II

(Actos aprovados ao abrigo dos Tratados CE/Euratom cuja publicação não é obrigatória)

DECISÕES

COMISSÃO

DECISÃO DA COMISSÃO

de 20 de Dezembro de 2006

relativa ao auxílio C 36/2005 que o Reino Unido pretende conceder à Investbx

[notificada com o número C(2006) 5808]

(O texto em língua inglesa é o único que faz fé)

(Texto relevante para efeitos do EEE)

(2008/126/CE)

A COMISSÃO DAS COMUNIDADES EUROPEIAS,

Tendo em conta o Tratado que institui a Comunidade Europeia, nomeadamente o n.º 2, primeiro parágrafo, do artigo 88.º,

Tendo em conta o Acordo sobre o Espaço Económico Europeu, nomeadamente, o n.º 1, alínea a), do artigo 62.º,

Após ter convidado as partes interessadas a apresentarem as suas observações nos termos das disposições supracitadas [1] e tendo em conta essas observações,

Considerando o seguinte:

1. **PROCEDIMENTO**

(1) Por carta de 26 de Julho de 2005, registada na Comissão em 28 de Julho de 2005, o Reino Unido notificou à Comissão a medida de auxílio acima referida, nos termos do n.º 3 do artigo 88.º do Tratado CE.

(2) A Comissão solicitou informações adicionais em 19 de Agosto de 2005, tendo subsequentemente sido realizada uma reunião entre representantes do Reino Unido e da Comissão, em 8 de Setembro de 2005. Nesta reunião, os representantes do Reino Unido apresentaram informações adicionais.

(3) Em 26 de Setembro de 2005, a Comissão recebeu uma denúncia da empresa PLUS Markets Group plc (anteriormente Ofex Holdings plc) (seguidamente designada por «Ofex»).

(4) Por carta de 20 de Outubro de 2005, a Comissão informou o Reino Unido da sua decisão de dar início ao procedimento previsto no n.º 2 do artigo 88.º do Tratado CE relativamente à medida em questão.

(5) Por carta de 11 de Novembro de 2005, a Comissão enviou a sua decisão de dar início ao procedimento previsto no n.º 2 do artigo 88.º do Tratado CE à Ofex, na sua qualidade de terceiro interessado.

(6) A decisão da Comissão de dar início ao procedimento foi publicada no *Jornal Oficial da União Europeia* [2]. A Comissão convidou os terceiros interessados a apresentarem as suas observações.

(7) Por carta de 21 de Novembro de 2005, registada na Comissão na mesma data, o Reino Unido apresentou as suas observações relativas à decisão da Comissão de dar início ao procedimento.

(8) A Comissão recebeu observações de 20 terceiros interessados:

(a) The Share Centre, por carta de 10 de Novembro de 2005, registada na Comissão em 23 de Novembro de 2005;

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

[2] Ver nota 1.

(b) Ofex, por carta de 25 de Novembro de 2005, registada na Comissão na mesma data e por carta de 15 de Dezembro de 2005, registada na Comissão no dia seguinte;

(c) Mazars, por carta de 24 de Novembro de 2005, registada na Comissão em 5 de Dezembro de 2005;

(d) Sir Albert Bore, por carta de 30 de Novembro de 2005, registada na Comissão em 6 de Dezembro de 2005;

(e) Quoted Companies Alliance, por carta de 16 de Dezembro de 2005, registada na Comissão no mesmo dia;

(f) Hembury Associates Ltd, por carta de 16 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 19 de Dezembro de 2005;

(g) Hamilton Pratt, por carta de 13 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 19 de Dezembro de 2005;

(h) Regione Emilia-Romana, por carta de 15 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 20 de Dezembro de 2005;

(i) JP Jenkins, por carta de 13 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 20 de Dezembro de 2005;

(j) Aston Science Park, por carta de 14 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 22 de Dezembro de 2005;

(k) Robert Huggins Associates, por carta de 13 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 22 de Dezembro de 2005;

(l) Catapult Venture Managers, por carta de 12 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 22 de Dezembro de 2005;

(m) EEF West Midlands, por carta de 14 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 23 de Dezembro de 2005;

(n) Ofex, por carta de 19 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 23 de Dezembro de 2005;

(o) CEBRE, por carta de 16 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 23 de Dezembro de 2005;

(p) West Midlands Business Council, por carta de 22 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 3 de Janeiro de 2006;

(q) Birmingham Forward, por carta de 19 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 3 de Janeiro de 2006;

(r) Confederation of West Midlands Chambers of Commerce, por carta de 20 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 3 de Janeiro de 2006;

(s) Advantage Growth Fund, por carta de 5 de Janeiro de 2006, registada na Comissão em 10 de Janeiro de 2006;

(t) University of Warwick, por carta de 16 de Dezembro de 2005, registada na Comissão em 16 de Janeiro de 2006;

(9) Os representantes da Ofex explicaram a sua posição numa reunião realizada com a Comissão em 16 de Dezembro de 2005.

(10) Por cartas de 22 de Dezembro de 2005 e de 13 e 19 de Janeiro de 2006, a Comissão transmitiu as observações dos terceiros interessados ao Reino Unido, a fim de lhe dar a oportunidade de apresentar a sua opinião.

(11) Na reunião entre as Autoridades britânicas e a Comissão, realizada em 30 de Janeiro de 2006, as Autoridades britânicas forneceram explicações e a Comissão solicitou informações adicionais.

(12) Estas informações, bem como a opinião do Reino Unido relativamente às observações apresentadas pelos terceiros, foram recebidas por carta de 3 de Fevereiro de 2006, registada na Comissão na mesma data, e por carta de 7 de Fevereiro de 2006, registada na Comissão em 10 de Fevereiro de 2006.

(13) A Comissão solicitou informações adicionais ao Reino Unido por cartas de 15 de Fevereiro e 6 de Abril de 2006. O Reino Unido transmitiu estas informações por carta de 2 de Março de 2006, registada na Comissão no dia seguinte, e por carta de 7 de Abril de 2006, registada na Comissão em 12 de Abril de 2006.

(14) O Reino Unido apresentou outras informações por carta de 3 de Maio de 2006, registada na Comissão em 11 de Maio de 2006.

(15) Por correio electrónico e carta de 25 de Maio de 2006, contendo as mesmas informações e registados na Comissão, respectivamente, em 29 e 30 de Maio de 2006, a Ofex afirmou que a «Advantage West Midlands» (seguidamente designada por «AWM») estaria a tomar medidas preparatórias relativamente à Investbx e solicitou à Comissão que adiasse a adopção da decisão até que a Ofex pudesse fornecer informações complementares. Por correio electrónico de 31 de Maio de 2006 registado na mesma data, a Ofex solicitou ser informada antes da adopção da decisão e receber a decisão antes da sua publicação. Por correio electrónico de 9 de Junho de 2006, registado na mesma data, e por carta de 9 de Junho de 2006, registada na Comissão em 13 de Junho de 2006, a Ofex reiterou o seu pedido no sentido de a adopção da decisão ser adiada.

(16) Por dois correios electrónicos de 4 de Julho de 2006, registados na Comissão em 6 de Julho de 2006, o Reino Unido apresentou informações complementares à Comissão.

(17) Por correio electrónico de 12 de Maio de 2006, registado na Comissão em 13 de Maio de 2006, a Ofex informou a Comissão de que o sítio Web da Investbx se encontrava acessível ao público.

(18) Por carta de 26 de Julho de 2006, registada na Comissão em 1 de Agosto de 2006, a Angelbourse alegou ser uma estrutura de negociação para empresas de menores dimensões e que a Investbx exerceria uma concorrência desleal. Uma vez que esta carta foi recebida mais de sete meses após o prazo fixado para apresentação de observações por parte de terceiros e que as alegações nela constantes não foram fundamentadas, a Comissão não a tomou em consideração.

(19) Por correios electrónicos de 3 de Agosto de 2006, registados na Comissão na mesma data, a Ofex informou a Comissão da existência e das actividades da Angelbourse.

(20) Por carta de 7 de Agosto de 2006, a Comissão solicitou informações complementares ao Reino Unido.

(21) Por correios electrónicos de 23 de Outubro de 2005, registados na Comissão na mesma data, o Reino Unido respondeu ao pedido da Comissão.

2. DESCRIÇÃO PORMENORIZADA DA MEDIDA

(22) Com base nas informações apresentadas pelo Reino Unido, a Comissão resume do seguinte modo a descrição da medida notificada.

2.1. Objectivo da Investbx

(23) O objectivo principal da medida consiste na criação de um mecanismo de obtenção de financiamento que permita às pequenas e médias empresas ([3]) em fase de expansão ([4]) da região das West Midlands do Reino Unido ([5]) colmatar o seu défice de capitais próprios. A medida permitirá colocar em contacto as PME, os prestadores de serviços e os investidores para que as empresas obtenham mais facilmente financiamentos através da criação de um sistema prático de emissão e negociação de novas acções. A Investbx propõe-se igualmente fornecer e facilitar o fornecimento de serviços às PME a taxas de mercado, com o objectivo de reforçar a sua capacidade de obtenção de financiamento.

(24) A medida destina-se a colmatar uma deficiência do mercado em matéria de acesso das PME das West Midlands ao financiamento de capitais próprios no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas. As Autoridades britânicas declararam que o limite máximo de financiamento será de 2 milhões de libras esterlinas ao ano, durante a fase inicial de cinco anos, a fim de centrar a medida, exclusivamente, na supressão da deficiência do mercado identificada. Contudo, as Autoridades do Reino Unido receiam que a deficiência do mercado evolua ao longo do tempo, visto que os investimentos privados em capitais próprios são cada vez mais atraídos para projectos de maiores dimensões. O relatório da CBI ([6]) estima que a deficiência do mercado se situa entre 0,25 e 3 milhões de libras esterlinas. Segundo as Autoridades britânicas, um limite máximo de 2 milhões de libras esterlinas poderia, a mais longo prazo, impedir efectivamente o êxito da Investbx, ao excluir determinadas PME susceptíveis de necessitar de um nível de investimento mais elevado. Se tal acontecer, a AWM obterá elementos de prova e notificará uma alteração à Comissão, solicitando o aumento do limite máximo.

(25) A Investbx pretende estabelecer uma ligação entre, por um lado, os investidores privados, incluindo os investidores providenciais e investidores em capital de risco, proporcionando-lhes oportunidades adicionais e, por outro lado, os mercados estabelecidos com maior maturidade. A Investbx preparará os beneficiários dos investimentos para a admissão à cotação em mercados estabelecidos com maior maturidade, nomeadamente o Alternative Investment Market (seguidamente designado por «AIM») e a London Stock Exchange (seguidamente designada por «LSE»).

2.2. Base jurídica da medida

(26) A base jurídica da medida é a Secção 5 do «1998 Regional Development Agencies Act» ([7]) (Lei de 1998 relativa às Agências de Desenvolvimento Regional).

2.3. Orçamento e duração da medida

(27) Um organismo público, a «West Midlands Regional Development Agency» (Agência de Desenvolvimento Regional das West Midlands — «AWM»), concederá à Investbx um financiamento máximo de 3 milhões de libras esterlinas durante um período máximo de cinco anos. O montante poderá ser inferior e/ou o período de financiamento poderá ser reduzido se o projecto se tornar autónomo. A Investbx utilizará esta subvenção para cobrir os seus investimentos e outros custos de arranque, que poderão não ser cobertos pelas receitas das suas actividades. A Investbx utilizará a subvenção em conformidade com um plano financeiro, que prevê que um número crescente de PME recorrerá à Investbx durante o período inicial de cinco anos (ou seja, um total de 47 até ao final desse período), e que se baseia num aumento constante das receitas e numa utilização cada vez menor da subvenção para compensar os prejuízos até atingir, decorridos no máximo cinco anos, o limiar de rendibilidade.

