investering evenals de lopende uitgaven zullen met staatsmiddelen worden bekostigd via het ontwikkelingsagentschap van de overheid AWM. Volgens de autoriteiten van het Verenigd Koninkrijk werd geen enkele particuliere investeerder bereid gevonden in Investbx te investeren. Onder normale marktvoorwaarden zou het oprichtingskapitaal, dat in de vorm van een subsidie werd verleend, niet onder dezelfde gunstige voorwaarden zijn toegekend. Daarom komt het verstrekken van financiële middelen niet overeen met het gedrag van een particuliere marktinvesteerder. Investbx ontvangt derhalve middelen die het niet tegen markttarief uit particuliere bron zou kunnen verkrijgen. Dit betekent dat de onderneming Investbx een voordeel ontvangt in de vorm van staatsmiddelen. Aangezien de maatregel gevolgen kan hebben voor andere aanbieders van financiële diensen, met name voor Ofex zoals hieronder wordt besproken, kan de maatregel vervalsing van de mededinging tot gevolg hebben. Over het algemeen kunnen kapitaal en daarmee samenhangende diensten grensoverschrijdend worden aangeboden. Dit blijkt wel uit het door de Universiteit van Warwick aangehaalde voorbeeld van een KMO uit West Midlands die op de Australische markt kapitaal heeft aangetrokken, evenals uit de pogingen van Ofex om zijn diensten in het buitenland aan te bieden. Hoewel het niet zeer waarschijnlijk is dat KMO's uit West Midlands die op zoek zijn naar private equity ten bedrage van maximaal 2 miljoen GBP met succes een beroep zouden doen op buitenlandse dienstverlening, kan dit toch niet worden uitgesloten. De maatregel kan derhalve de handel tussen de lidstaten ongunstig beïnvloeden. Zij vormt daarom steun aan Investbx in de zin van artikel 87, lid 1, EG.

6.2.2. *Steun op het niveau van de investeerders*

(124) Het onlineveilingsysteem van Investbx biedt alle investeerders — zowel institutionele kapitaalverschaffers als particuliere personen — de mogelijkheid in KMO's te investeren. Daarbij kunnen zij profiteren van informatie en diensten van Investbx, die zij anders niet zouden ontvangen. Alle geïnteresseerde investeerders zullen onder gelijke voorwaarden van Investbx gebruik kunnen maken, tenzij zij zijn uitgesloten op grond van de wetgeving inzake de bescherming van beleggers. Er is geen minimumbedrag per investeerder. Onafhankelijk van de vraag of de maatregel de investeerders begunstigt, is zij derhalve op dit niveau niet selectief en vormt zij geen steun in de zin van artikel 87, lid 1, van het EG-Verdrag.

6.2.3. *Steun op het niveau van KMO's*

(125) KMO's worden door de maatregel begunstigd omdat zij hierdoor in staat worden gesteld private equity aan te trekken onder voorwaarden die anders niet op de markt aanwezig zouden zijn. Het pakket diensten dat door Investbx zal worden aangeboden is momenteel niet als geheel op de markt verkrijgbaar. Het feit dat particuliere investeerders niet bereid zijn een onderneming als Investbx op te richten toont aan dat het project risicovol is. De activiteit brengt aanzienlijke vaste kosten met zich, die slechts kunnen worden gedekt indien Investbx een bepaald activiteitenvolume kan bereiken; het is evenwel onzeker of dit volume inderdaad zal worden gehaald. Normaal gesproken komt dit hoge risico tot uiting in de prijs die door de doelondernemingen wordt betaald. Hoewel de meeste diensten die Investbx aanbiedt aan derden worden uitbesteed en Investbx hiervoor een marge ontvangt, is de prijs die Investbx de ondernemingen voor het aangeboden dienstenpakket aanrekent te laag om zijn vaste kosten te kunnen dekken gedurende de eerste periode van maximaal vijf jaar, of totdat een kritische madda van ondernemingen van zijn diensten gebruikmaakt. Dit voorstel zou door geen enkele marktinvesteerder zijn aanvaard. De maatregel zou derhalve de KMO's kunnen begunstigen die van Investbx gebruikmaken voor het aantrekken van financiering, aangezien KMO's als gevolg van de prijszettingsstructuur van Investbx, diensten onder voordeliger voorwaarden ontvangen dan indien zij deze afzonderlijk van bestaande marktspelers zouden kopen. Het Verenigd Koninkrijk heeft aangetoond dat diensten in verband met het gebruik van het handelsplatform (werknemersaandelenplannen, aandelenrekeningen, onafhankelijk onderzoek en marketingdiensten) tegen marktvoorwaarden aan particuliere aanbieders zullen worden uitbesteed. Het voordeel vloeit voort uit de bundeling van deze diensten en het feit dat kapitaal wordt aangetrokken van investeerders die bereid zijn in KMO's in West Midlands te investeren. Dit voordeel wordt met staatsmiddelen gesteund omdat oprichting en exploitatie van Investbx slechts met overheidsfinanciering mogelijk zijn en de door dit instrument verleende diensten door de markt niet onder dezelfde voorwaarden zouden kunnen worden verricht. Aangezien de ondernemingen die via Investbx kapitaal wensen aan te trekken waarschijnlijk actief zijn op markten waarop op het niveau van de Gemeenschap concurrentie bestaat, kan de maatregel de mededinging en het handelsverkeer tussen lidstaten ongunstig beïnvloeden. Kortom, KMO's waarin wordt geïnvesteerd ontvangen steun in de zin van artikel 87, lid 1, van het EG-Verdrag.

6.3. **Verenigbaarheid van de maatregel**

(126) Aangezien de maatregel staatssteun vormt in de zin van artikel 87, lid 1, van het Verdrag, moet de verenigbaarheid ervan worden beoordeeld in het licht van de in artikel 87, leden 2 en 3, van het Verdrag genoemde uitzonderingen. De uitzonderingen van artikel 87, lid 2, van het Verdrag, die betrekking hebben op steun van sociale aard aan individuele verbruikers, steun tot herstel van de schade veroorzaakt door natuurrampen of andere buitengewone gebeurtenissen en steun aan de economie van bepaalde streken van de Bondsrepubliek Duitsland, zijn hier niet van toepassing. Evenmin komt de maatregel in aanmerking voor de uitzondering van artikel 87, lid 3, onder a) van het Verdrag inzake steun ter bevordering van de economische ontwikkeling van streken waarin de levensstandaard abnormaal laag is of waar een ernstig gebrek aan werkgelegenheid heerst. De maatregel kan ook niet worden beschouwd als steun om een belangrijk project van gemeenschappelijk Europees belang te verwezenlijken of een ernstige verstoring in de economie van het Verenigd Koninkrijk op te heffen, als bedoeld in artikel 87, lid 3, onder b), van het Verdrag; noch heeft de maatregel ten doel de cultuur en de instandhouding van het culturele erfgoed te bevorderen overeenkomstig artikel 87, lid 3, onder d), van het Vedrag.

(127) Krachtens artikel 87, lid 3, onder c), van het Verdrag is steun om de ontwikkeling van bepaalde vormen van economische bedrijvigheid of van bepaalde regionale economieën te vergemakkelijken, toegestaan mits de voorwaarden waaronder het handelsverkeer plaatsvindt daardoor niet zodanig worden veranderd dat het gemeenschappelijk belang wordt geschaad. De Commissie wijst erop dat de maatregel in kwestie bedoeld is om een marktplaats in te richten en gedurende vijf jaar steun toe te kennen voor een elektronisch platform voor investeerders en KMO's. De maatregel beoogt derhalve een investeringsinstrument te scheppen dat investeerders en doel-KMO's met elkaar verbindt en daardoor voor laatstgenoemden de toegang tot risicokapitaal verbetert.

(128) Artikel 87, lid 3, onder c), van het Verdrag wordt op het gebied van risicokapitaal toegepast overeenkomstig de risicokapitaalrichtsnoeren. Deze richtsnoeren zijn van toepassing op alle aangemelde risicokapitaalmaatregelen waarover de Commissie na de bekendmaking van deze richtsnoeren in het *Publicatieblad van de Europese Unie* een beslissing moet nemen, zelfs indien die maatregelen vóór de bekendmaking van deze richtsnoeren waren aangemeld ([16]). Investbx vergemakkelijkt derhalve het op elkaar afstemmen van investeerders en doel-KMO's, waarvoor het de toegang tot risicokapitaal kan verbeteren. Het gaat dus om een investeringsinstrument in de zin van punt 5.1(f) van de risicokapitaalrichtsnoeren. Volgens genoemd punt moet een maatregel waarbij steun aan een investeringsinstrument wordt verleend meer in detail worden onderzocht op grond van afdeling 5 van de richtsnoeren. Bij haar beoordeling van de verenigbaarheid van de maatregel overeenkomstig deze bepalingen houdt de Commissie zich aan de in het Actieplan Staatssteun ([17]) aangekondigde benadering die in de onderafdelingen 5.2, 5.3 en 5.4 van de risicokapitaalrichtsnoeren nader wordt toegelicht. Zo zal zij nagaan of de steunmaatregel zo ontworpen is dat daarmee een helder omschreven doelstelling van gemeenschappelijk belang, en met name de vermindering van marktfalen, kan worden gerealiseerd of de steun geschikt is om die bepaalde doelstelling van gemeenschappelijk belang te verwezenlijken, of zij noodzakelijk is en een stimulerend effect heeft, of zij evenredig is en of de vervalsing van de mededinging en de gevolgen voor het handelsverkeer beperkt blijven zodat de steunmaatregel over het geheel genomen niet in strijd is met het gemeenschappelijk belang. De Commisie zal daarbij een aantal positieve en negatieve elementen in aanmerking nemen. Volgens punt 5, tweede alinea, van de risicokapitaalrichtsnoeren is geen enkel afzonderlijk element bepalend, en is er geen enkele combinatie van elementen die op zichzelf voldoende kan worden geacht om verenigbaarheid te garanderen. In sommige gevallen kan de toepasselijkheid van deze criteria en het eraan toegekende gewicht afhankelijk zijn van de vorm van de maatregel.

(129) Geen van de overige verordeningen, kaderregelingen of richtlijnen op het gebied van staatssteun zijn van toepassing. Weliswaar komen delen van de regio West Midlands in aanmerking voor de uitzondering van artikel 87, lid 3, onder c), van het EG-Verdrag ([18]); bovendien wijst de Commissie erop dat deze regio kampt met de gevolgen van de sluiting van de Rover-fabrieken. De maatregelen met betrekking tot Investbx vormen echter geen steun voor regionale ontwikkeling.

6.3.1. *Wordt met de steunmaatregel een duidelijk omschreven doelstelling van gemeenschappelijk belang beoogd?*

(130) Overeenkomstig punt 5.2.1 van de risicokapitaalrichtsnoeren beoordeelt de Commissie of met de steunmaatregel een duidelijk omschreven marktfalen wordt aangepakt. Voor maatregelen die specifiek een investeringsinstrument omvatten, verlangt de Commissie aanvullende bewijzen van het marktfalen. Deze bewijzen moeten gebaseerd zijn op een onafhankelijke studie, waarin de omvang van het marktfalen wordt aangetoond; de bewijzen moeten betrekking hebben op de risicokapitaalverschaffing en het belang van de durfkapitaalsector in de plaatselijke economie.

(131) Zoals in punt 1.3.2 van de risicokapitaalrichtsnoeren wordt gesteld is de Commissie van mening dat het falen van de risicokapitaalmarkten in hoofdzaak het gevolg is van asymmetrische informatie. Wat de toegang tot kapitaal voor kleine en nieuwe ondernemingen betreft zijn de voornaamste moeilijkheden die zich bij de financiering met private equity voordoen de hoge transactie- en bemiddelingskosten en de geringe bereidheid van investeerders om de risico's te nemen die dergelijke investeringen met zich brengen. Over het algemeen doet marktfalen zich voor wanneer de afstemming van vraag en aanbod van risicokapitaal ondoelmatig is zodat de omvang van het risicokapitaal op de markt te beperkt is en ondernemingen geen financiering vinden, ook al hebben zij een waardevol bedrijfsmodel en groeiperspectieven.

(132) De onderhavige steunmaatregel is bedoeld om een marktfalen aan te pakken met betrekking tot de financiering van KMO's met private equity voor bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP in de regio West Midlands.

(133) Om aan te tonen dat de beschikbaarheid van risicokapitaal in dit segment beperkt is ondanks de vraag van levensvatbare bedrijven, bevat punt 5.2.1 van de risicokapitaalrichtsnoeren een aantal indicatieve maatstaven. In de onderstaande beoordeling van het marktfalen let de Commissie vooral op het rendement van investeringen in private equity, de ontwikkeling van dergelijke investeringen in het Verenigd Koninkrijk in de afgelopen jaren en de uitsplitsing van de investeringen naar categorieën investeringsbedragen in samenhang met het segment waarvoor het marktfalen zich voordoet. Ook onderzoekt de Commissie gegevens met betrekking tot de regio West Midlands, met name de regionale verdeling van private

([16]) Risicokapitaalrichtsnoeren, punt 7.2, derde alinea.

([17]) Mededeling van de Commissie COM(2005) 107 def. van 7 juni 2005.

([18]) Beschikking van de Commissie van 26 juli 2000 inzake steunmaatregel nr. N 265/2000 — Verenigd Koninkrijk betreffende de regionale steunkaart van het VK voor de periode 2000 - 2006 (PB C 272 van 23.9.2000, blz. 43).

equity-investeringen, de vraag naar deze vorm van financiering en de mate waarin de gevestigde kapitaalmarkten in deze vraag voorzien. In verband hiermee analyseert de Commissie de door de Britse autoriteiten voorgelegde studies.

(134) Verder zij erop gewezen dat de maatregel een regio ondersteunt die structurele veranderingen ondergaat, door het oprichten van een online regionale aandelenmarkt voor KMO's.

6.3.1.1. ***Bewijzen voor het marktfalen waarop de maatregel is gericht***

(135) Investbx is bedoeld voor het verschaffen van private equity in het segment van 0,5 tot 2 miljoen GBP in de regio West Midlands. Volgens het Verenigd Koninkrijk en veel belanghebbenden is dit het segment waar het marktfalen door de marktspelers het meest acuut wordt geacht. Zij menen dat de genoemde investeringsbedragen te hoog zijn voor de meeste informele beleggers zoals business angels die slechts beperkte financiële middelen ter beschikking hebben ([19]), en te laag voor de meeste formele durfkapitaalinvesteerders voor wie de evaluatiekosten van potentiële investeringen te hoog zijn in het gerval van ondernemingen die slechts een bescheiden bedrag aan private equity nodig hebben ([20]). Volgens de door de Britse autoriteiten ingediende financiële vooruitzichten zal het gemiddelde financieringsbedrag in het vijfde jaar van de exploitatie 1,66 miljoen GBP bedragen.

(136) In haar beschikking betreffende de steunregeling „Enterprise Capital Funds" ([21]) stelde de Commissie vast dat er in het Verenigd Koninkrijk sprake is van een marktfalen voor investeringen tussen 250 000 GBP (357 000 euro) en 2 miljoen GBP (2,9 miljoen euro); zij baseerde zich hierbij op gegevens uit de *Performance Measurement Survey 2003* ([22]), het *Report on Investment Activity 2003* ([23]), op informatie van het Verenigd Koninkrijk en op opmerkingen van belanghebbenden die het marktfalen bevestigden.

(137) Volgens de Britse autoriteiten bestaat dit marktfalen in het Verenigd Koninkrijk en met name in de regio West Midlands. Deze bevinding wordt gestaafd door de volgende factoren welke in het en door ECOTEC opgestelde verslag worden genoemd ([24]):

— private equity-investeringsmaatschappijen kunnen bij bedragen onder 2 miljoen GBP niet het vereiste rendement op hun investeringen behalen;

— het marktfalen in het investeringssegment van 250 000 tot 2 miljoen GBP bestaat werkelijk en ontstond na 1999-2000 toen er een verschuiving ontstond van durfkapitaalinvesteringen naar grotere transacties;

— in de regio West Midlands worden in het segment 250 000 tot 2 miljoen GBP slechts zeer weinig private equity-investeringen gedaan;

— binnen dit segment bestaat een aanzienlijke vraag naar financiering vanuit KMO's.

6.3.1.1.1. *Rendement van private equity- en durfkapitaalinvesteringen in het Verenigd Koninkrijk*

(138) De winstgevendheid van private equity en durfkapitaalinvesteringen in verschillende investeringscategorieën vormt een geschikte referentie voor de analyse van het marktfalen, omdat het geringe rendement van investeringen in het segment waar marktfalen optreedt tot gevolg heeft dat investeerders overschakelen naar meer lucratieve grote investeringen. Volgens de meest recente gegevens van de British Venture Capital Association („BVCA") ([25]) heeft het rendement op private equity- en durfkapitaalinvesteringen in het Verenigd Koninkrijk zich in 2004 als volgt ontwikkeld. Evenals in 2003 leverden middelgrote management buy-outs („MBO's") (met 10 miljoen tot 100 miljoen GBP aan geïnvesteerd kapitaal) en grote MBO's (met meer dan 100 miljoen GBP aan geïnvesteerd kapitaal) op korte en middellange termijn veel hogere rendementen op dan investeringen in ondernemingen in de aanloop- en ontwikkelingsfase. (In 2004 bedroeg het rendement over drie jaar van investeringen in de aanloopfase - 13,2 %, van investeringen in de ontwikkelingsfase - 5,3 %, terwijl zij bij middelgrote MBO's 13,7 % en bij grote MBO's 16,1 % bedroegen). Dit betekent dat het voor investeerders aantrekkelijker is om in MBO's van meer dan 10 miljoen GBP aan geïnvesteerd kapitaal te beleggen dan in de aanloop- of ontwikkelingsfase van ondernemingen.

([19]) Business angels investeren doorgaans 10 000 à 250 000 GBP in ondernemingen met groeipotentieel in de start- of aanloopfase. CBI: *Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution* (juli 2006).

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

([21]) Steunmaatregel nr. C 17/2004, PB L 91 van 29.3.2006, blz. 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) en „*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*" (2006).

(139) Hoewel in het voornoemde rapport van BVCA betreffende het rendement op private equity- en durfkapitaalinvesteringen in het Verenigd Koninkrijk een andere methodiek werd toegepast ([26]), bleef de rentabiliteit van investeringen in ondernemingen in de aanloop- en ontwikkelingsfase op middellange termijn negatief. De rendementen op middellange termijn van investeringen in de ontwikkelingsfase en van kleine MBO's bleven sterk achter bij de middellangetermijnrendementen van middelgrote en grote MBO's.

6.3.1.1.2. *Private equity- en durfkapitaalinvesteringen in het Verenigd Koninkrijk*

(140) Volgens de studie van de BVCA over private equity-investeringen in het Verenigd Koninkrijk ([27]) is de gemiddelde omvang van dergelijke investeringen in het Verenigd Koninkrijk in 2005 toegenomen tot 5,2 miljoen GBP (tegen 4,1 miljoen GBP in 2004, 3,2 miljoen GBP in 2003, 3,7 miljoen GBP in 2002 en 3,6 miljoen GBP in 2001).

(141) Volgens de genoemde BVCA-studie is de omvang van de in Britse ondernemingen geïnvesteerde private equity in de afgelopen jaren sterk toegenomen (6,813 miljard GBP in 2005, 5,336 miljard GBP in 2004, 4,074 miljard GBP in 2003). Het geïnvesteerde kapitaal in de marge van 0,5 miljoen à 2 miljoen GBP steeg echter niet, doch daalde in 2005 (313 miljoen GBP in 2005, 330 miljoen GBP in 2004 en 286 miljoen GBP in 2003). In 2005 bestond 2 % van de totale som van de in Britse ondernemingen geïnvesteerde private equity uit investeringen van minder dan 0,5 miljoen GBP, 5 % betrof investeringen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP en de overige 94 % bestond uit investeringen van meer dan 2 miljoen GBP. Het aandeel van de investeringsbedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP in de totale investeringen was in 2005 lager dan in voorgaande jaren (5 % in 2005, 6 % in 2004, 7 % in 2003, 10 % in 2002 en 2001).

(142) Ook wat het aantal ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd betreft loopt het aandeel van de ondernemingen waarin voor bedragen van 0,5 à 2 miljoen GBP wordt geïnvesteerd ten opzichte van het totale aantal doelondernemingen, in het Verenigd Koninkrijk volgens de BVCA-studie terug (23 % in 2005, 25 % in 2004, 25 % in 2003, 30 % in 2002 en 31 % in 2001). In absolute termen was het aantal ondernemingen waarin voor 0,5 à 2 miljoen GBP werd geïnvesteerd in 2005 het laagst van de afgelopen vijf jaar (302 in 2005, 321 in 2004, 317 in 2003, 361 in 2002 en 399 in 2001).

(143) De Britse autoriteiten noemden een aantal studies en onderzoeken waarin het bestaan van een marktfalen in het Verenigd Koninkrijk werd vermeld.

— Het consultatiedocument van het ministerie van Financiën „*Bridging the Finance Gap*" ([28]) bevestigt het financieringstekort in het segment tussen 0,25 en 2 miljoen GBP. Dit document is gebaseerd op enquêtes, gegevens van de BVCA en universitaire studies ([29]). Wat de enquêtes betreft was 97 % van de respondenten van het consultatiedocument het erover eens dat KMO's nog steeds geconfronteerd worden met een omvangrijk marktfalen, waarbij vele respondenten betoogden dat de ernst van het financieringstekort uiteenloopt naargelang van de omvang, de sector en de ontwikkelingsfase van de onderneming. „*De reacties op het consultatiedocument maken duidelijk dat er een belangrijke groep kleine en middelgrote ondernemingen is die niet geschikt zijn voor financiering met vreemd vermogen en die momenteel geen toegang hebben tot het private equity dat zij nodig hebben om zich te kunnen ontwikkelen. Ook ondernemingen die op zoek zijn naar geringe investeringsbedragen om hun activiteiten te moderniseren of te diversifiëren, worden hierdoor getroffen. Volgens het rapport zijn sommige KMO's*" niet geschikt voor financiering met vreemd vermogen; wanneer een onderneming nog niet voldoende inkomsten genereert om debetrente te betalen en/of de onderneming ontwikkelt nieuwe technologieën of producten met een aanzienlijk groeipotentieel maar ook met een vrij groot risico, dan kan het aantrekken van private equity een passender vorm van financiering zijn. Het rapport stelt vast dat het zoeken naar geschikte investeringsmogelijkheden voor investeerders aanzienlijke kosten met zich kan brengen, met name voor het opsporen en het due-diligenceonderzoek van en het toezicht op investeringen in kleine en nieuwe bedrijven.„*In vergelijking met grote beursgenoteerde ondernemingen is de informatiestroom over kleine, niet-genoteerde ondernemingen die op zoek zijn naar investeerders, beperkt.*"

([26]) In het rapport over 2005 werden de statistische gegevens opgesplitst in fondsen die vóór 1996 voor het eerst zijn afgesloten en de fondsen die na 1996 voor het eerst zijn afgesloten. De fondsen die na 1996 voor het eerst werden afgesloten werden onderverdeeld in financieringscategorieën (zoals initiële financiering, aanloopfinanciering en financiering van de vroege ontwikkelingsfase), kleine MBO's (MBO's/MBI's van minder dan 10 miljoen GBP en expansiefase-investeringen), middelgrote MBO's (MBO's/MBI's van 10 à 100 miljoen GBP) en grote MBO's (MBO's/MBI's van meer dan 100 miljoen GBP).