([3]) Tal como definidas na Recomendação da Comissão de 6 de Maio de 2003, relativa à definição de micro, pequenas e médias empresas (JO L 124 de 20.5.2003, p. 36).

([4]) As PME em fase de expansão são as PME que correspondem à definição da alínea h) do ponto 2.2 das Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas, JO C 194 de 18.8.2006, p. 2.

([5]) A expressão «financiamento para colmatar o défice de capitais próprios», refere-se aos financiamentos deste tipo situados no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas.

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

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

(28) As projecções prevêem que uma parte da subvenção seja mantida como reserva. Após o período acima referido, a Investbx reembolsará o saldo dos fundos não utilizados à AWM e esta última poderá vender as acções da Investbx no mercado, através de um concurso público aberto e não discriminatório, ou encerrar a empresa.

2.4. **Beneficiário da medida**

(29) O beneficiário directo da medida é a Investbx. A Investbx receberá até 3 milhões de libras esterlinas sob a forma de uma subvenção concedida pela AWM. Em conformidade com a missão da AWM, quaisquer excedentes registados pela Investbx serão reinvestidos na empresa em benefício da economia regional. A AWM deterá uma forte influência na Investbx.

(30) A Investbx será uma sociedade em comandita por acções. Este estatuto jurídico permitir-lhe-á celebrar contratos em nome próprio. O facto de constituir uma entidade jurídica distinta da AWM facilitará uma eventual transferência da empresa no futuro. Se a Investbx tiver êxito, será vendida e tornar-se-á uma empresa do sector privado. Nessa ocasião, o saldo remanescente da subvenção original reverterá a favor da AWM.

(31) A Investbx disporá de uma equipa de dirigentes de 6 a 8 membros, responsáveis pela execução do plano de actividades, bem como de um conselho não executivo constituído por profissionais das West Midlands escolhidos especificamente devido aos seus conhecimentos e experiência de trabalho com as PME e os investidores-alvo.

2.5. **O mercado actual no Reino Unido**

(32) Segundo as Autoridades britânicas, o mercado tradicional da negociação de acções do Reino Unido é dominado pela LSE, que se dedica essencialmente a grandes transacções bolsistas a nível mundial. As PME são cada vez mais excluídas, a favor dos valores mobiliários de primeira categoria das empresas de maiores dimensões.

(33) Segundo o Reino Unido, a LSE procurou remediar esta situação através da introdução do seu «Alternative Investment Market» (AIM), em 1995. O AIM funciona como um mercado de segundo nível, centrado nas empresas novas de menores dimensões. Para aceder a este mercado não são necessários antecedentes mínimos de negociação de acções nem níveis mínimos de activos, de lucros, de capitalização ou de acções livres para negociação.

(34) De acordo com as Autoridades britânicas, existe ainda, fora da esfera de influência da LSE, o sistema de negociação Ofex, que é regulado pela «United Kingdom's Financial Service Authority» (Autoridade do Reino Unido para os Serviços Financeiros, a seguir designada por «FSA»). A Ofex tem como objectivo apresentar uma alternativa ao AIM, mais vantajosa em termos económicos e regida por regras menos rigorosas.

(35) Existem no Reino Unido diversos prestadores de serviços que transaccionam acções não cotadas na bolsa ou que obtêm capitais próprios, como a The Share Centre (Fast Track Service), a Univits, a JP Jenkins ou a Investor Champions.

(36) Apesar da situação acima descrita, o Reino Unido alega que continua a existir uma deficiência do mercado a longo prazo no que se refere aos investimentos em capitais próprios nas PME não situadas na região do South-East (por exemplo, nas West Midlands). As West Midlands figuram entre as regiões com mais baixo nível de empresas cotadas na bolsa e de capitalização bolsista total. A AWM inquiriu junto da Ofex se esta poderia colmatar a deficiência do mercado na região das West Midlands; em caso afirmativo, a AWM abandonaria o seu projecto Investbx. Contudo, a Ofex não reagiu a este pedido.

2.6. **Actividades e tarifação da Investbx**

(37) De acordo com as Autoridades britânicas, a Investbx é uma medida completamente inovadora, sem precedentes. Enquanto os fundos tradicionais de capital de risco se destinam a aumentar o volume de capitais próprios, a Investbx destina-se, pelo contrário, a melhorar a eficiência da circulação de informações sobre as empresas que procuram obter investimentos. A Investbx estimulará a criação de um mercado de capitais eficaz a nível local, estabelecendo a ligação entre empresas e investidores, oferecendo-lhes uma solução viável, simples e economicamente vantajosa para obter capitais próprios, através da negociação das suas acções e da divulgação das suas actividades. Esta estrutura de negociação será diferente das bolsas tradicionais (nomeadamente da LSE e do AIM que lhe está associado) e também da Ofex, porque funcionará através de um mercado electrónico de leilão em linha, completamente transparente, que estabelece uma correspondência entre compradores e vendedores a um preço único, sendo os investimentos efectuados através de uma plataforma em linha exclusivamente reservada à execução das operações. Contrariamente aos mercados tradicionais, estes leilões em linha serão realizados apenas algumas vezes por mês. Ao mesmo tempo, a Investbx incentivará uma abordagem do investimento a mais longo prazo, reforçando o objectivo principal de obter financiamentos para as PME da região e não a possibilidade de negociar as acções frequentemente, como acontece nos mercados existentes baseados em Londres. Deste modo, a Investbx terá três funções distintas: obter capitais ou financiamento primário, agrupar serviços de apoio às PME e proporcionar uma plataforma de negociação num mercado secundário, baseada em leilões, das acções admitidas à negociação.

(38) As empresas que desejam obter um financiamento para colmatar o défice de capitais próprios serão assistidas por conselheiros financeiros e jurídicos locais e pela equipa da Investbx baseada nas West Midlands.

(39) A plataforma de negociação estará disponível em linha no portal da Investbx (www.investbx.com), que proporá igualmente diversos serviços integrados, funcionará em linha 24 horas por dia, 7 dias por semana, e será especificamente concebido para dar resposta às necessidades das PME, cotadas ou não cotadas na bolsa.

(40) A Investbx não concederá financiamentos às PME, ou seja, não fornecerá directamente fundos ou garantias aos investidores ou aos beneficiários do investimento. Os capitais próprios serão concedidos por investidores presentes no mercado a beneficiários-alvo privados. A função de Investbx consiste exclusivamente em facilitar as transacções entre operadores privados do mercado.

2.6.1. *Obtenção de financiamento*

(41) A Investbx assistirá as PME na obtenção de financiamento. Dará a conhecer, aos consultores que procuram PME para efectuar investimentos, as PME da região que tenham um perfil adequado. A obtenção de capitais, igualmente denominada financiamento primário, consistirá na venda, directamente aos investidores interessados, de novas acções emitidas pelas PME-alvo, com a assistência da Investbx. As autoridades britânicas declararam que o limite máximo de financiamento será de 2 milhões de libras esterlinas por ano e por PME, durante a fase inicial de cinco anos.

(42) De acordo com os consultores profissionais, que prestam assistência às PME na obtenção de financiamento e que foram consultados durante todo o processo de concepção do projecto Investbx, existem potencialidades nas West Midlands para financiar mais de 10 PME por ano, na base prevista para a Investbx. De acordo com o plano financeiro da Investbx, a entidade deveria, nos primeiros cinco anos de funcionamento, obter pelo menos 70 milhões de libras esterlinas para pelo menos 47 empresas.

(43) Será cobrada às PME uma comissão de 6 % do financiamento obtido. Esta comissão foi calculada a partir do modelo financeiro da Investbx, a fim de lhe permitir atingir o limiar de rendibilidade durante o período de cinco anos previsto no acordo relativo à subvenção de financiamento. Além disso, a comissão foi determinada através de uma comparação das comissões aplicadas no mercado, com base em estudos existentes em matéria de obtenção de financiamento. Esta comparação revelou que a taxa de 6 % é superior à cobrada por outros operadores. Contudo, as Autoridades britânicas salientam igualmente que esta análise comparativa tem um valor limitado, visto não existirem referências de comparação adequadas para a Investbx dado o seu carácter único. A Investbx será diferente de todos os prestadores de serviços de obtenção de financiamento existentes nas West Midlands. Por conseguinte, considera-se que a Investbx poderá cobrar uma comissão de 6 %, ou seja, pelo menos uma taxa equivalente à cobrada pelos consultores de empresas existentes.

2.6.2. *Agrupamento de serviços de apoio destinados às PME*

(44) Segundo as Autoridades britânicas, a Investbx agrupará diversos prestadores de serviços que prestarão assistência às PME durante todo o processo de obtenção de financiamento e também durante o período de negociação das suas acções. A Investbx colocará um «*coordenador de transacções*» à disposição de cada PME que decida obter financiamento através da Investbx. O sítio Web da Investbx disporá de um dispositivo securizado de partilha de documentos que conterá todos os formulários-tipo de que as PME necessitam durante o processo de obtenção de financiamento e para participar na plataforma de negociação. Estes formulários-tipo foram elaborados em colaboração com a comunidade profissional local e foram simplificados a fim de serem pouco onerosos e adaptados às PME.

(45) Qualquer PME que deseje obter financiamento através da Investbx será objecto de uma avaliação realizada por esta última. A avaliação apreciará o potencial da PME para atrair investidores de financiamento primário e verificará se a auditoria jurídica da empresa evidenciou quaisquer factos susceptíveis de obstar à sua admissão. Em caso de avaliação favorável, a equipa Investbx contactará os investidores e os consórcios ([8]) que incluam, entre os seus membros, investidores susceptíveis de desejar participar no projecto.

(46) Ao longo do processo de obtenção de financiamento, a Investbx fornecerá às PME, a preços do mercado, serviços de investigação e de comercialização que externalizará. A Investbx manterá uma lista de consultores financeiros independentes, consultores jurídicos, contabilistas, consultores financeiros de relações públicas e prestadores independentes de serviços de investigação que dispõem da experiência adequada e das autorizações regulamentares necessárias, entre os quais as PME escolherão os serviços de que necessitam para a obtenção de financiamento.

(47) A Investbx publicará os resultados das investigações independentes realizadas relativamente a todas as PME que aderem à Investbx. Além disso, disponibilizará no seu sítio Web, a todos os investidores potenciais ou consultores financeiros, uma apresentação de cada PME que incluirá um resumo do processo completo de admissão, o formulário de admissão e as investigações independentes. As investigações independentes incluirão informações pormenorizadas e aprofundadas, de carácter quantitativo e qualitativo, sobre a empresa em causa. É rara que este tipo de investigação esteja disponível junto de outras entidades que não os gestores de fundos institucionais. Tais dados são, geralmente, apenas elaborados para maiores lotes de acções e reservados aos investidores institucionais. A investigação incluirá igualmente um comentário pormenorizado sobre cada área de actividades das PME.

(48) As PME pagarão os honorários de todos os consultores profissionais que lhes prestem assistência no âmbito da adesão à Investbx. Estes honorários profissionais serão fixados de acordo com os preços de mercado praticados por operadores privados do mercado que não recebem quaisquer benefícios financeiros da Investbx.

2.6.3. *Negociação num mercado secundário*

(49) A Investbx fornecerá igualmente, em linha, uma plataforma de negociação num mercado secundário que funciona com base em ordens e num sistema de leilão. O objectivo desta plataforma consiste em proporcionar liquidez às PME através da venda das suas acções, na sequência da obtenção de capitais no mercado primário e da sua admissão à negociação na Investbx.

([8]) Um consórcio é um grupo de investidores que actuam em conjunto para investir numa empresa.

(50) Um mercado organizado com base em ordens funciona da seguinte forma: os proprietários de acções em PME inscrevem-se para dar a conhecer que pretendem vender uma parte das suas participações e divulgam o preço que estarão dispostos a aceitar por essa venda. Os interessados na compra de acções dessa PME registam igualmente o seu interesse e comunicam o preço que estão dispostos a pagar pelas acções.

(51) Os compradores e os vendedores podem ver todas ofertas de compra e venda relativas às acções da PME no sítio Web da Investbx, que está disponível 24 por dia, 7 dias por semana, e podem modificar as suas ordens até uma hora antes do início do leilão. Os leilões têm lugar a uma frequência fixada pela empresa, com base no interesse manifestado na negociação das suas acções, possivelmente semanal ou mensalmente. Na opinião das Autoridades britânicas, este modo de funcionamento promove uma abordagem a mais longo prazo dos investimentos nas PME, uma vez que não permite comprar e vender acções imediatamente.

(52) Neste sistema de leilão, as acções são vendidas directamente aos investidores individuais, através de uma correspondência entre vendedores e compradores a um preço único. Desta forma, será eliminada a margem do criador de mercado, que corresponde à diferença entre os preços de compra e venda no sistema normal baseado no criador do mercado e na oferta de cotações (como se verá seguidamente, a LSE, o AIM e a Ofex são mercados estabelecidos baseados no criador do mercado; serão seguidamente designados por «mercados estabelecidos»). Este diferencial é normalmente mais elevado no que se refere às acções negociadas com menos frequência e de menores montantes. De acordo com as Autoridades britânicas, o diferencial mais elevado registado na Ofex atingiu 75 % e o diferencial dos preço de compra e venda das seis empresas das West Midlands, negociadas na Ofex durante os últimos 12 meses até Setembro de 2006, era de 16 %.

(53) A Investbx externalizará, junto de uma empresa autorizada pela FSA, as tarefas onerosas e complexas relacionadas com a regulamentação e a negociação das acções. Para efectuar estas funções foi escolhida a The Share Centre, na sequência de um processo de selecção não discriminatório, publicado no *Jornal Oficial da União Europeia*. As funções da The Share Centre incluirão: autorização da FSA e observância das obrigações inerentes; fornecimento do produto de corretagem em linha; serviços de agente de cobrança (recolha de dinheiro junto dos investidores que subscrevem acções de novas emissões); administração do sistema de participação dos trabalhadores no capital; fornecimento do sistema de negociação e realização periódica de leilões.

(54) As Autoridades britânicas confirmaram que as comissões cobradas pela Investbx às PME que procuram obter investimentos e aos investidores, relativamente aos serviços relacionados com a negociação num mercado secundário, serão iguais às taxas de mercado aplicadas pela The Share Centre a empresas individuais. A Investbx beneficiará de um desconto por parte da The Share Centre.

2.7. **Beneficiários indirectos**

(55) Todas as negociações efectuadas pela Investbx nos mercados primário e secundário ocorrerão entre operadores privados do mercado, ou seja, os investidores e as empresas que procuram obter investimentos, que apenas beneficiarão indirectamente da medida.

2.7.1. *Investidores*

(56) Tendo em conta a tendência dos investidores institucionais para investirem em transacções de maior envergadura, as Autoridades britânicas consideram que estes investidores não estarão interessados em utilizar a Investbx. Por conseguinte, a Investbx centrar-se-á principalmente nos investidores privados individuais, incluindo pessoas com um elevado património e em especial (mas não exclusivamente) nos investidores da região das West Midlands, uma vez que as Autoridades britânicas consideram que estes estarão mais dispostos a investir nas PME-alvo baseadas nas West Midlands.

(57) Os investidores podem ser contactados directamente pela Investbx ou através de intermediários ou consórcios. De qualquer forma, nenhum investidor, independentemente do local onde se situe ou do facto de ser um investidor institucional ou um investidor privado, será excluído da Investbx ou prejudicado devido ao facto de utilizar o sistema.

(58) Os investidores privados individuais poderão participar no financiamento primário durante o processo de obtenção de financiamento e poderão ter acesso à apresentação e às investigações independentes sobre as empresas que procuram obter investimentos. De acordo com as Autoridades britânicas, estas oportunidades são normalmente apenas proporcionadas aos investidores institucionais. Todos os investidores poderão candidatar-se a acções de novas emissões, directamente em linha ou através de intermediários financeiros.

2.7.2. *PME que procuram obter investimentos*

(59) Apenas as PME estabelecidas nas West Midlands com planos comerciais viáveis e com um historial comprovado de negociação de acções de pelo menos dois anos que procuram obter «capital de expansão» ([9]) são elegíveis para utilizar a Investbx. A Investbx pode, excepcionalmente, considerar a adesão de uma PME que não possua experiência de negociação de dois anos se essa PME tiver beneficiado de um investimento de um fornecedor de capitais de risco durante a fase de desenvolvimento dos seus produtos ou serviços. As Autoridades britânicas confirmaram que não serão obtidos financiamentos superiores a 2 milhões de libras esterlinas por ano e por PME e que os financiamentos não poderão ultrapassar a fase de constituição de capital de expansão, na acepção da alínea h) do ponto 2.2 das Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas, (seguidamente designadas por «Orientações relativas ao capital de risco») ([10]).

([9]) Tal como definido nas Orientações comunitárias relativas aos auxílios estatais e capital de risco a pequenas e médias empresas, JO C 194 de 18.8.2006, p. 2.

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

(60) A fim de garantir um certo nível de protecção aos investidores, as empresas que aderem à Investbx devem satisfazer diversas exigências regulamentares e em matéria de divulgação de informações, em conformidade com o regulamento da FSA.

2.8. **Processo de selecção do prestador dos serviços objecto da medida**

(61) O principal prestador de serviços à Investbx, a The Share Centre, foi seleccionado através de um processo de selecção não discriminatório, publicado no *Jornal Oficial da União Europeia* ([11]). Três empresas apresentaram propostas formais: a Ofex, a Univits e a The Share Centre. Um painel composto por três peritos independentes e três assessores internos da AWM procedeu à selecção com base em 18 critérios de avaliação. Em função destes critérios, a proposta da Univits ficou classificada em último lugar. O melhor proponente, a The Share Centre, e o segundo melhor classificado, a Ofex, foram convidados para uma entrevista. Nesta segunda fase da avaliação, a The Share Centre obteve resultados significativamente superiores aos da Ofex e, segundo as Autoridades britânicas, foi por conseguinte seleccionado como o melhor candidato.

(62) Devido à complexidade técnica do projecto e à importância do papel do operador do mercado para o êxito do empreendimento, foi encomendada uma avaliação independente adicional de ambos os finalistas. Esta avaliação concluiu igualmente que a The Share Centre era o melhor proponente.

(63) Segundo as Autoridades britânicas, a decisão foi comunicada a todas as partes em Fevereiro de 2004. A Ofex inquiriu por que razão não havia sido seleccionada, tendo-lhe sido prestadas as informações devidas. Após esta troca de correspondência, não foi apresentada qualquer queixa formal nem interposta qualquer acção judicial.

2.9. **Comparação entre a Investbx e a Ofex**

(64) Com base nas informações apresentadas pelas Autoridades britânicas, que não foram contrariadas pelas observações das partes interessadas, a Investbx e a Ofex apresentam as seguintes diferenças:

INVESTBX	OFEX
Área geográfica de actividades	
Apenas PME das West Midlands	Nacional e internacional
Equipa de 6-8 pessoas, baseada nas West Midlands e consagrada exclusivamente a esta região	1 responsável pelas actividades de desenvolvimento das empresas, estabelecido em Londres, que tem a seu cargo as 9 regiões do Reino Unido
Mercado-alvo	
Apenas PME em fase de expansão	Empresas de qualquer dimensão
Até 2 milhões de libras esterlinas ao ano	Sem limite
Serviços fornecidos	
O objectivo fundamental consiste em obter capitais primários para as PME	Negociação de acções em mercados primário e secundário. Obtenção de financiamento por parte de corretores/operadores
A realização de investigações independentes constitui uma condição prévia para a adesão ao mercado	Nenhuma condição deste tipo
Plataforma de negociação que funciona com base em ordens; leilões periódicos que fazem corresponder compradores e vendedores a um preço único	Mercado baseado nas ofertas de cotações; negociações em tempo real com um preço de compra e um preço de venda, o que dá origem ao diferencial do preço das acções
Contexto regulamentar	
A Investbx será um representante designado da The Share Centre, que gere um sistema de negociação alternativo	A Ofex é actualmente um sistema de negociação alternativo, autorizado directamente pela FSA

3. **RAZÕES QUE LEVARAM AO INÍCIO DO PROCEDIMENTO**

(65) Na sua decisão de dar início ao procedimento, a Comissão identifica a medida como um auxílio à Investbx. Além disso, a Comissão anuncia a realização de um exame suplementar relativo à existência de eventuais auxílios a investidores e a PME.

(66) Nesta decisão, a Comissão indica que, embora a medida se destine a colmatar o défice de fundos próprios das PME, não é abrangida pelo âmbito de aplicação da Comunicação relativa aos auxílios estatais e capital de risco ([12]). Uma vez que a Investbx não fornece capital de risco às PME, não pode ser considerada como um fundo de capital de risco. A medida visa a criação da infra-estrutura necessária a um sistema de negociação destinado aos investidores e às PME. A subvenção a favor da Investbx não constitui um auxílio nos termos das Orientações relativas aos auxílios com finalidade regional. Não são também aplicáveis quaisquer outros regulamentos, enquadramentos ou orientações em matéria de auxílios estatais. Por conseguinte, na decisão de dar início ao procedimento, a Comissão afirma que a apreciação do auxílio a favor da Investbx poderia basear-se directamente no n.º 3, alínea c), do artigo 87.º do Tratado CE. Para tal, tem de existir uma deficiência de mercado claramente definida e o instrumento de auxílio deve visar essa deficiência do mercado, não devendo provocar uma distorção da concorrência ou alterar as condições das trocas comerciais numa medida contrária ao interesse comum.

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

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

(67) Na decisão de dar início ao procedimento, a Comissão expressou dúvidas sobre a compatibilidade da medida, nomeadamente sobre o facto de saber se a deficiência de mercado identificada na decisão da Comissão relativa ao regime de auxílio «*Enterprise Capital Funds*» ([13]), ou seja, para os investimentos compreendidos entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, continua a verificar-se no Reino Unido e particularmente na região das West Midlands.

(68) Por último, a Comissão deseja investigar de forma mais aprofundada as diferenças existentes entre a Investbx e os mercados tradicionais, em especial a Ofex. A Comissão afirma que procederá a um exame de todas as formas de concorrência com a LSE, o AIM e a Ofex e também com os fornecedores de financiamento através de crédito. O objectivo consiste em verificar se as distorções de concorrência e o efeito sobre as trocas comerciais são limitados, a fim de garantir que a medida de auxílio não contraria, na globalidade, o interesse comum.