([27]) PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Report on Investment Activity 2004*" (2005) en „*BVCA Report on Investment Activity 2005*" (2006).

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

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

Volgens het rapport hebben potentiële beleggers wellicht als gevolg van de asymmetrische informatievoorziening, geen correct beeld van het winst/risicoprofiel van bedrijven, waardoor zij niet zeer geneigd zijn in risicokapitaal te beleggen. Het verslag concludeert dat investeerders door de hoge transactiekosten en de verhoudingsgewijs hoge kosten van het verzamelen van informatie over kleinere ondernemingen, hun aandacht richten op grotere investeringen. De structurele beperkingen ten aanzien van het verschaffen van middelen en expertise op het gebied van durfkapitaal aan kleinere en riskantere bedrijven doen vermoeden dat durfkapitaalinvesteerders zich meer en meer op grotere transacties in latere ontwikkelingsfasen van ondernemingen zullen richten.

— Onderzoek door ECOTEC ([30]) bevestigde eveneens het bestaan van een marktfalen voor bedragen tussen 0,5 miljoen en 5 miljoen GBP, waarbij de situatie het meest acuut is voor ondernemingen die behoefte hebben aan groeikapitaal voor een bedrag van maximaal 2 miljoen GBP.

— Ook rapporten van de Confederation of British Industry („CBI") kwamen tot de conclusie dat er nog steeds een duidelijke lacune bestaat wat de toegang tot financiering betreft. Er is nog steeds sprake van marktfalen en anomalieën in het systeem die moeten worden aangepakt„…..*Er zijn de afgelopen jaren aanwijzingen die duiden op een toenemend marktfalen in het segment 500 000 tot 3 miljoen GBP. Recente gegevens van de BVCA bevatten geen indicatie dat deze kloof kleiner wordt, terwijl het gemiddelde bedrag van private equity-investeringen blijft toenemen.*" ([31])

In sommige studies wordt beweerd dat er zelfs onder de 0,5 miljoen GBP en boven de 2 miljoen GBP sprake is van een marktfalen. Geen enkele studie betwist echter het bestaan van een marktfalen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP, het doelsegment van Investbx. Het vinden van private equity binnen deze marge wordt als het meest problematisch ervaren.

(144) De Britse autoriteiten noemden verder een aantal studies en onderzoeken waarin verschillende aspecten van de nadelen worden behandeld waarmee kleine ondernemingen kampen wanneer zij beursnotering nastreven:

— In een onderzoekspublicatie van Brian Zivicky ([32]) wordt melding gemaakt van het feit dat in het Verenigd Koninkrijk slechts enkele kleine beursgenoteerde ondernemingen door analysten worden gevolgd omdat hun handelsvolume onvoldoende is om de kosten van het uitgevoerde onderzoek te rechtvaardigen.

— Volgens een rapport van Jaffe Associates namens Quoted Company Alliance ([33]) concurreren kleinere beursgenoteerde ondernemingen met elkaar voor een klein en afnemend percentage van de institutionele private equity-investeringen in het Verenigd Koninkrijk. De mogelijkheid om in grote volumes te handelen is een van de voornaamste drijfveren bij investeringsbeslissingen, waardoor kleinere ondernemingen automatisch aan het kortste eind trekken.

— Een door SWR Worldwide verricht onderzoek ([34]) stelde vast dat zowel emittenten als beleggers zich er duidelijk van bewust waren dat de huidige mechanismen voor het verstrekken van financiële diensten aan KMO's voor verbetering vatbaar waren, met name wat betreft het samenbrengen van emittenten en beleggers. Uit het onderzoek bleek dat de belangrijkste factor bij investeringsbeslissingen de kwaliteit en de kwantiteit van de informatie was. Een meerderheid van de fondsmanagers, vermogende investeerders en durfkapitalisten die aan het onderzoek deelnamen meenden dat de beurs momenteel in gebreke blijft bij het verschaffen van toegang aan KMO's en het verstrekken van liquiditeit voor door KMO's aangeboden effecten.

— In een publicatie van Tim Mocroft ([35]) wordt de situatie als volgt beschreven: „….*beursnotering en de regelgevingsvereisten van gevestigde beurzen zijn duur, maar de kosten kunnen gewoonlijk worden aangepast naargelang van de omvang van de betrokken ondernemingen en de bedragen die worden aangetrokken. Beide factoren zorgen er echter voor dat er een minimum geldt voor de omvang van ondernemingen die daadwerkelijk toegang hebben tot de grootste markten in het Verenigd Koninkrijk — namelijk de officiële notering aan de London Stock Exchange en de AIM […] Een beursintroductie op*

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

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

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

([33]) Jaffe Associates namens 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).

een van deze markten kost doorgaans circa 500 000 GBP; met zulke hoge kosten is het niet economisch om betrekkelijk kleine bedragen bijeen te brengen."

— In het verslag van Deloitte „*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*" ([36]) werd uit vraaggesprekken met beleggers geconcludeerd dat KMO's in de regel weinig bekend zijn met financieringsmogelijkheden. Uit de vraaggesprekken bleek dat geringe investeringsbereidheid in de gehele regio West Midlands het grootste obstakel vormde voor toegang tot financiering. Investeringsbereidheid omvat de houding van bedrijven ten aanzien van financiering, de kwaliteit van de bedrijfsdocumenten en de algemene geschiktheid van een project voor financiering. Dit heeft gevolgen voor zowel de vraag- als de aanbodzijde: de verwachting te worden afgewezen kan ondernemingen ervan weerhouden om financiering aan te vragen, en anderzijds kan het aanbod worden beperkt wanneer een potentiële investeerder, doordat er onvoldoende investeringsbereidheid bestaat, met een verhoogd risico wordt geconfronteerd.

6.3.1.2. ***Het marktfalen in de regio West Midlands***

(145) De bovenstaande uiteenzettingen hebben betrekking op het gehele Verenigd Koninkrijk; de Commissie moet echter beoordelen of er sprake is van een marktfalen in Westr Midlands, de doelregio van Investbx. Daarbij heeft zij, naast bovengenoemde elementen, nog met andere aspecten van het aanbod van en de vraag naar investeringen op regionaal niveau rekening gehouden.

(146) In de opmerkingen van belanghebbenden werd het bestaan van een marktfalen in de regio West Midlands meestal onderschreven. Bovendien hebben de Britse autoriteiten in hun reactie op de opmerkingen van deze belanghebbenden bewijzen voorgelegd, gebaseerd op door durfkapitalisten uit de regio verstrekte informatie waarin het bestaan van een marktfalen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP wordt bevestigd en wordt betoogd dat van de 500 à 750 voorstellen die per jaar worden ontvangen, nog geen 1 % succesvol is, ook al hebben de meeste afgewezen ondernemingen uitvoerbare businessplannen en hadden zij financiering kunnen ontvangen indien er een mechanisme had bestaan als het thans voorgenomen Investbx-project.

6.3.1.2.1. *Regionale verdeling van investeringen*

(147) Volgens de in het BVCA-rapport over de investeringsactiviteit in 2005 gepubliceerde gegevens beliep het totale bedrag aan investeringen met private equity in de regio West Midlands in dat jaar 4 % van het totaal in het VK, terwijl de regio's South East en Londen tezamen 44 % van deze investeringen voor hun rekening namen. Het aandeel van West Midlands in de totale aanloopinvesteringen in het VK bedroeg 1 %, terwijl deze investeringen in South East en Londen 49 % bedroegen. Van de investeringen in de ontwikkelingsfase ontving West Midlands een aandeel van 2 %, terwijl South East en London 42 % van de totale in bedrijven in ontwikkeling geïnvesteerde bedragen in het VK absorbeerden. Deze gegevens moeten worden gezien tegen de achtergrond van de bijdrage van de verschillende regio's aan het totale BBP in het VK; uit de laatste beschikbare gegevens van Eurostat, over 2003, blijkt dat West Midlands hieraan 8 % bijdroeg, en South East en Londen tezamen 34 %. Hieruit blijkt dat de verschaffing van private equity in het kader van investeringen in de aanloop- en ontwikkelingsfase in verhouding tot de economische activiteit in West Midlands veel lager is dan in de regio's South East en Londen.

(148) Volgens een analyse ([37]) van de totale marktkapitalisatie van ondernemingen uit alle regio's die aan de LSE en de AIM genoteerd staan behoort de totale marktkapitalisatie in Midlands tot de laagste in het VK. In 2003 was de regionale marktkapitalisatie als percentage van het BBP in de Londense regio maar liefst 621 %, in South East 139 %, in het totale VK 153 %, en slechts 25 % in de regio Midlands. In verhouding tot zijn economische prestaties heeft de regio Midlands een van de laagste marktkapitalisatieniveaus van alle regio's van het VK.

6.3.1.2.2. *Vraag naar private equity-financiering van KMO's in West Midlands*

(149) Het is moeilijk om uit statistische gegevens op te maken of er onvoldoende wordt voldaan aan de vraag naar financiële middelen van ondernemingen met uitvoerbare businessplannen. Om dit probleem te verhelpen zijn enquêtes het beste middel gebleken om onderzoek te doen naar de behoefte aan private equity-financiering van ondernemingen met uitvoerbare businessplannen.

(150) De Britse autoriteiten hebben een aantal raadplegingen, workshops en enquêtes gehouden over de vraag naar private equity van KMO's in West Midlands. In april 2003 vond een dergelijke enquête plaats, waarbij van de 41 respondenten uit het regionale bedrijfsleven 73 % van mening was dat de toegang tot kapitaalmarkten een aanzienlijk probleem voor KMO' vormde, en 88 % verklaarde dat de gevestigde kapitaalmarkten niet aan de behoeften aan kapitaal van KMO's voldeden. Bovendien was 68 % van de respondenten van oordeel dat Ofex een weinig gebruikte financieringsbron voor KMO's was en wenste 73 % bij het Investbx-project te worden betrokken.

(151) In november 2003 vond in Birmingham een bijeenkomst over Investbx plaats die door 81 vertegenwoordigers van de het bedrijfsleven werd bijgewoond. In het Centre for Study of Financial Innovation (CSFI) in Londen werd een

([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).

vervolgbijeenkomst gehouden, waarop 27 vertegenwoordiges van het bedrijfsleven werden uitgenodigd. CSFI berichtte dat het project vrijwel unaniem werd gesteund. In mei 2004 werden 21 professionele adviesbureaus benaderd met het verzoek een uitvoerige bijdrage aan de ontwikkeling van het voorstel inzake Investbx te leveren en na te gaan hoeveel van hun cliënten mogelijk geschikt waren om aan Investbx deel te nemen. 13 firma's verwachtten dat zij tussen de 1 en 6 ondernemingen uit hun cliëntenbestand zouden kunnen voordragen voor deelname aan Investbx. Aangezien slechts een klein deel van de adviesbureaus aan de workshops deelnamen zijn de Britse autoriteiten van oordeel dat een aantal van 10 KMO's per jaar die private equity wensen aan te trekken als financiële prognose voor Investbx een conservatieve schatting is. Aangezien professionele adviseurs slechts worden betaald wanneer ondernemingen erin slagen kapitaal aan te trekken, is het in hun belang om alleen ondernemingen met uitvoerbare businessplannen voor te dragen, zodat enkel ondernemingen waarvan zij menen dat zij voor investeerders aantrekkelijk zijn, aan Investbx zullen deelnemen.

(152) Ten aanzien van het aantrekken van private equity voor KMO's in West Midlands voor bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP — het voornaamste oogmerk van Investbx — voorzien de bestaande markten die private equity aan KMO's aanbieden volgens de Britse autoriteiten onvoldoende in de vraag en vormen zij derhalve geen oplossing voor het marktfalen. Hoewel deze markten bij de verstrekking van private equity aan een aantal KMO's in West Midlands een bemiddelende rol hebben gespeeld, zijn zij in deze regio onvoldoende vertegenwoordigd, en geen ervan richt zich specifiek op regionale KMO's. Volgens de Britse autoriteiten leiden alle beschikbare gegevens tot de conclusie dat het marktfalen door de partculiere sector niet zal worden aagepakt. Tijdens twee bijeenkomsten op initiatief van AWM werden bestuurders van Ofex verzocht uiteen te zetten hoe zij dachten het marktfalen in West Midlands op te lossen, maar volgens de Britse autoriteiten was Ofex hiertoe niet in staat of bereid.

(153) Momenteel zijn 7 ondernemingen uit West Midlands aan Ofex genoteerd; slechts in 5 van deze ondernemingen wordt gehandeld ([38]). Volgens het Verenigd Koninkrijk heeft Ofex het marktfalen niet opgelost en voorziet Ofex evenmin in de vraag in de regio, die thans wordt geschat op ten minste 10 ondernemingen per jaar. Het aantal nieuwe beursnoteringen van KMO's uit West Midlands bedroeg bij Ofex slechts één in 2005 en één in 2004, terwijl verwacht wordt dat 5 à 12 nieuwe ondernemingen uit West Midlands per jaar aan Investbx zullen worden genoteerd.

Conclusie over het marktfalen

(154) De Commissie meent dat overeenkomstig punt 5.2.1 van de risicokapitaalrichtsnoeren voldoende bewijsmateriaal, afkomstig van verschillende studies, is verzameld om te kunnen concluderen dat er in de regio West Midlands sprake is van een marktfalen voor bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP.

6.3.2. *Is het steuninstrument passend om de doelstelling van gemeenschappelijk belang te verwezenlijken?*

(155) Volgens punt 5.2.2 van de risicokapitaalrichtsnoeren beoordeelt de Commissie of de maatregel geschikt is om het geconstateerde marktfalen aan te pakken. Verder houdt de Commissie rekening met een eventuele effectbeoordeling en onderzoekt zij de mogelijkheid om dezelfde doelstellingen met andere middelen te bereiken.

6.3.2.1. ***Aanpak van het marktfalen***

(156) De voorgenomen steun voor de oprichting van Investbx pakt inderdaad het bovenbeschreven marktfalen aan doordat hiermee een regionaal elektronisch handelsplatform wordt opgezet dat KMO's in staat zal stellen zich te presenteren, kapitaal aan te trekken en hun aandelen te verhandelen. Tegelijkertijd krijgen de investeerders rechtstreeks toegang tot gedetailleerde en onafhankelijk gecertificeerde informatie over de KMO's. Dankzij Investbx zal derhalve de informatie-efficiëntie toenemen en zullen investeerders een beter beeld kunnen krijgen van de risico-rendementverhouding van hun investeringen; ook zullen de kosten in verband met het verzamelen van informatie over KMO's voor investeerders dalen doordat onderzoekdocumenten over alle KMO's aan het publiek beschikbaar zullen worden gesteld.

(157) Het doel van Investbx is om private equity aan te trekken en wel speciaal voor KMO's in de regio West Midlands. Volgens het businessplan van Investbx zal over een periode van vijf jaar voor minimaal 47 KMO's in West Midlands ten minste 70 miljoen GBP aan primair kapitaal worden aangetrokken. Ten aanzien van Ofex, dat beweert dat het eveneens aanwezig is in West Midlands en zijn transacties een vergelijkbare omvang hebben, stelden de Britse autoriteiten in hun reactie op het besluit tot inleiding van de procedure het volgende vast:

— In de vijf jaar sinds 2000 werd via Ofex slechts 43,3 miljoen GBP aan primaire financiering aangetrokken in het segment van 0,5 tot 2 miljoen GBP, voor 39 ondernemingen in het gehele Verenigd Koninkrijk.

— Wanneer secundair kapitaal van de totale aangetrokken middelen wordt afgetrokken zijn de bedragen die door Ofex-ondernemingen via primaire emissies worden aangetrokken, gering (0,8 miljoen GBP in het gehele VK in 2004).

— Wanneer alleen in West Midlands gevestigde ondernemingen worden beschouwd is via Ofex gedurende een periode van vijf jaar, tussen 2001 en 2005, 12 miljoen GBP (primair en secundair) kapitaal bijeengebracht.

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

— Sinds 2000 werd via Ofex slechts 3,5 miljoen primaire financiering voor 5 in West Midlands gevestigde ondernemingen aangetrokken.

(158) Investbx heeft een regionale focus met een plaatselijk netwerk van dienstverleners en investeerders, wat bijzonder belangrijk is voor private equity-investeringen in KMO's in de ontwikkelingsfase. Dergelijke investeringen vereisen dikwijls een nauwgezet toezicht en rechtstreekse betrekkingen tussen de investeerder en de doelonderneming. Volgens theoretische en empirische studies is de nabijheid van de investeerder bij de gefinancierde onderneming een relevante factor bij de investeringskeuze ([39]). Men zou zelfs kunnen beweren dat een plaatselijke belegger wellicht geneigd zal zijn om in een plaatselijke onderneming te investeren, niet alleen vanwege het aannemelijke informatievoordeel, maar ook omdat hij de doelonderneming een bijzonder voordeel kan bieden door deze met zijn plaatselijke netwerken te verbinden, om externe effecten te benutten of zelfs uit regionaal patriottisme. Deze regionale focus blijkt uit het feit dat Investbx uitsluitend KMO's uit de regio West Midlands bedient, het team van 6 à 8 medewerkers uit West Midland afkomstig is, en de niet met het dagelijks bestuur belaste directie bestaat uit deskundigen uit West Midlands die ervaring hebben met het werken met KMO's.

(159) Investbx zal de KMO's geïntegreerde diensten aanbieden, zoals het aantrekken van middelen, marketing en onafhankelijk onderzoek, en zal hen verbinden met een netwerk van plaatselijke deskundigen die de KMO's zullen helpen het handelsplatform met succes te betreden. In tegenstelling tot wat bij de gevestigde markten gebruikelijk is moeten KMO's, om zich bij Investbx aan te sluiten, een onafhankelijk en gestandaardiseerd onderzoeksverslag overleggen waardoor het verzamelen van informatie over KMO's die voor investeerders relevant is, wordt vergemakkelijkt. Dit pakket diensten, tezamen met het onafhankelijke verslag dat altijd voor de investeerders beschikbaar is, zal de kansen van KMO's om daadwerkelijk via Investbx kapitaal aan te trekken, verhogen.

(160) Daarnaast introduceert Investbx een innoverend concept van secundaire handel, dat in veel opzichten verschilt van de gevestigde aandelenmarkten. Terwijl de LSE, de AIM en Ofex gebruikmaken van klassieke market-making-mechanismen door middel van een prijsgedreven systeem met bied- en laatkoersen, maakt Investbx geen gebruik van market-makers, die inkomsten genereren op basis van de marge tussen bied- en laatkoersen, hetzij doordat zij grote aandelenvolumes verhandelen, hetzij doordat zij een grote spread hanteren. Het „matchen" van investeerders en KMO's zal plaatsvinden via de onlineveiling en met één enkele prijs, waardoor transactiekosten kunnen worden vermeden die anders zouden ontstaan als gevolg van het verschil tussen bied- en laatprijzen. Bovendien is Investbx, in vergelijking met Recognised Investment Exchanges (RIE) zoals de AIM en de LSE, als erkend vertegenwoordiger van een alternatief handelssysteem (The Share Centre), aan lichtere regelgeving van de FSA onderworpen. Hierdoor is een minder strikte naleving van de regels toegestaan en kunnen KMO's, in verhouding tot de bedragen die zij aantrekken tot een maximum van 2 miljoen GBP, gemakkelijker en goedkoper toegang krijgen tot een handelsplatform.

(161) De totale kosten van het aantrekken van private equity in kleine bedragen zullen lager zijn dan in het geval van andere markten. Het Verenigd Koninkrijk geeft ter illustratie het volgende voorbeeld: voor een bedrag van 2,5 miljoen GBP belopen de kosten bij Investbx circa 10 % van het ontvangen bedrag, tegen 24 % bij de AIM. Verder stellen de Britse autoriteiten vast dat het soort diensten dat voor deze prijs wordt verleend, verschillend is; zo wordt op geen enkele van de gevestigde markten in opdracht onafhankelijk onderzoek uitgevoerd dat vervolgens aan particuliere investeerders ter beschikking wordt gesteld. Hoewel het belangrijk is dat kosten op een betaalbaar niveau worden gehouden is dit waarschijnlijk niet de enige of de belangrijkste reden voor KMO's om zich bij Investbx aan te sluiten. De beschikbaarheid van onderzoek voor investeerders is een kwalitatieve verbetering die volgens de verwachting, de kansen van KMO's om financiering te krijgen, vergroten. Toch zal Investbx in verschillende opzichten efficiënter zijn dan Ofex, met name dankzij lagere onderzoeks- en marketingkosten door het gebruik van standaardformulieren en dankzij de afstemming van de diensten op de behoeften van KMO's in de fase van primaire financiering, en het verdwijnen van de spread tussen bied- en laatprijs in de fase van secundaire financiering.

(162) Investbx zal toelatingsdocumenten en onafhankelijk onderzoek betreffende alle KMO's aan alle potentiële investeerders en financieel adviseurs ter beschikking te stellen op zijn website. Dergelijke informatie wordt doorgaans slechts voor grotere transactievolumes opgesteld en uitsluitend voor institutionele beleggers toegankelijk gemaakt. Volgens de Britse autoriteiten is deze verschaffing van gedetailleerde informatie en met name van onafhankelijk onderzoek aan alle investeerders op niet-discriminerende basis een van de voornaamste redenen voor het verwachte succes van de maatregel.

(163) Door het verbeteren van de informatie- en transactie-efficiëntie bestrijdt Investbx veeleer de oorzaak dan de gevolgen van het marktfalen.

([39]) Deze factor wordt onderzocht door Harald Hau, die aantoont dat investeerders die in nabij gevestigde ondernemingen investeren vaak een hogere winst behalen dan andere investeerders die op grotere afstand gevestigd zijn, en door Degryse en Ongena, die leningovereenkomsten van banken hebben onderzocht en vaststelden dat banken dikwijls betere voorwaarden bieden aan dichterbij gevestigde cliënten. Harald Hau: *Location Matters: An Examination of Trading Profits*, The Journal of Finance, (2001) Vol. 56, No. 5, pp. 1959-1983; Hans Degryse, Steve Ongena: „*Distance, Lending Relationship, and Competition*", EFA 2003 Annual Conference Paper No. 260 (2002).

(164) Verder beoogt Investbx een brug te slaan tussen de eerste financieringsbronnen en de oudere, gevestigde markten; het heeft een zogenaamde „springplankfunctie". Deze functie zal niet alleen de doelondernemingen ten goede komen, maar tevens de investeerders op verwante markten doordat uitstapmogelijkheden worden geboden voor hun investeringen. Uit de beschikbare gegevens blijkt niet dat Ofex als springplank fungeert naar oudere markten in de regio West Midlands. Op de Ofex-website staat vermeld dat tussen 2001 en 2004 54 ondernemingen van Ofex naar de AIM overstapten. Tussen 2003 en 2005 verruilde echter slechts één onderneming uit West Midlands Ofex voor de AIM.