(69) Só após a análise das observações dos terceiros é que a Comissão poderá decidir se a medida proposta pelo Reino Unido se destina a colmatar uma deficiência do mercado claramente definida e se afecta a concorrência e as condições das trocas comerciais numa medida contrária ao interesse comum.

4. OBSERVAÇÕES DAS PARTES INTERESSADAS

(70) A Comissão recebeu observações de 20 partes interessadas, nos termos do n.º 2 do artigo 20.º do Regulamento (CE) n.º 659/1999 do Conselho ([14]). Destas 20 observações, 17 apoiavam a medida a favor da Investbx e foram enviadas por empresas, membros da comunidade profissional e investidores de capital de risco, associações de empresas, universidades, peritos do meio universitário e corretores das West Midlands, bem como por uma região europeia. Para além da Ofex, a JP Jenkins Stockbrokers e a Quoted Companies Alliance apresentaram observações críticas relativamente à medida a favor da Investbx.

4.1. Observações favoráveis

(71) A maioria das 17 observações favoráveis confirmou a existência de uma deficiência do mercado no que se refere ao financiamento de capitais próprios entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, alegando uma das partes interessadas que a deficiência do mercado poderia mesmo atingir os 3 milhões de libras esterlinas. A deficiência do mercado situa-se, alegadamente, tanto do lado da oferta como do lado da procura e não é colmatada através da intervenção de investidores providenciais que se limitam a montantes inferiores, nem por fundos privados de capital de risco, que se concentram em transacções de maior envergadura, nem ainda pelos mercados estabelecidos, como o AIM ou a Ofex, que estão aparentemente concentrados nas regiões de Londres e do South-East e que não estão interessados em desenvolver um mercado local nas West Midlands. As PME que utilizam as plataformas existentes são afectadas pela falta de interesse dos investidores, devido ao nível relativamente reduzido dos montantes negociados e, consequentemente, por uma cobertura mais limitada em termos das PME objecto de investigação. De acordo com diversas partes interessadas, a Investbx constitui uma medida útil e necessária para superar a deficiência do mercado, servindo de «ponte» para mercados estabelecidos com maior maturidade. Ao proporcionar uma possibilidade de saída, estimulará o interesse dos investidores providenciais.

(72) Diversas partes interessadas reafirmam a necessidade de dispor de um mercado local, centrado na deficiência do mercado não colmatada pelos operadores de maiores dimensões, e que tire partido dos conhecimentos e saber-fazer dos operadores e das redes pessoais existentes a nível local. Algumas partes interessadas mencionaram que o auxílio estatal é necessário, uma vez que o fornecimento de capitais próprios provenientes exclusivamente do sector privado não é suficiente a nível local. Um estudo transmitido pela University of Warwick cita o caso de uma PME que, face ao défice de financiamento nas West Midlands e ao elevado custo de admissão nos mercados existentes, teve de recorrer ao mercado australiano para obter capital de expansão. As partes alegam que uma vez que não é economicamente viável, para os investidores, visitar regularmente outras regiões para obter transacções e as controlar, a Investbx melhorará a situação ao obter financiamentos principalmente junto de investidores locais, em especial de pessoas com um elevado património. A Investbx é elogiada por ter uma concepção inovadora e vantajosa em termos financeiros, susceptível de reforçar a competitividade das PME e de dinamizar a região das West Midlands, após uma série de choques económicos, nomeadamente o colapso da MG Rover.

(73) As partes interessadas de outros Estados-Membros expressaram o seu apoio à Investbx, considerando que servirá como projecto-piloto do qual se poderão extrair ensinamentos e boas práticas para outras regiões das Comunidades Europeias.

4.2. Observações críticas

(74) A Quoted Companies Alliance (seguidamente designada por «QCA») alega que um sistema de negociação local diluiria a liquidez de outros mercados, acrescentando: «*just don't see how a small local exchange could meet these [extensive regulations] without enormous taxpayers' subsidies*» [não conseguimos compreender como uma pequena bolsa local poderá respeitar esta rigorosa regulamentação sem significativas subvenções por parte dos contribuintes].

(75) A JP Jenkins, uma empresa de corretagem independente especializada na execução e em estabelecer correspondências na transacção de acções, reivindica que a Investbx será o seu concorrente directo e que o auxílio estatal provocará uma distorção da concorrência e prejudicará a sua posição no mercado.

(76) Segundo Jamie Whitehorn, assessor jurídico da Ofex, a argumentação apresentada pelo Reino Unido para justificar a alegada deficiência do mercado no que se refere aos investimentos compreendidos entre 0,5 e 2 milhões de

([13]) Decisão 2005/1144 da Comissão, JO L 91 de 29.3.2006, p. 16.

([14]) Regulamento (CE) n.º 659/1999 do Conselho, de 22 de Março de 1999, que estabelece as regras de execução do artigo 93.º do Tratado CE, JO L 83 de 27.3.1999, p. 1.

libras esterlinas é incorrecta e infundada. Relativamente às informações insuficientes tanto do lado da procura como da oferta, J. Whitehorn considera que não existem quaisquer elementos de prova relativos, em primeiro lugar, à falta de informações para as PME sobre as possibilidades de acesso ao financiamento de capitais próprios, em segundo lugar, à impossibilidade de as empresas das West Midlands com planos de actividade viáveis obterem capitais junto da Ofex ou do AIM e, em terceiro lugar, ao facto de os investidores carecerem de «*appropriate and reliable information about potential investees*» [informações adequadas e fiáveis acerca dos potenciais beneficiários do investimento].

(77) Segundo a Ofex e a QCA, as PME que procuram obter financiamento de capitais próprios podem actualmente recorrer aos serviços da Ofex, do AIM, da JP Jenkins Limited, às redes de corretores e às listas de endereços de investidores. Além disso, poderiam utilizar o registo «dos investidores qualificados» mantido pela «Financial Services Authority».

(78) A Ofex expressou a sua preocupação quanto ao facto de algumas das informações em que a Comissão se baseou na sua apreciação preliminar serem incompletas, obsoletas e/ /ou incompatíveis com o funcionamento, na prática, dos mercados de capitais do Reino Unido.

(79) A Ofex considera que os estudos apresentados pelo Reino Unido no contexto do regime de auxílios «*Enterprise Capital Funds*», a que Comissão faz referência, estão desactualizados no que se refere aos serviços prestados pela Ofex. Nos últimos dois anos, o mercado Ofex melhorou de forma radical. Estas melhorias reflectiram-se no número crescente de admissões de PME na Ofex em 2005, comparativamente com 2004, sendo todos os financiamentos inferiores a 2 milhões de libras esterlinas.

(80) A Ofex alega que, mesmo que existisse uma deficiência do mercado, a Investbx não resolveria os problemas subjacentes. Segundo a Ofex, a Investbx não está em condições de solucionar o problema do défice de informação, uma vez que os condicionalismos regulamentares não lhe permitiriam divulgar mais informações do que as actualmente disponibilizadas pela Ofex ou pelo AIM. Os custos de transacção, ou seja, honorários profissionais e custos de auditoria jurídica são iguais em todos os mercados e os honorários da Ofex e do AIM representam apenas uma pequena proporção dos custos globais da obtenção de capitais próprios.

(81) Além disso, a Ofex estima que a medida não constitui um instrumento adequado visto que, se for encerrada dentro de cinco anos a plataforma de negociação desapareceria, perdendo-se os contactos estabelecidos entre as PME e os seus accionistas. Consequentemente, os investidores poderiam ficar «bloqueados», o que levaria a uma situação de incerteza próximo do final do período de cinco anos.

(82) A Ofex acrescenta que um sistema baseado num leilão apresenta limitações que o tornam menos adequado para a negociação de acções do que os sistemas baseados no criador do mercado. Em primeiro lugar, para que a venda se possa realizar é necessária uma coincidência dupla entre o vendedor e o comprador num momento específico. Em segundo lugar, este sistema não poderá gerar dados suficientemente pormenorizados relativos às ordens que permitam prestar aos investidores informações fiáveis sobre o preço das acções. No sistema baseado no criador do mercado, em contrapartida, as transacções podem ser efectuadas a qualquer momento.

(83) A Ofex argumenta igualmente que a função de «escada rolante» é perfeitamente assegurada pela Ofex, pelo AIM e pela LSE. Segundo a Ofex, o objectivo anunciado de colmatar a alegada deficiência do mercado relativamente às PME não seria alcançado e/ou existem já diversas alternativas concorrenciais no mercado que oferecem meios comparáveis para obter financiamentos em capitais próprios.

(84) Por outro lado, a Ofex alega que os auxílios estatais propostos se destinam aos custos de funcionamento da Investbx e não aos custos das PME, não beneficiando assim os potenciais investidores nas PME, nem as PME que procuram obter capitais próprios, mas sim o «veículo», a Investbx, através do qual as medidas são executadas. A Ofex considera significativo o facto de o instrumento proposto não funcionar, alegadamente, através de um mecanismo reconhecido pela Comunicação relativa aos auxílios estatais e capital de risco.

(85) A Ofex afirma que o auxílio proposto não produzirá o alegado efeito de incentivo. Se as empresas que desejam obter capitais considerarem que o melhor meio de o fazer é através de uma estrutura de negociação das suas acções, existem já mercados à sua disposição. As empresas das Midlands tiraram já partido destas estruturas.

(86) Além disso, referindo-se ao relatório do HM Treasury, «*Bridging the Finance Gap*» (Dezembro de 2003), a Ofex salienta que os investidores não são influenciados pela localização geográfica mas pela proposta comercial em si.

(87) A Ofex afirma que, na sua plataforma, os investidores retalhistas têm acesso a novas emissões de acções pelas PME e subscrevem-nas. Dada a proporção de empresas que obtêm, através da Ofex, montantes de financiamento inferiores a 2 milhões de libras esterlinas, a Investbx será um concorrente directo e não um complemento deste mercado. A Ofex receia igualmente que o auxílio estatal à Investbx possa ter um efeito de exclusão sobre outros fornecedores, nomeadamente ao dissuadi-los de fornecerem capitais adicionais através de outros mercados de negociação de acções existentes ou potenciais. A Ofex justifica a sua argumentação pelo facto de a concessão de auxílio estatal libertar a Investbx da necessidade de obter lucros, podendo assim adoptar um modelo de receitas destinado simplesmente a fazer face a eventuais custos adicionais não cobertos pelo auxílio estatal. Em contrapartida, os concorrentes da Investbx (como a Ofex) são financiados por investidores do sector privado que esperam obter uma remuneração financeira, sendo por conseguinte forçados a obter uma margem suficiente para gerar lucros. Neste contexto, a Investbx poderia mesmo restringir a inovação nos mercados financeiros. Segundo a Ofex, uma plataforma apoiada por auxílios estatais que não tenha por objectivo a obtenção de lucros não terá a mesma motivação comercial para melhorar os seus serviços ou introduzir novos serviços em benefício dos clientes.

(88) Em resumo, a Ofex afirma que não se pode considerar que a medida de auxílio proposta seja uma medida de interesse comum.