(165) Het vermogen van Investbx om de informatietransparantie voor investeerders te vergroten en om lagere kosten in rekening te brengen voor het aantrekken van kapitaal en de handel in aandelen in vergelijking met oudere markten, toont aan dat het een passend instrument is om het marktfalen tegen te gaan.

(166) Wat de steun aan KMO's betreft zal de maatregel de toegang van KMO's tot private equity vergemakkelijken, dat momenteel — als gevolg van het marktfalen — ondanks uitvoerbare businessplannen, moeilijk te krijgen is.

6.3.2.2. ***Effectbeoordeling en gebruik van andere middelen***

(167) Krachtens het financiële plan zal Investbx in de eerste vijf jaar van zijn bestaan ten minste 70 miljoen GBP bijeenbrengen voor ten minste 47 ondernemingen. KMO's die private equity hebben aangetrokken zullen tot de handel aan het Investbx-handelsplatform worden toegelaten.

(168) Het Verenigd Koninkrijk heeft verklaard dat, toen aan de hand van vragenlijsten was vastgesteld dat er onvoldoende in de bestaande vraag werd voorzien, de Britse autoriteiten alvorens de betrokken maatregel op te zetten, het marktfalen trachtten aan te pakken op basis van de bestaande marktstructuur. Vertegenwoordigers van Ofex werden op 12 juli 2005 uitgenodigd voor een bijeenkomst met AWM; bij deze gelegenheid werd hun gevraagd om aan te tonen dat zij het marktfalen in West Midlands konden opheffen. Waren zij hiertoe in staat, dan zou AWM zich terugtrekken. Ofex besloot de informatie niet te verstrekken, waaruit AWM opmaakte dat Ofex ofwel geen specifieke plannen had om het marktfalen aan te pakken, ofwel dat het niet over voldoende middelen bveschikte, of een combinatie van beide. Wanneer de particuliere sector niet bereid is een tekortkoming te verhelpen, lijkt overheidsoptreden noodzakelijk.

(169) De Commissie beschouwt het feit dat de maatregel overeenkomstig punt 5.2.2 van de risicokapitaalrichtlijnen het geconstateerde marktfalen vermindert, als positief. Verder houdt zij er rekening mee dat andere middelen in overweging zijn genomen maar dat deze niet tot de gewenste resultaten hebben geleid en wijst zij erop dat van de maatregel wordt verwacht dat zij de vermindering van het marktfalen positief beïnvloedt.

6.3.3. *Stimulerende werking en noodzaak van de steun*

(170) Overeenkomstig punt 5.2.3 van de risicokapitaalrichtsnoeren beoordeelt de Commissie de stimulerende werking en de noodzaak van de steun. De maatregel heeft een stimulerend effect indien zij een verandering van gedrag tot gevolg heeft die leidt tot een algemene toename van het aanbod van risicokapitaal. In de risicokapitaalrichtsnoeren kondigt de Commissie aan dat zij tevens rekening zal houden met de winstgerichtheid van de investeringsbeslissing, met name het zakelijk beheer (punt 5.2.3.1 risicokapitaalrichtsnoeren), de aanwezigheid van een investeringscomité (punt 5.2.3.2 risicokapitaalrichtsnoeren), de omvang van de maatregel (punt 5.2.3.3 risicokapitaalrichtsnoeren) en de betrokkenheid van business angels in de beginfase (punt 5.2.3.4 risicokapitaalrichtsnoeren).

(171) De betrokken maatregel betreft een investeringsinstrument dat particuliere investeerders en doel KMO's gemakkelijker met elkaar in verbinding brengt. De investeringsbeslissing wordt volledig door particuliere investeerders genomen en de KMO's ontvangen uitsluitend private equity. De investeringsbeslissingen in verband met het aantrekken van financiering door KMO's zijn derhalve volledig winstgericht.

(172) Doordat Investbx een aandelenmarkt is, functioneert het anders dan risicokapitaalfondsen. Bij risicokapitaalfondsen speelt het management een belangrijke rol bij investeringsbeslissingen. Investbx verschaft zelf geen financiering aan KMO's en neemt evenmin investeringsbeslissingen. Deze criteria zijn derhalve van minder groot belang.

(173) Enerzijds is het zakelijk beheer (punt 5.2.3.1 van de risicokapitaalrichtsnoeren) niet van belang omdat het bestuur van Investbx geen investeringsbeslissingen zal nemen over het aantrekken van kapitaal door KMO's; anderzijds heeft het Verenigd Koninkrijk verzekerd dat het beheer van Investbx in handen zal zijn van deskundigen die kunnen bogen op ervaring en een track record op het gebied van kapitaalmarktinvesteringen, hetgeen positief moet worden beoordeeld.

(174) Wat de aanwezigheid van een investeringscomité betreft (punt 5.2.3.2 van de risicokapitaalrichtsnoeren), is in het geval van Investbx geen investeringscomité betrokken bij de besluitvorming over KMO-investeringen. Tegelijkertijd beschouwt de Commissie het als positief dat het Investbx-project ontwikkeld is in samenwerking met deskundigen uit de beroepskringen van West Midlands.

(175) Over de omvang van de maatregel (punt 5.2.3.3 van de risicokapitaalrichtsnoeren), merkt de Commissie op dat Investbx geen middelen aan KMO's zal verstrekken uit de eigen begroting. Het zal een beroep doen op de markt om kapitaal aan te trekken. Volgens het financiële plan wordt verwacht dat het steunbedrag voldoende zal zijn om Investbx in staat te stellen binnen vijf jaar de kritische omvang te bereiken die nodig is om schaalvoordelen te benutten en winstgevend te worden. Dit wordt als positief beschouwd.

(176) Wat de aanwezigheid van business angels betreft in de beginfase (punt 5.2.3.4 van de risicokapitaalrichtsnoeren), heeft de onderhavige maatregel geen betrekking op dergelijke investeringen en dit criterium is derhalve niet van toepassing. Wel kunnen potentiële business angels net als alle andere investeerders Investbx gebruiken om in KMO's te investeren.

(177) Wat de noodzaak van de maatregel betreft wijst de Commissie er allereerst op dat er geen enkele particuliere marktpartij bereid was zonder staatssteun het Investbx-initiatief op te starten. Dit vloeit wellicht voort uit het feit dat het opzetten van een regionale elektronische markt voor KMO's in de beginperiode, totdat schaalvoordelen worden bereikt, aanzienlijke risico's met zich brengt. Derhalve wordt staatssteun noodzakelijk geacht om het marktfalen aan de hand van Investbx aan te pakken en het instrument te steunen tot het, binnen een eerste periode van vijf jaar, kostendekkend wordt.

(178) Hieronder zal de Commissie het stimulerend effect van de maatregel nader onderzoeken.

(179) Volgens de ramingen die zijn opgesteld naar aanleiding van door de Britse autoriteiten georganiseerde enquêtes zijn er elk jaar ten minste tien KMO's uit West Midlands met uitvoerbare businessplannen die op zoek zijn naar private equity, maar dit niet ontvangen. Het is de bedoeling dat Investbx voor ten minste 47 van dergelijke ondernemingen kapitaal aantrekt gedurende de eerste vijf jaar van activiteit. Bovendien heeft de verstrekking van private equity in het segment tussen 0,5 en 2 miljoen GBP waarschijnlijk een positieve uitwerking op verwante financiële markten. Business angels en andere informele beleggers, die gewoonlijk financiering verstrekken voor bedragen van minder dan 0,5 miljoen GBP, zullen Investbx kunnen gebruiken als een nieuwe uitstapmogelijkheid voor hun investering, waarbij oudere gevestigde markten en investeerders die bij grotere transacties betrokken zijn, zoals de AIM en durfkapitaalfondsen, wellicht zullen profiteren van ondernemingen die met de hulp van Investbx groeien en via de notering aan een beurs grotere financiële bedragen zullen willen aantrekken dan 2 miljoen GBP. De maatregel is een proefproject dat, indien het slaagt, ertoe zou kunnen leiden dat meer van dergelijke projecten in andere regio's worden opgezet.

(180) Het stimulerend effect van de steun op Investbx vloeit voort uit het feit dat het instrument, zoals het Verenigd Koninkrijk en Ofex verklaren, zonder staatssteun niet zou bestaan. Bovendien vormt de duidelijke einddatum van de steun een stimulans voor Investbx om winstgevend en commercieel levensvatbaar te worden. De maatregel is bedoeld om het gedrag van investeerders evenals van KMO's te wijzigen door de onderlinge informatie-uitwisseling over mogelijke „matches" te verbeteren.

(181) De Investbx-maatregel verstrekt geen steun aan investeerders; het leidt derhalve niet tot een verstoring van de mechanismen die hen ertoe aanzetten de meest rendabele investeringen te kiezen. In tegenstelling tot andere staatssteunmaatregelen, zoals rechtstreekse investeringssteun aan KMO's, worden de prikkels voor investeerders derhalve niet aangetast.

(182) Volgens ramingen van de Britse autoriteiten zullen in de eerste vijf jaar ten minste 47 ondernemingen onder de door Investbx geboden voorwaarden private equity ontvangen. De meeste van deze ondernemingen zouden anders door de thans heersende marktomstandigheden, met name het gebrek aan informatie, ingewikkelde procedures en bestaande prijzen worden afgeschrikt. Dankzij de schepping van dit nieuwe instrument voor het aantrekken van private equity, de bundeling van alle daarmee samenhangende diensten en de mogelijkheid om in een later stadium hun aandelen op de beurs te verhandelen, valt te verwachten dat KMO's voor hun ontwikkeling meer private equity bijeen zullen kunnen brengen. Dit is het stimulerend effect van de maatregel.

(183) De Commissie is derhalve van mening dat de maatregel overeenkomstig punt 5.2.3 van de risicokapitaalrichtsnoeren, noodzakelijk is en een stimulerend effect heeft.

6.3.4. *Evenredigheid van de steun*

(184) Krachtens punt 5.2.4 van de risicokapitaalrichtsnoeren dient de Commissie de evenredigheid van de steun te beoordelen. Hiertoe onderzoekt zij of de steun niet verder gaat dan hetgeen noodzakelijk is om de verschaffing van risicokapitaal te bevorderen, en met name of de investeerders niet worden overgecompenseerd en de verliesrisico's niet volledig voor rekening van de openbare sector komen terwijl de baten geheel naar de andere investeerders vloeien. Verder is de Commissie van mening dat een openbare inschrijving of een openbare oproep aan investeerders deze beoordeling positief kan beïnvloeden.

(185) Investeerders zullen via een openbare oproep worden uitgenodigd om van Investbx gebruik te maken, terwijl de informatie over Investbx voor alle investeerders op de Investbx-website toegankelijk gemaakt zal worden. De maatregel wordt niet afgesloten, maar blijft open voor alle investeerders.

(186) Vergeleken bij de risicokapitaalregelingen die gewoonlijk door de lidstaten worden vastgesteld om marktfalen aan te pakken is het bedrag aan overheidsmiddelen zeer beperkt. Regionale risicokapitaalregelingen voor regio's van de omvang van West Midlands omvatten doorgaans veel hogere steunbedragen dan wat voor deze maatregel is voorzien ([40]). Verder verschaft Investbx zelf geen kapitaal aan KMO's. De maatregel introduceert slechts een nieuw soort markt voor investeringen in KMO's, waardoor transacties tussen particuliere partijen tegen marktvoorwaarden worden vergemakkelijkt. In dit opzicht lijkt Investbx een bijzonder doeltreffend instrument om het marktfalen tegen te gaan.

([40]) Een voorbeeld hiervan is steunmaatregel nr. C 17/2004 — Verenigd Koninkrijk („Enterprise Capital Funds"), PB L 91 van 29.3.2006, blz. 16, en steunmaatregel nr. C 72/2003 — Verenigd Koninkrijk („Invest Northern Ireland Venture 2003"), PB L 236 van 13.9.2005, blz. 14.