5. OBSERVAÇÕES DO REINO UNIDO

5.1. Observações relativas à decisão de dar início ao procedimento

(89) Nas suas observações relativas à decisão de dar início ao procedimento, as Autoridades britânicas argumentam que a Investbx se justifica inteiramente devido à existência de uma deficiência do mercado claramente reconhecida, no que se refere ao financiamento de capitais próprios de montantes compreendidos entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas nas West Midlands. Apesar da criação de diversos fundos de capital de risco que contaram com o apoio do Estado, continuaria a registar-se um défice de financiamento para as PME. As Autoridades britânicas salientam que todos os elementos de prova disponíveis levam a concluir que a deficiência do mercado não será colmatada pelo sector privado e que, desta forma, a única via para resolver o problema consiste em estimular o mercado através da intervenção pública.

(90) Para superar a deficiência do mercado, a Investbx pretende desempenhar um papel de catalisador regional para estabelecer uma ligação entre PME e investidores através de uma plataforma de negociação de acções em linha, acompanhada de um pacote de serviços complementares centrados na obtenção de financiamento para as PME. Tanto quanto é do conhecimento das Autoridades britânicas, não existe actualmente em nenhum local da Comunidade uma estrutura semelhante à Investbx. Trata-se de um projecto-piloto inovador e único que proporciona benefícios potenciais a todas as regiões da Comunidade, uma vez que lhes permitirá observar os progressos alcançados para superar a deficiência do mercado e determinar se este tipo de bolsas de acções em linha de nível regional são viáveis e úteis para as economias regionais.

(91) As Autoridades britânicas afirmam que, para a gestão do mercado Investbx, a AWM seleccionou publicamente a The Share Centre, utilizando um processo público de selecção publicado no *Jornal Oficial da União Europeia*. Afirmam igualmente que a Ofex apoiou o projecto tanto antes como imediatamente após ter tomado conhecimento de que o contrato de gestão da Investbx não lhe havia sido adjudicado. As Autoridades do Reino Unido referiram, por outro lado, que o processo de selecção tinha sido conduzido de forma objectiva e que, a nenhum momento, tinha a sua equidade sido contestada.

(92) As Autoridades britânicas crêem que a Investbx atrairá um novo tipo de investidores e, como tal, não irá concorrer com a Ofex a nível da obtenção de financiamentos. A Investbx funcionará como um trampolim para mercados com maior maturidade e não como um concorrente.

(93) As Autoridades britânicas afirmam que os investidores não dispõem actualmente dos serviços melhorados descritos na decisão de dar início ao procedimento. Consequentemente, não pode existir qualquer distorção da concorrência. As Autoridades britânicas afirmam também que a Investbx colocará acções de novas emissões à disposição do público, o que contrasta com a prática de mercados com maior maturidade, ou seja, as acções de novas emissões são tradicionalmente propostas a um número reduzido de instituições.

(94) As Autoridades britânicas confirmam que a Investbx terá um papel duplo (actuando como um fórum de discussão alargado e como uma plataforma de negociação) e que nenhuma destas funções é actualmente desempenhada pela Ofex ou por qualquer outra organização. A estrutura da Investbx foi escolhida porque salvaguarda um controlo efectivo da Investbx por parte da AWM e porque garante, por um lado, que os lucros obtidos com os fundos não serão transferidos para terceiros e, por outro, que quaisquer lucros realizados com a venda da Investbx, se o projecto for bem sucedido, reverterão, em última análise, para a AWM.

(95) O plano de actividades da Investbx prevê a obtenção de financiamento primário para um mínimo de 47 PME nas West Midlands, durante um período de cinco anos, num montante mínimo de 70 milhões de libras esterlinas. Estabelecendo uma comparação com a Ofex, as Autoridades britânicas apresentaram as seguintes conclusões na sua carta de 21 de Novembro de 2005:

A nível do Reino Unido

— No período de cinco anos entre 2000 e 2005, a Ofex apenas obteve, no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, um total de financiamentos primários de 43,3 milhões de libras esterlinas, para 39 empresas estabelecidas em todo o Reino Unido.

— Se forem retirados os financiamentos secundários do total dos fundos obtidos, os financiamentos primários obtidos pelas empresas inscritas na Ofex afiguram-se muito reduzidos.

West Midlands

— As 10 empresas estabelecidas nas West Midlands e cotadas na Ofex representam apenas 7 % do número total das empresas inscritas na Ofex (Novembro de 2005).

— Quando se consideram apenas as empresas estabelecidas nas West Midlands conclui-se que o montante total dos capitais obtidos através da Ofex se eleva a 12 milhões de libras esterlinas (no mercado primário e secundário), durante o período de cinco anos compreendido entre 2001 e 2005, o que representa apenas 4,1 % do total do financiamento obtido, em todo o território do Reino Unido, através da Ofex. Mais de 50 % dos financiamentos obtidos pela Ofex para empresas situadas nas West Midlands destinaram-se a uma só empresa.

— Durante o período de cinco anos a partir de 2000, apenas 3,5 milhões de libras esterlinas de financiamento primário destinado a 5 empresas estabelecidas nas West Midlands foram obtidos através da Ofex.

Das 20 novas empresas admitidas na Ofex em 2004, apenas uma empresa estava estabelecida nas West Midlands.

(96) Na sua carta de 21 de Novembro de 2005, as Autoridades britânicas indicam que as actividades de obtenção de financiamento da Ofex abrangem todo o território do Reino Unido, contrariamente à Investbx que estará especificamente centrada numa única região, as West Midlands. Considera-se que das mais de 300 000 PME existentes nas West Midlands, apenas 57 estão cotadas no AIM, 10 na Ofex e, anualmente, entre 5 e 10 empresas são financiadas por cada um dos grandes fornecedores de capital de risco. As Autoridades do Reino Unido não estão convencidas de que a Ofex ou qualquer outro fornecedor disponha dos recursos necessários ou de planos específicos para colmatar a deficiência do mercado nas West Midlands, ou tenha vontade e interesse em fazê-lo. Com efeito, em duas reuniões distintas, os responsáveis da Ofex foram convidados a apresentar os seus planos para resolver o problema da deficiência do mercado nas West Midlands, mas não o fizeram. A partir dos elementos de prova disponíveis, as Autoridades britânicas concluem que, no passado, a Ofex não desempenhou, de modo algum, a função prevista para a Investbx e não poderia nem pretenderia fazê-lo no futuro. As Autoridades britânicas concluem que a criação da Investbx não poderá, de nenhuma forma, prejudicar a Ofex. Um dos objectivos fundamentais da Investbx consiste em actuar como um tipo de «reservatório» de acções e de capitais onde as empresas se poderiam familiarizar com as exigências inerentes à emissão de acções e preparar-se para uma eventual transição para mercados estabelecidos.

(97) De acordo com as Autoridades britânicas, não se verificará qualquer transferência de auxílios para as PME ou para os investidores. As PME contratarão directamente os consultores e remunerarão os serviços prestados a preços do mercado.

(98) As Autoridades britânicas concordam que a Investbx é um beneficiário de auxílios. Para que o auxílio possa ser considerado compatível, tem de existir uma deficiência do mercado claramente definida. Considera-se que o défice mais grave de financiamento de capitais próprios para pequenas empresas se situa entre os 0,5 milhões e os 2 milhões de libras esterlinas. As Autoridades britânicas afirmam que estes dados são confirmados por inúmeros estudos independentes, pela Comissão em processos anteriores e também pelas próprias Orientações relativas ao capital de risco. As Autoridades britânicas não têm conhecimento de elementos que indiciem que a avaliação da deficiência do mercado, confirmada na decisão relativa ao regime de auxílio «*Enterprise Capital Funds*» ([15]), tenha entretanto sofrido alterações. As Autoridades britânicas citam diversas declarações de operadores estabelecidos na vasta comunidade profissional das West Midlands, apoiando a necessidade da Investbx. Um fornecedor de capitais de risco estabelecido na região sugere que, das 500 a 750 propostas que lhe são apresentadas anualmente, menos de 1 % recebe financiamento. As empresas rejeitadas têm, na sua maioria, planos comerciais viáveis e, embora não sejam adequadas para investimentos de capitais de risco, poderiam ser admitidas na Investbx. Para realçar que subsiste um indiscutível défice no mercado, as Autoridades britânicas fazem referência a outros documentos (como o relatório do HM Treasury, «*Bridging the Finance Gap*», o documento de consulta da Presidência britânica publicado antes da cimeira relativa aos capitais de risco e o estudo elaborado pela Confederation of British Industry relativo às PME).

(99) Embora as Autoridades britânicas previssem inicialmente incluir as transacções até 5 milhões de libras esterlinas, visto que, na sua opinião, a deficiência de mercado atingia este nível, confirmaram numa fase posterior do procedimento que as transacções realizadas através da Investbx nos cinco primeiros anos não ultrapassariam os 2 milhões de libras esterlinas por ano e que quaisquer transacções superiores a este montante seriam notificadas à Comissão.

(100) Segundo as Autoridades britânicas, o instrumento de auxílio notificado visa efectivamente a deficiência do mercado, indo mais além do que os meios tradicionais na sua forma de abordar o problema. A Investbx destina-se a complementar outros fornecedores de financiamento e a atrair e utilizar uma nova fonte de financiamento em benefício das PME. As Autoridades britânicas consideram indubitável o efeito de incentivo do projecto uma vez que, sem a intervenção pública, a Investbx não podia ser criada.

(101) As Autoridades britânicas afirmam que a criação e o financiamento inicial da Investbx não provocam distorções da concorrência contribuindo, pelo contrário, para colmatar a deficiência do mercado que não está actualmente a ser corrigida. Mesmo que se admita que a medida é susceptível de, potencialmente, provocar distorções da concorrência, o montante reduzido do financiamento durante um período máximo de cinco anos e o facto do impacto da Investbx se limitar a uma única região do Reino Unido, significam que tal distorção seria amplamente compensada pelos benefícios potenciais para todas as regiões da Comunidade. No final do período de cinco anos, a Investbx deve ser autónoma e, se tudo correr como previsto, os lucros obtidos com a sua venda reverterão a favor da AWM.

(102) As Autoridades britânicas consideram que a Investbx terá apenas uma incidência reduzida sobre a concorrência e não terá qualquer efeito perceptível a nível das trocas comerciais, uma vez que apenas pretende desenvolver actividades numa das nove regiões inglesas. Actuará como um operador regional o que, por definição, a impedirá de provocar distorções da actividade económica fora das West Midlands. Além disso, se a Investbx for bem sucedida, projectos semelhantes noutras partes da Comunidade poderiam atrair o sector privado, não sendo necessária a intervenção pública.

(103) Se o projecto for um êxito e a deficiência do mercado for colmatada, poderá ser considerado uma excelente forma de alcançar os objectivos pretendidos com um nível mínimo de intervenção pública e de distorção da concorrência. Por outro lado, se o projecto falhar, a concorrência não terá também sido afectada, mas será possível concluir que o

([15]) Processo n.º 2006/250/CE — Reino Unido — «*Enterprise Capital Funds*», JO L 91 de 29.3.2006, p. 16.

modelo da Investbx não constitui um meio viável para resolver a deficiência do mercado, ou que a AWM não aplicou o modelo da forma adequada, devendo ser considerada uma abordagem alternativa.

5.2. **Observações do Reino Unido às críticas apresentadas por terceiros**

(104) No que se refere às observações da JP Jenkins, as Autoridades britânicas estabelecem uma nítida distinção entre a Investbx e esta empresa. Indicam que a JP Jenkins Stockbrokers funciona segundo um modelo empresarial totalmente diferente do da Investbx. A JP Jenkins Stockbrokers é uma empresa de corretagem especializada na execução e um criador de mercado, que estabelece correspondências entre transacções de valores mobiliários não cotados, fora da bolsa. Este mercado não está sujeito a quaisquer obrigações regulamentares. O principal objectivo da Investbx é obter financiamento para as PME; a JP Jenkins Stockbrokers não executa esta função.