(187) Het steunbedrag is zodanig berekend dat Investbx na vijf jaar schaalvoordelen kan bereiken en voldoende kan groeien om kostendekkend te zijn. De steun blijft beperkt tot maximaal GBP 3 miljoen. Hiermee wordt slechts het verschil tussen de verwachte inkomsten uit de activiteiten van Investbx en de in de eerste vijf jaar aangegane kosten afgedekt. De feitelijke steun blijft beperkt tot het bedrag dat nodig is om eventuele verliezen te dekken. Indien Investbx zo goed functioneert dat het zijn administratieve kosten kan dekken voordat het gehele steunbedrag is besteed, zal het het resterende gedeelte van de steun aan AWM terugbetalen.

(188) De Commissie beschouwt het als positief dat de maatregel tot vijf jaar beperkt blijft. Na deze periode zal de regionale autoriteit, AWM, ofwel Investbx sluiten of de aandelen ervan via een openbare en niet-discriminerende procedure die voor alle marktdeelnemers, inclusief Ofex, toegankelijk is, verkopen. In dat geval zou AWM tenminste een deel van de volledige subsidie, en mogelijk zelfs een groter bedrag in de vorm van de verkoopprijs van Investbx, terugkrijgen.

(189) De Commissie is derhalve van mening dat de steun beperkt blijft tot het noodzakelijke minimum en dat zij derhalve evenredig is.

6.3.5. *De vervalsing van de mededinging en de gevolgen voor het handelsverkeer moeten beperkt zijn zodat de steunmaatregel per saldo niet in strijd is met het gemeenschappelijk belang*

(190) Overeenkomstig punt 5.3 van de risicokapitaalrichtsnoeren dient de Commissie de negatieve gevolgen van de maatregel af te wegen tegen de positieve gevolgen ervan. In het onderstaande zal het eventuele verdringingseffect op potentiële concurrenten en andere negatieve gevolgen worden besproken.

6.3.5.1. ***Omvang van het verdringingseffect op potentiële concurrenten***

(191) Het hoofddoel van Investbx is om ten behoeve van KMO's private equity aan te trekken in de orde van grootte van 0,5 tot 2 miljoen GBP. Ook de overige diensten die door Investbx worden verricht dienen dit hoofddoel, het beschikbaar stellen van private equity aan KMO's. Hoewel het plaatselijk investeren in KMO's bepaalde voordelen heeft bestrijkt de geografische markt voor het betrokken segment tenminste het gehele Verenigd Koninkrijk, aangezien de tot dusverre aan KMO's toegekende financieringsbedragen van deze omvang afkomstig waren van andere delen van het Verenigd Koninkrijk, zoals Londen. Er is ook een geval gemeld waarbij financiering uit het buitenland kwam ([41]), doch de markt voor private equity-bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP is overwegend nationaal.

([41]) In de door Warwick University ingediende documenten werd melding gemaakt van een case study waarbij KMO's in West Midlands private equity uit Australië ontvingen.

(192) In het onderstaande worden de vermoedelijke gevolgen van de steun voor de concurrenten besproken. Tot de concurrenten die private equity ten bedrage van 0,5 tot 2 miljoen GBP beschikbaar stellen of de beschikbaarstelling ervan vergemakkelijken behoren business angels, durfkapitalisten, effectenmakelaars, alternatieve handelssystemen evenals gevestigde beurzen als de AIM en de LSE.

(193) Vergeleken met de door business angels verstrekte financiering vergemakkelijkt Investbx enerzijds de beschikbaarstelling van grotere bedragen en is het anderzijds onderworpen aan striktere eisen op het gebied van openbaarmaking en onafhankelijk onderzoek dan business angels. Hoewel sommige netwerken of consortia van business angels wellicht dezelfde bedragen aan private equity kunnen verstrekken is hun concurrentie met Investbx in dit geval waarschijnlijk vrij beperkt omdat zij deze middelen tegen lagere kosten dan Investbx zouden aanbieden omdat zij niet aan dezelfde onderzoeks- en openbaarmakingsvereisten zijn onderworpen. Bovendien zouden business angels zelfs van de maatregel kunnen profiteren door via Investbx te investeren. De Commissie heeft uitsluitend positieve reacties van deze particuliere kapitaalverstrekkers ontvangen.

(194) Particuliere durfkapitaalfondsen concentreren zich, zoals hierboven reeds is uiteengezet, voornamelijk op grotere transacties. Investbx zal de groei van KMO's bevorderen, een rol die vervolgens door durfkapitaalfondsen of investeerders op oudere, gevestigde markten kan worden overgenomen. Een zekere mate van concurrentie met fondsen die slechts geringe bedragen aan private equity beschikbaar stellen, kan niet worden uitgesloten. Van de vertegenwoordigers van de durfkapitaalsector, de Catapult Venture Managers Ltd. en de Advantage Growth Fund, heeft de Commissie slechts positieve reacties ontvangen. Aangezien het hoofddoel van Investbx is private equity van investeerders ten behoeve van KMO's aan te trekken en als handelsplatform te fungeren, verstrekt het zelf geen financiering aan de ondernemingen waarvan de aandelen worden verhandeld. Het concurreert derhalve slechts in zeer beperkte mate met durfkapitaalfondsen.

(195) Uit de kringen van effectenmakelaars ontving de Commissie kritische opmerkingen van JP Jenkins, die beweerde dat Investbx een rechtstreekse concurrent zal worden doordat het dankzij de staatssteun een concurrentievoordeel heeft waardoor de concurrentie zal worden vervalst en de positie van JP Jenkins in gevaar wordt gebracht. In verband hiermee wijst de Commissie op de verklaring van de Britse autoriteiten dat JP Jenkins een ander bedrijfsmodel hanteert dan Investbx. JP Jenkins is een effectenmakelaar en market-maker die uitsluitend via orders handelt in niet-genoteerde effecten. Verder is deze markt niet aan regulering onderworpen. Het Verenigd Koninkrijk stelt dan ook vast dat JP Jenkins zich niet bezighoudt met het aantrekken van middelen voor KMO's, wat het hoofddoel van Investbx is. Hetzelfde geldt voor de activiteiten van andere effectenmakelaars die uitsluitend orders uitvoeren. Wat de beweringen van JP Jenkins betreft

kan hoe dan ook worden opgemerkt dat deze firma in juni 2006, voordat zij een einde maakte aan de mogelijkheid om per regio haar website te raadplegen, in 157 ondernemingen handelde waarvan slechts 4 ondernemingen afkomstig waren uit West Midlands. Daarom is de Commissie van oordeel dat de mogelijke gevolgen van Investbx voor JP Jenkins zeer beperkt zijn.

(196) Investbx is bedoeld om ondernemingen die geen notering aan de grootste beurzen van het Verenigd Koninkrijk kunnen krijgen de gelegenheid te geven om de markt van handelsplatforms te betreden om private equity aan te trekken. De LSE wordt niet als een potentiële concurrent van Investbx beschouwd, omdat de ondernemingen die aan deze genoteerd zijn zowel qua omvang als wat andere door de LSE verlangde kenmerken betreft, verschillen. Met name moeten ondernemingen, om aan de LSE te worden genoteerd, aan bepaalde criteria voldoen; zo moet 25 % van de aandelen in handen van de overheid zijn, moeten zij een handelservaring hebben van drie jaar, en werkkapitaal bezitten voor tenminste de volgende twaalf maanden, of een minimum-marktkapitalisatie hebben. Daarnaast is de AIM minder geschikt om bedragen van minder dan 2 miljoen GBP aan te trekken, omdat de rechtstreekse kosten van het bijeenbrengen van een dergelijk bedrag gemiddeld 20 à 26 % van het aangetrokken kapitaal kunnen belopen. Deze beurzen bieden KMO's evenmin dezelfde diensten als Investbx. Daarom worden KMO's die bedragen tot 2 miljoen GBP willen mobiliseren, ervan weerhouden een beroep te doen op de AIM.

(197) Alternatieve handelssystemen zoals Ofex en The Share Centre kunnen op de primaire of de secundaire markt ook voor KMO's actief zijn. Wat de concurrentiesituatie op de markt als geheel betreft zullen de gevolgen van Investbx voor de mededinging zich slechts in één regio van het Verenigd Koninkrijk voordoen. Daarnaast is in deze regio de verstrekking van private equity en de bemiddeling terzake minder ontwikkeld dan in het Verenigd Koninkrijk als geheel. Wat met name eventuele concurrentie met Ofex betreft herinnert de Commissie eraan dat momenteel slechts 5 % van de via Ofex verhandelde ondernemingen in West Midlands gevestigd zijn. Tussen 2000 en 2005 waren in totaal tien ondernemingen uit West Midlands aan Ofex genoteerd. Van de thans genoteerde ondernemingen zijn er sinds 2003 slechts twee toegelaten. Ofex is in het gehele Verenigd Koninkrijk actief en richt zich op internationale transacties; het kan niet worden uitgesloten dat het op zijn verbeterde platform grotere volumes zal gaan verhandelen alsook aandelen van grote ondernemingen die wellicht ook aan andere beurzen genoteerd staan. Volgens de Britse autoriteiten heeft Ofex in de zes jaar tussen 2000 en 2005 slechts 3,5 miljoen GBP aan primair kapitaal bijeengebracht voor vijf in West Midlands gevestigde ondernemingen. Tegelijkertijd trok Ofex in totaal 43,3 miljoen GBP aan primair kapitaal aan in het segment 0,5 tot 2 miljoen GBP voor 39 ondernemingen in het Verenigd Koninkrijk. De concurrentievervalsing in termen van het volume van primaire financiering en het aantal KMO's in West Midlands dat mogelijk van Ofex naar Investbx zou overstappen is derhalve zeer beperkt.

(198) De Commissie meent dat er in het geheel geen sprake zou zijn van concurrentievervalsing indien Investbx geen succes zou hebben en helemaal geen kapitaal zou aantrekken en/of geen KMO's zou verhandelen. In dat geval zou de maatregel eenvoudig niet effectief zijn, maar zij zou de mededinging niet verstoren.

(199) Ook op het niveau van de KMO's waarin via Investbx wordt geïnvesteerd is de concurrentievervalsing beperkt. Het voordeel voor deze ondernemingen blijft beperkt tot de regio West Midlands en tot een verbeterde toegang tot financiële diensten door de bundeling van diensten die anders tegen marktvoorwaarden zouden worden verleend, en tot het mobiliseren van middelen van plaatselijk actieve investeerders, waarbij zij hoe dan ook 6 % van de aangetrokken fondsen moeten afdragen. Bovendien hebben KMO's uit West Midlands die aan de voorgeschreven openbaarmakingsregels voldoen en die een op onafhankelijke basis uitgevoerde studie voorleggen, toegang tot Investbx. Het zijn in laatste instantie de particuliere investeerders die beslissen van welke KMO het businessplan aantrekkelijk genoeg is om een investering te rechtvaardigen.

6.3.5.2. *Andere vervalsingen van de mededinging*

(200) Wat andere vervalsingen van de mededinging betreft als bedoeld in punt 5.3.2 van de risicokapitaalrichtsnoeren onderzoekt de Commissie of de maatregel ertoe zal leiden dat de doel-KMO's een aanzienlijke marktmacht verwerven, ondoelmatige ondernemingen of sectoren in leven worden gehouden, er sprake is van een overaanbod van risicokapitaalfinanciering en of de steun een ondoelmatige allocatie van productiefactoren tussen de regio's kan doen ontstaan.