(105) As Autoridades britânicas responderam às observações da QCA e da Ofex do seguinte modo:

(106) Na notificação do auxílio estatal enviada pelas Autoridades britânicas em 26 de Julho de 2005 é apresentada uma descrição exaustiva e factual da deficiência do mercado. Além disso, estas autoridades citam estudos que demonstram a persistência da deficiência, como por exemplo: «*Pre-Budget Report*» do HM Treasury, de 5 de Dezembro de 2005; «*A Mapping study of Venture Capital Provision*» da DTI Small Business Service; «*Enabling the Enterprise evolution*» da CBI. Embora existam mais de 300 000 PME nas West Midlands, o número médio de empresas baseadas nesta região que aderiram à Ofex nos últimos cinco anos é de apenas uma por ano. Do mesmo modo, embora exista já uma rede de investidores privados, as observações de terceiros sugerem que as PME necessitam de um instrumento de financiamento que proporcione o elemento em falta na «escada rolante» do financiamento, uma vez que a etapa a ultrapassar para aderir a um mercado estabelecido é manifestamente demasiado onerosa na fase de desenvolvimento das PME.

(107) As Autoridades britânicas concordam que é frequentemente o conjunto dos custos da transacção que impede as PME de obter financiamentos nos mercados estabelecidos. As observações dos terceiros salientam que o custo da emissão de acções é regra geral considerado demasiado elevado proporcionalmente ao financiamento obtido. A intervenção das Autoridades britânicas permitiu que empresas concorrentes especializadas, estabelecidas na região, trabalhassem em conjunto para conceber um processo de negociação conforme, no âmbito de um sistema de negociação alternativo, e para elaborar formulários-tipo que reduzirão o custo da obtenção de financiamento. Os custos totais não deveriam constituir uma barreira para aderir à Investbx.

(108) Segundo as Autoridades do Reino Unido, estão disponíveis informações no que se refere às acções negociadas nos mercados com maior maturidade susceptíveis de atrair o investimento institucional. Estas informações são elaboradas relativamente às acções em que os investidores institucionais estão interessados e são posteriormente utilizadas pelas equipas de vendas das empresas de corretagem para atraírem o investimento institucional para essas acções e gerarem transacções. Contudo, estas informações não estão disponíveis junto dos investidores privados. Acresce ainda o facto de as instituições financeiras não estarem interessadas nas acções de pequenas empresas, visto que o volume de acções disponíveis não é suficiente para lhes garantir uma posição significativa na empresa. Em contrapartida, a Investbx fornecerá dados sobre as acções das PME e permitirá, além disso, que as PME encomendem investigações independentes, a preços do mercado, a fim de proporcionar aos investidores informações pormenorizadas sobre a empresa, que servirão de base para as suas decisões de investimento.

(109) Em resposta ao argumento segundo o qual a que Investbx provocaria uma diluição da liquidez, as Autoridades britânicas referem: «*the market technology 25 years ago was unable to support geographically diverse markets, as quoting the same share on different markets was understood to fragment market liquidity. However, the advent of the internet delivers the opportunity to reverse the situation and channel regional investors' money into local companies to benefit the region.*» [Há 25 anos atrás, a tecnologia do mercado não permitia apoiar mercados diversificados em termos geográficos, uma vez que se considerava que a cotação de uma mesma acção em mercados diferentes implicava uma fragmentação da liquidez do mercado. Contudo, o aparecimento da Internet permitiu inverter a situação e canalizar os fundos dos investidores regionais para empresas locais, em benefício da região.]. Uma bolsa limitada às West Midlands não fragmentaria a liquidez, incentivando pelo contrário o seu agrupamento permanente, através da movimentação de um maior volume de acções a um preço de transacção único, numa base semanal ou mensal.

(110) Contestando as observações apresentadas relativamente à protecção dos investidores, as Autoridades britânicas enumeram as medidas na matéria em vigor no Reino Unido, que serão aplicáveis aos investidores que investem através da Investbx. As empresas que aderem à Investbx devem cumprir as exigências regulamentares e em matéria de divulgação de informações inerentes a um sistema alternativo de negociação. Tal como mencionado anteriormente, a Investbx dará cumprimento às obrigações de protecção do investidor estabelecidas pela FSA, recorrendo aos serviços experientes da The Share Centre, que controlará todos os aspectos do funcionamento da Investbx neste domínio. A empresa regulamentada pela FSA controlará o funcionamento da Investbx e garantirá que esta respeita as melhores práticas definidas, na matéria, pelo *Code of Business Practice* da FSA. Para além das informações obrigatórias, a Investbx proporcionará aos investidores muito mais informações sobre as PME do que é geralmente possível obter. Este serviço, que vai mais além que o regime regulamentar, é indicativo da abordagem inovadora da Investbx.

(111) Os sistemas baseados em leilão constituem uma alternativa reconhecida para os sistemas baseados na cotação, sendo mais adequados à negociação de menores lotes de acções, tal como foi referido no documento do Dr. Robert Huggins, «*Regional Stock exchanges in the UK*». O investidor-alvo para as PME cotadas na Investbx está interessado em

oportunidades a médio e a longo prazo e, por essa razão, é fundamental o fornecimento de informações completas sobre as perspectivas da empresa. Embora um investidor com este tipo de perfil não necessite de realizar transacções continuamente, como acontece com os investidores institucionais, os dados referentes ao leilão seguinte podem ser visualizados ou as ordens modificadas a qualquer altura, 24 horas por dia, 7 dias por semana, até à realização do leilão.

(112) A estrutura de accionistas da Ofex é composta, essencialmente, por corretores e instituições financeiras que utilizam e beneficiam significativamente do sistema baseado no criador do mercado e na apresentação de cotações. Tal como demonstrado nos dados fornecidos sobre a Ofex, a fim de manter a capacidade de efectuar transacções a qualquer momento podem registar-se elevados diferenciais de até 75 % nos mercados baseados na apresentação de cotações. Em contrapartida, o modelo da Investbx estabelecerá a correspondência entre compradores e vendedores a um preço único, uma abordagem vantajosa tanto para as PME, que poderão negociar pequenos lotes de acções, como para os investidores, que não serão afectados pelo diferencial entre o preço de compra e venda.

(113) As Autoridades do Reino Unido sugerem que a Ofex se está a impor como um mercado com maior maturidade. Em declarações de imprensa recentes, a Ofex reconheceu que tinha obtido capitais próprios para financiar as alterações introduzidas na sua plataforma de negociação, a fim de facilitar a transacção de acções em concorrência directa com o AIM e a LSE. A nova plataforma confere à Ofex a capacidade de negociar volumes substancialmente mais elevados de determinados valores cotados e não cotados na bolsa, com cotações determinadas noutros mercados bolsistas londrinos.

(114) As Autoridades britânicas argumentam que os investidores não ficariam «bloqueados» se a Investbx tivesse de ser encerrada. O acordo de financiamento prevê, com efeito, a possibilidade de abandonar o projecto Investbx. Se a Investbx tiver de ser encerrada, as PME poderiam continuar a ser negociadas na plataforma da The Share Centre, às mesmas condições.

(115) As autoridades consideram que o auxílio à Investbx constitui o mínimo necessário para sanar a deficiência do mercado no que se refere ao acesso ao financiamento de capitais próprios para as PME das West Midlands. A Investbx não concederá financiamento directamente; não fará qualquer discriminação na selecção das PME, com base no seu desempenho subsequente e na sua cotação na plataforma de negociação da Investbx. A Investbx não recebe qualquer remuneração baseada na avaliação futura das PME, como aconteceria com um fornecedor de capitais de risco. Sem o auxílio o projecto não poderá ser realizado. Trata-se, com efeito, de um empreendimento demasiado arriscado para ser realizado apenas com apoio privado, visto que não existem precedentes para este modelo empresarial.

(116) As Autoridades britânicas rejeitam a tese segundo a qual um modelo empresarial sem fins lucrativos é susceptível de restringir a inovação nos mercados financeiros. Embora desejem que o projecto dê origem à criação e desenvolvimento de uma nova empresa rentável, as Autoridades do Reino Unido afirmam que tal rendibilidade não será possível na fase inicial e que, por esta razão, o financiamento é indispensável. Contudo, a Investbx precisa de obter lucros para ser autónoma em termos de financiamento e viável a longo prazo, quando o financiamento limitado da AWM chegar ao seu termo. A diferença reside no facto de os lucros serem novamente investidos, em vez de serem repartidos pelos accionistas. As Autoridades britânicas avaliarão as possibilidades de êxito da Investbx e a sua capacidade para disponibilizar, em termos comerciais, novos serviços às PME estabelecidas nas West Midlands.

6. **APRECIAÇÃO DA MEDIDA**

(117) A Comissão analisou a medida à luz do artigo 87.º do Tratado CE, nomeadamente com base nas Orientações relativas ao capital de risco. Os resultados dessa avaliação são os seguintes:

6.1. **Legalidade**

(118) As Autoridades britânicas notificaram a medida. Declararam que a Investbx não tinha sido constituída como sociedade, não tinha entrado em funcionamento e não tinha recebido quaisquer subvenções ou fundos.

(119) As Autoridades do Reino Unido afirmaram ainda que a AWM tinha recrutado uma pessoa para o futuro cargo de director geral da Investbx, mas que presentemente esse colaborador se ocupa, na qualidade de membro do pessoal da AWM, de uma série de projectos, entre os quais os trabalhos preparatórios relativos à Investbx. Foram já iniciados os trabalhos de desenvolvimento do futuro portal Web da Investbx. Devido a um problema técnico, este sítio, claramente identificado como «em construção», encontrava-se acessível. Este problema foi resolvido e o sítio deixou de estar acessível ao público.

(120) A Investbx não foi ainda criada como sociedade e não recebeu qualquer financiamento. Consequentemente, não foi ainda concedido qualquer auxílio.

(121) As Autoridades do Reino Unido comprometeram-se a não conceder o auxílio antes da aprovação da Comissão. Por conseguinte, cumpriram as obrigações que lhes incumbem por força do n.º 3 do artigo 88.º do Tratado CE.

6.2. **Existência de auxílios estatais**

(122) No seguimento da decisão de dar início ao procedimento, foi determinada a existência de auxílios a três níveis, ou seja:

— da Investbx como mercado,

— dos investidores, e

— das PME beneficiárias do investimento.

A presente apreciação será efectuada em conformidade com as Orientações relativas ao capital de risco.

6.2.1. *Auxílio a nível da Investbx*

(123) O investimento e as despesas correntes serão financiados através de recursos estatais provenientes da agência de desenvolvimento estatal AWM. De acordo com as Autoridades do Reino Unido, nenhum investidor privado manifestou interesse em investir na Investbx. Em condições normais do mercado, o capital inicial que será concedido sob forma de subvenção não teria sido obtido em condições tão favoráveis. Por este motivo, o fornecimento de financiamento não corresponde ao comportamento de um investidor privado no mercado. A Investbx recebe assim um financiamento que, de outra forma, não conseguiria obter junto de fontes do sector privado, a taxas do mercado. Deste modo, a empresa Investbx beneficia de uma vantagem proveniente de recursos estatais. Uma vez que a medida pode produzir efeitos sobre outros prestadores de serviços financeiros, principalmente a Ofex (como será analisado infra), a medida é susceptível de provocar distorções da concorrência. Na generalidade, o fornecimento de capitais e serviços afins pode ter carácter transfronteiras. Este facto é comprovado pelo exemplo citado pela University of Warwick, de uma PME das West Midlands que obteve financiamento no mercado australiano, bem como pelos esforços envidados pela Ofex para oferecer os seus serviços no estrangeiro. Embora seja pouco provável que as PME das West Midlands, que desejam obter financiamento de capitais próprios até 2 milhões de libras esterlinas, procurem e obtenham serviços no estrangeiro, esta possibilidade não pode ser excluída. Desta forma, a medida é susceptível de afectar o comércio intracomunitário. A medida inclui, por conseguinte, um auxílio à Investbx, na acepção do n.º 1 do artigo 87.º do Tratado CE.