(201) Zoals in de beoordeling van het bestaan van steun op het niveau van KMO's reeds is vastgesteld zullen de doelondernemingen risicokapitaal ontvangen van particuliere investeerders, zodat er geen sprake is van steun. Het voordeel dat zij krijgen bestaat uitsluitend uit diensten waartoe zij anders op de markt geen toegang hebben. Dit voordeel kan op zich niet de ontwikkeling van marktmacht tot gevolg hebben. Evenzo garanderen de particuliere investeringsbeslissingen dat ondoelmatige ondernemingen of sectoren niet in leven worden gehouden of de allocatie van productiefactoren tussen de regio's niet wordt gewijzigd.

6.3.5.3. *Andere factoren die de vervalsing van de mededinging beperken*

(202) De Commissie is van oordeel dat het aan Investbx toe te kennen steunbedrag van 3 miljoen GBP weliswaar de mededinging kan vervalsen, doch dat er verschillende aspecten zijn die de schade voor concurrenten beperken. De maatregel is beperkt qua steunbedrag, geografische reikwijdte en duur.

(203) Ten eerste zal de steun aan Investbx strikt beperkt blijven tot 3 miljoen GBP. Dit bedrag zal niet worden verhoogd en blijft beperkt tot hetgeen noodzakelijk is om eventuele verliezen in de beginfase van Investbx te dekken.

(204) Ten tweede biedt Investbx uitsluitend diensten aan KMO's die in de regio West Midlands zijn gevestigd, terwijl andere platforms zoals Ofex hun diensten in het gehele VK evenals in het buitenland aanbieden. Daarom zouden eventuele concurrentieverstoringen beperkt blijven tot een klein deel van de gevestigde markten.

(205) Ten derde is de steun ook in de tijd beperkt, en wel tot vijf jaar. Na deze periode zal AWM de aandelen van Investbx op grond van een niet-discrimerende en openbare procedure aan particuliere investeerders verkopen of het platform sluiten, waardoor de eventuele concurrentieverstoring zal worden opgeheven. Wordt Investbx verkocht, dan zullen eventuele uitstaande middelen van de oorspronkelijke subsidie aan AWM worden terugbetaald. De Commissie acht het uitgetrokken bedrag noodzakelijk omdat hiermee niet alleen de initiële investering, maar ook de aanloopkosten gedurende vijf jaar moeten worden gedekt. Omdat het verwachte aantal nieuwe KMO's dat jaarlijks tot Investbx zal toetreden beperkt is, kan redelijkerwijs worden aangenomen dat de schaalvoordelen pas kunnen worden bereikt en Investbx pas kostendekkend zal worden, wanneer het aantal verhandelde KMO's na een aantal jaren een bepaald niveau bereikt heeft.

(206) In zijn aanvullende opmerkingen toonde Ofex zich bezorgd dat er misschien na de periode van vijf jaar geen koper voor Investbx zou kunnen worden gevonden en dat daardoor de tot het platform toegelaten ondernemingen hun handelsfaciliteit zouden verliezen en de aandeelhouders hun aandelen niet meer zouden kunnen verkopen en „geblokkeerd" zouden raken. De Britse autoriteiten verklaarden echter dat in geval van sluiting van Investbx The Share Centre verplicht is het door Investbx gebruikte platform te continueren en dat KMO's hiervan gebruik zullen kunnen blijven maken onder dezelfde voorwaarden als bij Investbx. Aandeelhouders zouden, in tegenstelling tot wat Ofex beweert, hun aandelen kunnen blijven verhandelen en zouden niet geblokkeerd worden.

(207) Ten vierde heeft de maatregel uitsluitend betrekking op KMO's in de ontwikkelingsfase. Het doel van de maatregel is om KMO's naar de aandelenmarkt te leiden die daarvan oorspronkelijk waren uitgesloten, waardoor nieuwe investeringsmogelijkheden worden gecreëerd. Bovendien hebben de Britse autoriteiten toegezegd dat zij de omvang van de transacties zullen beperken tot maximaal 2 miljoen GBP per jaar, terwijl een dergelijke formele bovengrens op gevestigde beurzen niet bestaat.

(208) Ten slotte wordt de vervalsing van de mededinging beperkt doordat de voornaamste dienstaanbieder op grond van een niet-discriminerende procedure is geselecteerd. Er werden slechts drie offertes ontvangen, waarvan er een van Ofex afkomstig was. De selectie van de dienstverlener voor Investbx geschiedde op basis van criteria die voor alle gegadigden gelijk waren. De offerte van The Share Centre was het gunstigst, zowel vanuit het oogpunt van de kwalitatieve criteria als wat de prijs betreft.

(209) De „springplankfunctie" van Investbx voor groeiende ondernemingen die in een later stadium van hun ontwikkeling in aanmerking kunnen komen voor oudere, gevestigde markten, is gunstig voor de AIM. De begrenzing van de omvang van de transacties tot 2 miljoen GBP zal deze springplankfunctie versterken.

(210) Het project heeft reeds brede belangstelling gewekt omdat het in de toekomst wellicht gebruikt kan worden om potentiële gevallen van marktfalen in andere regio's van de Europese Unie op te lossen, zoals valt op te maken uit de opmerkingen van CEBRE en Regione Emilia-Romagna. Het project zou zich kunnen ontwikkelen tot een interessante en efficiënte optie om de risicokapitaalmarkt te stimuleren en KMO's te steunen.

(211) Met betrekking tot de investeerders in de doel-KMO's is de Commissie van oordeel dat particuliere investeringen als gevolg van de steunmaatregel niet worden verdrongen; integendeel, Investbx zal particuliere investeerders meer mogelijkheden bieden doordat hun toegang tot informatie over KMO's wordt verbeterd. Verder richt de maatregel zich meer op het algemene publiek dan op institutionele beleggers.

(212) Toch kan niet worden uitgesloten dat Investbx althans voor een deel ondernemingen zal aantrekken die anders een beroep zouden doen op andere markten. Dit effect zal zich echter slechts gedurende een beperkte periode van maximaal vijf jaar voordoen, en alleen in de regio West Midlands, waar een onopgelost marktfalen aantoont dat het bestaande potentieel van de regio onvoldoende door andere markten wordt benut.

(213) De Commissie meent dat de negatieve gevolgen van de steun overeenkomstig punt 5.3 van de risicokapitaalrichtsnoeren over het geheel genomen beperkt zullen zijn.

6.3.6. *Reactie van de Commissie op de kritische opmerkingen van belanghebbenden*

(214) Hieronder worden de argumenten van de Commissie besproken die de kritische opmerkingen van belanghebbenden weerleggen.

(215) Wat de fragmentatie van liquiditeit betreft wijst de Commissie erop dat Investbx zijn diensten slechts aan KMO's uit West Midlands verleent die op zoek zijn naar private equity voor bedragen tussen 0,5 en 2 miljoen GBP. In dit specifieke segment zal het wellicht slechts een zeer klein deel van de doelondernemingen aantrekken die van andere markten gebruikmaken. Verder zal Investbx uitsluitend aantrekkelijk zijn voor investeerders die bereid zijn in West Midlands te investeren. Het gevaar van fragmentatie van liquiditeit, dat op de bestaande markten wel aanwezig is, is in dit geval zeer klein. Anderzijds zal Investbx bijdragen tot een samenvoeging („pooling") van liquiditeit doordat verschillende soorten waardepapieren en transacties op de veilingen worden bijeengebracht, die anders grotendeels afzonderlijk en „over-the-counter" zouden worden verhandeld.

(216) Investbx zal aan de wettelijke en openbaarmakingsvereisten voldoen die op alternatieve handelssystemen van toepassing zijn. Het zal onder toezicht staan van The Share Centre, een firma die, zoals hierboven beschreven, door de FSA wordt gereguleerd.

(217) Ten aanzien van de beweerde vervalsing van de mededinging waardoor de belangen van JP Jenkins zouden worden geschaad merkt de Commissie op dat genoemde onderneming een ander bedrijfsmodel bezit. JP Jenkins handelt in niet-genoteerde ondernemingen of in ondernemingen die bij Ofex, de AIM of de LSE uit de notering zijn genomen. Het is een effectenmakelaar en market-maker die uitsluitend orders uitvoert. Volgens het Verenigd Koninkrijk beschikt JP Jenkins mogelijk niet altijd over aandelen voor aankoop of verkoop, maar tracht de onderneming kopers en verkopers samen te brengen en hanteert zij daarom een bied- en laatprijs voor elke onderneming in haar portefeuille. Hoe het ook zij, volgens de website van JP Jenkins waren van de 157 verhandelde ondernemingen in juni 2006 er slechts 4 afkomstig uit de regio West Midlands. Daarom acht de Commissie de potentiële gevolgen van Investbx voor JP Jenkins zeer beperkt.

(218) Over de bewering van Ofex dat de Commissie haar voorlopige oordeel baseert op informatie die onvolledig en verouderd is en niet in overeenstemming is met de werkelijke situatie van de Britse markt voor private equity merkt de Commissie op dat zij voor haar beoordeling gebruik heeft gemaakt van de meest actuele gegevens en studies, met name BVCA-Reports on Investment Activity 2003, 2004 en 2005, de BVCA-Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Surveys 2003, 2004 en 2005, rapporten van het ministerie van Financiën alsmede andere in deze beschikking genoemde bronnen. Noch Ofex, noch andere belanghebbenden hebben recentere studies voorgelegd of studies waarin deze gegevens worden weerlegd.

(219) Ofex beweert dat niet is aangetoond dat KMO's over onvoldoende informatie beschikken over de toegang tot private equity-financiering, dat ondernemingen uit West Midlands met realiseerbare businessplannen er niet in slagen private equity aan te trekken en dat investeerders onvoldoende informatie over doel-KMO's hebben. Ten eerste wordt in het verslag van Deloitte „Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises" ([42]), dat gebaseerd is op vraaggesprekken met stakeholders, vastgesteld dat de algemene bekendheid met financieringsmogelijkheden bij KMO's te wensen overlaat. Uit de vraaggesprekken is gebleken dat een gebrek aan investeringsbereidheid het voornaamste obstakel was voor de toegang tot financiering in de regio West Midlands. Investeringsbereidheid omvat de houding van het bedrijfsleven ten aanzien van financiering, de kwaliteit van bedrijfsdocumenten en de algemene geschiktheid van een project als beleggingsobject. Ten tweede hebben de Britse autoriteiten een onderzoek verricht waaruit blijkt dat ten minste tien KMO's uit West Midlands per jaar aan Investbx zouden kunnen deelnemen. Bovendien hebben zij verklaringen van een durfkapitalist overgelegd waaruit bleek dat veel KMO's met uitvoerbare businessplannen door durfkapitaalfondsen worden afgewezen die voor Investbx wel geschikt zouden kunnen zijn. Ten derde wordt in de ingediende studies het gebrek aan betrouwbare informatie voor investeerders als een van de redenen voor het bestaan van een marktfalen vermeld ([43]).

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

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

(220) Met betrekking tot de twijfel over de commerciële noodzaak van Investbx, merkt de Commissie op dat het Verenigd Koninkrijk de resultaten heeft voorgelegd van een in 2003 verricht onderzoek onder 21 professionele adviesbureaus waarbij werd gevraagd hoeveel ondernemingen per jaar zij verwachtten bij Investbx te zullen introduceren. 13 van de 20 bureaus dachten dat zij tussen de één en zes ondernemingen per jaar zouden aanbrengen. In aanmerking nemend dat niet alle professionele adviseurs in West Midlands werden geraadpleegd is de Commissie het ermee eens dat een geschat aantal van 5 à 12 ondernemingen die per jaar aan Investbx zullen deelnemen als een conservatieve schatting kan worden beschouwd. Voorts kwam uit een ander onderzoek dat in 2003 onder vertegenwoordigers van het regionale bedrijfsleven werd gehouden, naar voren dat 88 % van 41 respondenten van mening was dat de gevestigde kapitaalmarkten niet beantwoordden aan de financieringsbehoeften van KMO's. Ook meende 68 % dat Ofex als bron van financiering door KMO's weinig werd gebruikt. Hoewel Ofex beweert dat het in 2003 een reorganisatie heeft ondergaan en dat het daarbij een regionaal manager heeft aangesteld heeft het in 2004 en 2005 slechts één onderneming uit West Midlands opgenomen. De discrepantie tussen de potentiële vraag en de mate waarin hierin door Ofex en andere gevestigde markten wordt voorzien geeft duidelijk aan dat er behoefte is aan een platform als Investbx.

(221) Ofex beweert dat het Investbx wettelijk niet is toegestaan meer informatie over de zakelijke vooruitzichten van de doelondernemingen te verstrekken dan de gegevens waarover Ofex en de AIM beschikken. De Britse autoriteiten verklaren daarentegen dat Investbx onafhankelijk onderzoek naar de KMO's mag uitvoeren en aan alle investeerders ter beschikking mag stellen, hetgeen momenteel geen voorwaarde is om gevestigde markten te betreden. Wat de bescherming van de beleggers betreft verklaarden de Britse autoriteiten dat Investbx, als erkend vertegenwoordiger van The Share Centre, een door de FSA gereglementeerde onderneming, zal worden onderworpen aan de vereisten van de „Financial Services and Markets Act 2000", en dat The Share Centre ervoor zal zorgen dat Investbx de passende beste praktijken toepast die in de „Code of Business Practice" van de FSA zijn vastgelegd.

(222) Met betrekking tot de transactiekosten betogen de Britse autoriteiten dat Investbx de diensten op het gebied van onderzoek en demonstratie gemiddeld tegen een aanzienlijk lagere prijs zal aanbieden met als bijkomend voordeel dat de marge van de market-maker tussen bied- en laatprijs verdwijnt.

(223) Indien Investbx na vijf jaar niet economisch levensvatbaar is en het niet kan worden verkocht, dan zal het worden opgeheven. De ondernemingen die tegen die tijd aan Investbx genoteerd staan kunnen, indien zij dit wensen, door The Share Centre worden overgenomen, een platform dat investeerders en doelondernemingen een veilige voortzetting van de handel garandeert waarbij dezelfde vergoedingen en andere voorwaarden worden gehanteerd

als die welke tijdens de selectieprocedure voor de dienstverlening ten behoeve van Investbx werden geboden. Deze regeling werd getroffen om te voorkomen dat de investering tegen het einde van de vijfjarige steunperiode geblokkeerd zou raken.

(224) Wat het argument betreft dat een veilingsysteem minder geschikt is om de aandelen van KMO's te verhandelen wijst de Commissie erop dat beide systemen verschillende voordelen hebben. Terwijl het market-makersysteem de mogelijkheid biedt om op elk gewenst moment te handelen, heft het veilingsysteem het prijsverschil op. Bovendien hebben de Britse autoriteiten verklaard dat Investbx zal trachten investeerders met een langetermijnperspectief aan te trekken die minder belang hechten aan de mogelijkheid om hun aandelen dagelijks te verhandelen. Het is hoe dan ook niet de taak van de Commissie om vast te stellen welk systeem geschikter is. Zij merkt slechts op dat Investbx ertoe kan bijdragen het marktfalen te verminderen.

(225) Volgens Ofex wordt de „springplank"-functie volledig door Ofex, de AIM en de officiële notering vervuld. De Commissie brengt daartegen in dat Investbx ertoe moet bijdragen dat in West Midlands gevestigde KMO's de eerste stap zetten die uiteindelijk naar notering aan de AIM moet leiden. Van de door Ofex voorgelegde lijst van ondernemingen die in de afgelopen drie jaar de stap zetten van Ofex naar de AIM was slechts één onderneming afkomstig uit West Midlands. In aanmerking genomen dat de AIM een snelgroeiende markt is neemt de Commissie aan dat er hoe dan ook voldoende ruimte voor Investbx is om de pogingen van Ofex om nieuwe ondernemingen naar de AIM te brengen, aan te vullen.

(226) De Commissie erkent niettemin dat er inderdaad een risico bestaat dat de doelstellingen van Investbx, het aantrekken van kapitaal voor KMO's of het dienen als opstap naar oudere kapitaalmarkten, niet zullen worden bereikt. Dit risico is inherent aan de aard van een proefproject. Dit is ook de reden waarom particuliere investeerders niet bereid waren in dit project te investeren en waarom de prikkel van staatssteun wordt gebruikt.

(227) Ofex heeft gelijk dat de steun voornamelijk bestemd is om Investbx op te starten en niet gericht is op het dekken van de bedrijfskosten van te financieren KMO's. De doelondernemingen zullen, tegen marktvoorwaarden, private equity van particuliere investeerders ontvangen. De steun wordt enkel toegekend aan een markt die voor een vlotgte doorstroom van deze middelen kan zorgen.

(228) Wat de stimulerende werking betreft kan worden opgemerkt dat dankzij de steun een regionaal alternatief handelssysteem kan worden opgericht dat daarnaast aanvullende diensten verleent, en dat tevens een nieuw instrument vormt voor het doorgeven van relevante informatie tussen investeerders en doel-KMO's. Aldus draagt de steun ertoe bij om Investbx op te richten en het marktfalen aan te pakken.

(229) […] (*).

(230) Ten aanzien van de door Ofex geuite vrees dat Investbx particuliere investeringen aan bestaande of potentiële markten zal onttrekken sluit de Commissie niet uit dat dit in beperkte mate het geval zou kunnen zijn, maar zij brengt in herinnering dat de activiteit van Investbx beperkt blijft tot KMO's in West Midlands die private equity wensen aan te trekken voor een bedrag van maximaal 2 miljoen GBP. In dit segment zijn de andere markten die de Commissie bekend zijn nauwelijks actief. Van de 180 aan Ofex genoteerde ondernemingen zijn er bijvoorbeeld slechts 7 uit West Midlands afkomstig. Indien Investbx niet succesvol is, dan betekent dat dat de omzet te klein zal zijn om winst te genereren, en dan is het niet waarschijnlijk dat Investbx enige invloed zal hebben op de positie van zijn concurrenten. Heeft Investbx daarentegen wel succes, dan zal AWM het na vijf jaar via een open procedure aan particuliere investeerders verkopen waardoor meer particuliere investeringen op de markt worden aangetrokken voor dit soort financiële dienstverlening. Hoe dan ook is het aan de particuliere investeerders om te beoordelen welke markt betere diensten verleent, innoverender is en uitzicht biedt op een hoger rendement op hun investering. Anderzijds is het waar dat Investbx in de eerste vijf jaar geen dividenden aan de openbare investeerders zal behoeven te betalen. Investbx zal in de eerste vijf jaar de prijzen van zijn diensten zodanig vaststellen dat het na die vijf jaar kostendekkend is. Met het oog op de verkoop ervan is het niettemin uiteindelijk de bedoeling dat het zich tot een winstgevende onderneming zal ontwikkelen die na de eventuele verkoop rendabel is. Ofex beweert dat Investbx innovatie op de financiële markt zou kunnen tegenhouden. Door de wijze waarop Investbx functioneert zal het echter zelf een belangrijke innovatie vormen. Het is immers een combinatie van verschillende innoverende elementen.

6.4. **Afweging en conclusie**

(231) De Commissie erkent dat de oprichting van Investbx een maatregel is die bedoeld is om een marktfalen op te heffen en die een stimulerend effect zal hebben op het aantrekken van private equity voor KMO's.

(232) De Commissie is van oordeel dat het aan Investbx toe te kennen steunbedrag van 3 miljoen GBP evenredig is. Er zijn verschillende aspecten die de schade voor concurrenten beperken. De geografische reikwijdte en de duur van de maatregel evenals het ondernemingssegment waarvoor zij bedoeld is, zijn beperkt.

(233) Gezien het bovenstaande is de Commissie tot de conclusie gekomen dat de steun bijdraagt tot de opheffing van een marktfalen en dat zij de ontwikkeling van een regionaal handelsplatform mogelijk maakt dat de financiering van KMO's met private equity zal vergemakkelijken zonder dat het handelsverkeer zodanig wordt veranderd dat het gemeenschappelijk belang wordt geschaad. De steun aan Investbx is derhalve op grond van de risicokapitaalrichtsnoeren verenigbaar met de gemeenschappelijke markt.

(*) Zakengeheim

6.5. **Cumulering**

(234) De Britse autoriteiten hebben toegezegd dat de subsidie aan Investbx niet zal worden gecumuleerd met andere staatssteun. Wat eventuele steun aan de doel-KMO's betreft bestaat het voordeel dat zij van deze maatregel kunnen hebben uit de toegang tot de diensten van Investbx, die zij anders niet zouden hebben of niet onder dezelfde voorwaarden. Zij zullen private equity ontvangen zonder enig steunelement, uitsluitend uit particuliere bron. Het steunelement is niet in de private equity-investering gelegen, en derhalve zijn de bepalingen van afdeling 6 van de risicokapitaalrichtsnoeren, die de cumulering van gesteunde risicokapitaalmaatregelen met andere steunmaatregelen verbieden, niet van toepassing op de KMO's die van Investbx gebruikmaken.

7. **TOEZICHT**

(235) Gezien het innoverend karakter en de complexiteit van de maatregel en de mogelijkheid deze in andere regio's van de Europese Unie toe te passen om marktfalen op regionaal niveau te helpen oplossen, wil de Commissie het effect en het succes van de Investbx-maatregel nauwlettend bestuderen. De Britse autoriteiten zullen in een jaarlijks verslag over deze maatregel het aantal KMO's vermelden waarvoor kapitaal werd aangetrokken evenals het bedrag per KMO, zodat de Commissie kan nagaan of de maatregel inderdaad het marktfalen onder de drempel van 2 miljoen GBP naar behoren aanpakt. Om de gevolgen aan de aanbodzijde te kunnen evalueren zullen de Britse autoriteiten tevens de omvang van het investeringskapitaal meedelen dat per type investeerder is aangetrokken. Om inzicht te bieden in de winstgevendheid van de maatregel en het gebruik van de overheidsmiddelen zullen de Britse autoriteiten jaarlijks de financiële administratie van Investbx voorleggen. Aan het einde van het vijfde jaar na de oprichting van Investbx zal het Verenigd Koninkrijk de Commissie meedelen of Investbx daadwerkelijk via een openbare procedure aan particuliere investeerders is verkocht of dat de onderneming is opgeheven,

HEEFT DE VOLGENDE BESCHIKKING GEGEVEN:

Artikel 1

De steun die het Verenigd Koninkrijk voornemens is aan Investbx te verlenen in de vorm van een subsidie van 3 miljoen GBP, is verenigbaar met de gemeenschappelijke markt in de zin van artikel 87, lid 3, onder c), van het Verdrag.

De tenuitvoerlegging van de steunmaatregel is derhalve toegestaan.

Artikel 2

Het Verenigd Koninkrijk dient jaarlijks een verslag in over de tenuitvoerlegging van de steunmaatregel, dat de volgende elementen bevat:

— het aantal KMO's waarvoor kapitaal werd aangetrokken;

— de omvang van het aangetrokken kapitaal per KMO;

— de omvang van het aangetrokken investeringskapitaal per type investeerder, en

— de financiële administratie.

Aan het einde van het vijfde jaar na de oprichting van Investbx deelt het Verenigd Koninkrijk de Commissie mee of Investbx via een openbare, open en niet-discriminerende procedure aan particuliere investeerders is verkocht of dat de onderneming is opgeheven.

Artikel 3

Deze beschikking is gericht tot het Verenigd Koninkrijk van Groot-Brittannië en Noord-Ierland.

Gedaan te Brussel, 20 december 2006

Voor de Commissie

Neelie KROES

Lid van de Commissie