6.2.2. *Auxílio a nível dos investidores*

(124) A Investbx propõe um sistema de leilão em linha que permite a todos os investidores, quer sejam institucionais ou privados, investir nas PME. Proporciona além disso aos investidores informações e serviços que de outra forma não receberiam. Qualquer investidor interessado, a menos que esteja excluído por força da legislação relativa à protecção dos investidores, poderá utilizar a Investbx nas mesmas condições. Não existe qualquer limiar mínimo de investimento por investidor. Por conseguinte, independentemente de saber se proporciona uma vantagem aos investidores, a medida não é selectiva a este nível, não constituindo por conseguinte um auxílio aos investidores, na acepção do n.º 1 do artigo 87.º do Tratado CE.

6.2.3. *Auxílio a nível das PME*

(125) As PME beneficiarão da medida, visto que poderão obter financiamentos privados de capitais próprios em condições que, de outra forma, não estariam disponíveis no mercado. O pacote de serviços prestados pela Investbx não é actualmente fornecido, enquanto tal, por nenhum operador do mercado. O facto de os investidores privados não estarem interessados em desenvolver uma empresa como a Investbx é revelador dos riscos inerentes ao projecto. Com efeito, esta actividade implica despesas gerais significativas que apenas poderão ser cobertas se a Investbx puder atingir um determinado volume de actividade, o que não é certo. Normalmente, a comissão a pagar pelas empresas que procuram obter investimentos deveria reflectir este risco elevado. Embora a maioria dos serviços que a Investbx oferece seja externalizada a operadores do mercado que concedem à Investbx uma margem de lucro sobre estes serviços, a tarifa que Investbx aplica, às empresas que procuram obter investimentos, pela prestação do seu pacote de serviços é demasiado baixa para garantir que cobrirá as suas despesas gerais durante o período inicial máximo de cinco anos ou até que uma massa crítica de empresas utilize os seus serviços. Esta proposta não foi aceite por nenhum investidor do mercado. Consequentemente, a medida pode conferir uma vantagem às PME que utilizam a Investbx para obter financiamento, uma vez que, dada a estrutura de preços da Investbx, é provável que as PME obtenham os serviços em condições mais vantajosas do que as que seriam oferecidas individualmente pelos operadores de mercado existentes. O Reino Unido demonstrou que os serviços relacionados com a utilização de uma plataforma de negociação, um sistema de participação dos trabalhadores no capital, as contas de acções, a realização de investigações independentes e a comercialização serão externalizados a fornecedores privados a condições de mercado. A vantagem provém do agrupamento destes serviços, bem como do facto de o financiamento ser obtido junto de investidores interessados nas PME das West Midlands. Esta vantagem é concedida mediante recursos estatais, uma vez que é precisamente o facto de o Estado financiar a criação e o desenvolvimento da Investbx que permite que esta empresa seja criada e forneça serviços que, de outra forma, o mercado não poderia fornecer nas mesmas condições. Uma vez que é provável que as empresas que procuram obter investimentos desenvolvam actividades em mercados abertos à concorrência a nível comunitário, a medida é susceptível de provocar distorções da concorrência e afectar o comércio intracomunitário. Em conclusão, as PME beneficiárias dos investimentos receberão um auxílio, na acepção do n.º 1 do artigo 87.º do Tratado CE.

6.3. **Compatibilidade da medida**

(126) Visto que ficou estabelecido que a medida em análise constitui um auxílio estatal na acepção do n.º 1 do artigo 87.º do Tratado, a sua compatibilidade com o mercado comum deve ser apreciada à luz das derrogações previstas nos n.os 2 e 3 do artigo 87.º do Tratado. As derrogações previstas no n.º 2 do artigo 87.º do Tratado, relativas aos auxílios de natureza social atribuídos a consumidores individuais, aos auxílios destinados a remediar os danos causados por calamidades naturais ou por outros acontecimentos extraordinários e aos auxílios atribuídos à economia de certas regiões da República Federal da Alemanha, não se aplicam neste caso concreto. Também não é aplicável a derrogação prevista no n.º 3, alínea a), do artigo 87.º do Tratado, relativa aos auxílios destinados a promover o desenvolvimento económico de regiões em que o nível de vida seja anormalmente baixo ou em que exista grave situação de subemprego. Por outro lado, o regime não pode ser considerado um projecto importante de interesse europeu comum nem é destinado a sanar uma perturbação grave da economia do Reino Unido, na acepção do n.º 3, alínea b), do artigo 87.º do Tratado. Por último, a medida não se destina também a promover a cultura e a conservação do património, na acepção do n.º 3, alínea d), do artigo 87.º Tratado.

(127) Em contrapartida, o n.º 3, alínea c), do artigo 87.º do Tratado estabelece que os auxílios destinados a facilitar o desenvolvimento de certas actividades ou regiões económicas podem ser admitidos quando não alterem as condições das trocas comerciais de maneira que contrariem o interesse comum. A Comissão salienta que a medida em apreço visa a criação de um mercado e a concessão de um auxílio, durante cinco anos, a um sistema de negociação de acções em linha para investidores e PME. Por outras palavras, a medida visa a criação de um instrumento de investimento que possa facilitar a correspondência entre investidores e PME-alvo, sendo assim susceptível de melhorar, para estas últimas, o acesso aos capitais de risco.

(128) No domínio dos capitais de risco, o n.º 3, alínea c), do artigo 87.º do Tratado é aplicado de acordo com as Orientações relativas ao capital de risco. Estas Orientações aplicam-se a todas as medidas de capital de risco notificadas, relativamente às quais a Comissão deve tomar uma decisão após a data da sua publicação no *Jornal Oficial da União Europeia*, mesmo nos casos em que as medidas, tal como a medida em apreço, tenham sido notificadas antes da publicação das Orientações ([16]). A Investbx facilita a correspondência entre investidores e PME-alvo, podendo por conseguinte melhorar, para estas últimas, o acesso ao capital de risco. Consequentemente, constitui um instrumento de investimento na acepção da alínea f) do ponto 5.1 das Orientações relativas ao capital de risco. De acordo com esta disposição, as medidas que constituem um auxílio a um instrumento de investimento estão sujeitas a uma apreciação mais pormenorizada, nos termos da Secção 5 das Orientações. Ao avaliar a compatibilidade da medida ao abrigo da Secção 5 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão segue a abordagem preconizada no Plano de acção no domínio dos auxílios estatais ([17]) que foi especificada e concretizada nos pontos 5.2, 5.3 e 5.4 das Orientações relativas ao capital de risco. A Comissão avaliará se a medida de auxílio tem um objectivo claramente definido de interesse comum e, em especial, se se destina a sanar uma deficiência do mercado, se o auxílio é adequado para alcançar o objectivo identificado de interesse comum, se é necessário e se apresenta um efeito de incentivo, se é proporcional e se as distorções de concorrência e o efeito sobre o comércio são limitadas, a fim de assegurar que a medida de auxílio não é, na globalidade, contrária ao interesse comum. A Comissão examinará assim diversos elementos positivos e negativos. Em conformidade com o segundo parágrafo da Secção 5 das Orientações relativas ao capital de risco, não existe um único elemento determinante nem qualquer conjunto de elementos pode ser considerado suficiente para garantir por si só a compatibilidade. Em alguns casos, a sua aplicabilidade e a ponderação que lhes está associada podem depender da modalidade da medida.

(129) Não são também aplicáveis quaisquer outros regulamentos, enquadramentos ou orientações em matéria de auxílios estatais. É um facto que algumas regiões do território das West Midlands são elegíveis para beneficiarem da derrogação prevista no n.º 3, alínea c), do artigo 87.º do Tratado CE ([18]), e a Comissão salienta igualmente que esta região foi afectada pela crise da empresa Rover. Contudo, a subvenção a favor da Investbx não constitui um pedido de auxílio a favor do desenvolvimento regional.

6.3.1. *A medida de auxílio tem um objectivo de interesse comum claramente definido?*

(130) De acordo com o ponto 5.2.1 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão deve apreciar se a medida de auxílio se destina a superar uma deficiência do mercado claramente definida. Para as medidas que implicam especificamente um instrumento de investimento, a Comissão exige provas adicionais da deficiência do mercado. Tais provas devem ser baseadas num estudo que revele o nível da deficiência do mercado e devem dizer respeito à oferta de capital de risco e à importância do sector dos fundos de capital de risco.

(131) Tal como indicado no ponto 1.3.2 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão considera que, no domínio do capital de risco, a principal fonte da deficiência do mercado reside numa informação assimétrica. Em relação ao acesso ao capital por parte das pequenas empresas e das empresas na fase inicial de desenvolvimento, as principais dificuldades a nível do financiamento de capitais próprios residem nos elevados custos de transacção e de representação, bem como na aversão dos investidores pelos riscos relacionados com os investimentos em capital de risco. Em geral, a deficiência do mercado surge quando, devido a uma correspondência ineficiente entre a oferta e a procura de capital de risco, o volume de capital de risco se torna demasiado limitado e as empresas não obtêm financiamentos apesar de terem um modelo comercial válido e boas perspectivas de crescimento.

(132) O objectivo da presente medida de auxílio consiste em sanar uma deficiência do mercado a nível do financiamento em capitais próprios das PME na região das West Midlands, de montantes compreendidos entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas.

(133) A fim de demonstrar que o nível de capital de risco neste intervalo de montantes é limitado, apesar da procura de financiamento em capitais próprios por parte de empresas viáveis, o ponto 5.2.1 das Orientações relativas ao capital de risco enumera um conjunto indicativo de elementos. Na apreciação que se segue da deficiência do mercado, a Comissão tomará nomeadamente em consideração a rendibilidade dos investimentos privados em capitais próprios, a evolução destes investimentos no Reino Unido nos últimos anos e a distribuição dos investimentos por categorias de montantes dentro do intervalo em que, alegadamente, se verifica uma deficiência do mercado. A Comissão analisará igualmente dados referentes à região das West Midlands, em especial, a repartição regional dos

([16]) Orientações relativas ao capital de risco, terceiro parágrafo do ponto 7.2.

([17]) Comunicação da Comissão COM (2005) 107 final, de 7 de Junho de 2005.

([18]) Decisão da Comissão de 26 de Julho de 2000 relativa ao auxílio estatal n.º N 265/2000 — Reino Unido — Mapa dos auxílios regionais para 2000 - 2006 (JO C 272 de 23.9.2000, p. 43).

investimentos privados em capitais próprios, a procura de financiamentos em capitais próprios e o nível a que esta procura é satisfeita em mercados de capitais estabelecidos. Para o efeito, a Comissão analisará os estudos apresentados pelas Autoridades britânicas.

(134) Salienta-se ainda que a medida de auxílio apoiará igualmente as mudanças estruturais em curso na região ao criar, a nível regional, um mercado em linha de capitais próprios para as PME.

6.3.1.1. ***Provas da deficiência do mercado que a medida se propõe corrigir***

(135) A Investbx tem por objectivo o financiamento em capitais próprios, na região das West Midlands, no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas. De acordo com o Reino Unido e com as observações de um elevado número de terceiros, é neste intervalo que os operadores do mercado consideram que a deficiência do mercado é mais grave. Entendem que os montantes incluídos neste intervalo são demasiado elevados para a maioria dos investidores informais, como investidores providenciais cujos recursos financeiros são limitados ([19]), e demasiado reduzidos para a maioria dos investidores formais de capital de risco, que consideram os custos da avaliação dos investimentos potenciais proibitivos face aos pequenos montantes de financiamento de capitais próprios que as empresas procuram obter ([20]). Em conformidade com as projecções financeiras da Investbx apresentadas pelas Autoridades britânicas, espera-se que o montante médio de financiamento atinja 1,66 milhões de libras esterlinas até ao quinto ano de funcionamento.

(136) Na sua decisão relativa ao regime de auxílio «*Enterprise Capital Funds*» ([21]), a Comissão concluiu pela existência, no Reino Unido, de uma deficiência do mercado no que se refere aos montantes compreendidos entre 250 000 libras esterlinas (357 000 euros) e 2 milhões de libras esterlinas (2,9 milhões de euros), com base nos dados fornecidos no «*Performance Measurement Survey 2003*» ([22]) e no «*Report on Investment Activity 2003*» ([23]), nas informações comunicadas pelo Reino Unido e nas observações apresentadas por terceiros, que confirmaram a existência da deficiência do mercado.

(137) Segundo as Autoridades britânicas, existe uma deficiência do mercado no Reino Unido e particularmente nas West Midlands, e esta conclusão é apoiada pelos seguintes elementos, identificados num relatório elaborado pela ECOTEC ([24]):

— as empresas de financiamento de capitais próprios do sector privado não podem alcançar o nível de rendibilidade de que necessitam em investimentos inferiores a 2 milhões de libras esterlinas;

— a deficiência do mercado no intervalo compreendido entre 250 000 libras esterlinas e 2 milhões de libras esterlinas é real e foi criada em 1999/2000, altura em que os investidores de capital de risco se deslocaram para maiores transacções;

— na região, é muito reduzido o número de investimentos privados em capitais próprios no intervalo compreendido entre 250 000 e 2 milhões de libras esterlinas;

— há uma procura significativa de financiamento por parte das PME no que se refere aos montantes correspondentes à deficiência do mercado.

6.3.1.1.1. *Remuneração dos investimentos privados em capitais próprios e em capitais de risco no Reino Unido*

(138) A remuneração dos investimentos em capitais próprios e em capitais de risco nas diferentes categorias de investimento constitui um indicador para a análise da deficiência do mercado, uma vez que um baixo rendimento dos investimentos incluídos no intervalo correspondente à deficiência do mercado incentiva os investidores a optarem por investimentos de montante superior, mais rentáveis. De acordo com os últimos dados da «British Venture Capital Association» (seguidamente designada por «BVCA») ([25]), a remuneração dos investimentos privados em capitais próprios e em capitais de risco no Reino Unido registou, em 2004, uma evolução semelhante à verificada em 2003: as operações de aquisição de empresas pelos quadros («management buy-outs», seguidamente designadas por «MBO») de dimensão média (ou seja, com um investimento em capitais próprios compreendido entre 10 e 100 milhões de libras esterlinas) e as MBO de grande dimensão (ou seja, com um investimento em capitais próprios superior a 100 milhões de libras esterlinas) proporcionaram um rendimento muito mais elevado a curto e a médio prazo do que os investimentos realizados na fase inicial e na fase de desenvolvimento (por exemplo, em 2004, o rendimento a três anos era de - 13,2 % para os investimentos em fase inicial e de - 5,3 % para os investimentos em fase de desenvolvimento, atingindo 13,7 % no caso de MBO de dimensão média e 16,1 % no caso de MBO de grande dimensão). Consequentemente, no que se refere aos investimentos privados em capitais próprios, as MBO que representam um investimento em capitais próprios superior a 10 milhões de libras esterlinas são mais atraentes do que os investimentos na fase inicial ou de desenvolvimento.

([19]) Os investidores providenciais investem em geral entre 10 000 e 250 000 libras esterlinas em empresas em fase de arranque ou em fase inicial com potencial de crescimento. CBI: «*Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution*» (Julho de 2006).

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

([21]) Processo de auxílio estatal n.º C 17/2004, JO L 91 de 29.3.2006, p. 16.

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

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

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

(139) Embora no relatório da BVCA de 2005, relativo ao rendimento dos investimentos privados em capitais próprios e em capitais de risco no Reino Unido, tivesse sido utilizada uma metodologia diferente ([26]), os rendimentos a médio prazo dos investimentos na fase inicial e de desenvolvimento continuaram a ser negativos. A remuneração a médio prazo dos investimentos em fase de desenvolvimento e das MBO de pequena dimensão tem sido muito inferior à remuneração a médio prazo das MBO de média e grande dimensão.

6.3.1.1.2. *Investimento privado em capitais próprios no Reino Unido*

(140) De acordo com o estudo da BVCA relativo aos investimentos privados em capitais próprios no Reino Unido ([27]), registou-se, em 2005, um aumento do valor médio dos investimentos no Reino Unido, que atingiu 5,2 milhões de libras esterlinas (comparativamente com 4,1 milhões de libras esterlinas em 2004, 3,2 milhões de libras esterlinas em 2003, 3,7 milhões de libras esterlinas em 2002 e 3,6 milhões de libras esterlinas em 2001).

(141) Conclui-se do estudo da BVCA acima referido que o montante de capitais próprios recebido pelas empresas britânicas aumentou substancialmente nos últimos anos (6 813 milhões de libras esterlinas em 2005, 5 336 milhões de libras esterlinas em 2004 e 4 074 milhões de libras esterlinas em 2003). Contudo, o total investido no intervalo compreendido entre 0,5 milhões e 2 milhões de libras esterlinas não acompanhou esse aumento tendo, pelo contrário, registado uma diminuição em 2005 (313 milhões de libras esterlinas em 2005, 330 milhões de libras esterlinas em 2004 e 286 milhões de libras esterlinas em 2003). Em 2005, 2 % do montante total de capitais próprios provenientes do sector privado recebidos pelas empresas britânicas correspondiam a investimentos inferiores a 0,5 milhões de libras esterlinas, 5 % a investimentos compreendidos entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas e os 94 % restantes a investimentos superiores a 2 milhões de libras esterlinas. Em 2005, a proporção dos montantes investidos no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, comparada com os investimentos totais, foi inferior à registada nos anos precedentes (5 % em 2005, 6 % em 2004, 7 % em 2003 e 10 % em 2002 e 2001).

(142) De acordo com o estudo da BVCA, relativamente ao número total de empresas que beneficiaram de um investimento, a percentagem de empresas beneficiárias de um investimento situado no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas revela igualmente, no Reino Unido, uma tendência no sentido da descida (23 % em 2005, 25 % em 2004, 25 % em 2003, 30 % em 2002 e 31 % em 2001). Em termos absolutos, em 2005, o número de empresas que beneficiaram de investimentos situados no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas tinha atingido o nível mais baixo dos últimos cinco anos (302 em 2005, 321 em 2004, 317 em 2003, 361 em 2002 e 399 em 2001).

(143) As Autoridades britânicas citam diversos documentos e estudos que indicam a existência da deficiência do mercado no Reino Unido:

— o documento de consulta do HM Treasury «*Bridging the Finance Gap*» ([28]) confirmou o défice existente no intervalo compreendido entre 0,25 e 2 milhões de libras esterlinas. Este documento baseia-se em inquéritos, dados da BVCA e estudos universitários ([29]). 97 % dos inquiridos no âmbito da consulta «*Bridging the finance gap*» afirmaram que as PME continuam a enfrentar uma deficiência do mercado significativa e um elevado número das pessoas interrogadas acrescentou que a gravidade do défice varia em função da dimensão, sector e fase de desenvolvimento da empresa. O relatório afirma: «*The consultation responses to Bridging the finance gap made it clear that there remains a key group of small and medium-sized enterprises (SMEs) which are not suited to debt finance, and which are currently not able to access the equity capital that they need to thrive. Businesses seeking modest sums of investment to modernise or diversify their activities are also affected.*» [As respostas ao inquérito «Bridging the finance gap» demonstram claramente que continua a existir um grupo importante de pequenas e médias empresas (PME) que não apresentam características adequadas a um financiamento através da contracção de empréstimos e que não podem actualmente ter acesso aos capitais próprios de que necessitam para o seu desenvolvimento. As empresas que procuram obter pequenos montantes de investimento para modernizar ou diversificar as suas actividades são igualmente afectadas.]. O relatório alega que algumas PME «não apresentam características adequadas a um financiamento através da contracção de empréstimos» e que, quando uma empresa não gera ainda receitas suficientes para reembolsar os juros do endividamento e/ou desenvolve novas tecnologias ou produtos com um potencial de crescimento substancial mas também com um risco significativo, a obtenção de capital de risco poderá revelar-se a forma de financiamento mais adequada. Como salienta o relatório, os investidores em capitais próprios podem ver-se confrontados com custos significativos para identificar oportunidades de investimento interessantes, em especial no que se refere aos custos de investigação, auditoria jurídica e controlo dos investimentos em empresas de menores dimensões ou mais recentes.

([26]) No relatório de 2005, as estatísticas foram divididas em função dos financiamentos concluídos pela primeira vez antes e depois de 1996. Os financiamentos concluídos pela primeira vez após 1996 foram reclassificados de acordo com a categorias do risco (fase de lançamento, fase de arranque e fase inicial de desenvolvimento), MBO de pequena dimensão (MBO/MBI inferiores a 10 milhões de libras esterlinas e investimentos em fase de expansão), MBO de dimensão média (MBO/MBI entre 10 e 100 milhões de libras esterlinas) e MBO de grande dimensão (MBO/MBI superiores a 100 milhões de libras esterlinas).

([27]) PricewaterhouseCoopers: «*BVCA Report on Investment Activity 2004*» (2005) e «*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*» (Dezembro de 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*» (Novembro de 2003) e ECOTEC: «*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand, a final report to Advantage West Midlands*» (2004).

Comparativamente, as informações sobre as pequenas empresas não cotadas que procuram obter investimentos são muito mais reduzidas do que as informações sobre as grandes empresas cotadas nas bolsas públicas. O relatório afirma ainda que, devido a uma assimetria de informação, os investidores potenciais podem avaliar de forma incorrecta o perfil de risco-lucro das empresas e podem manifestar relutância em investir em capital de risco. O relatório conclui que os elevados custos de transacção e as despesas, proporcionalmente superiores, da obtenção de informações sobre empresas de menor dimensão fazem com que os investidores se orientem para os investimentos de montantes mais elevados. Devido aos condicionalismos estruturais que afectam o fornecimento de financiamento e de saber-fazer em matéria de capital de risco às empresas de menor dimensão e maior risco, os investidores de capital de risco tenderão a orientar-se para transacções de maior dimensão a favor de empresas numa fase de desenvolvimento mais avançada.

— A investigação realizada pela ECOTEC ([30]) veio confirmar a existência de um défice do mercado no intervalo compreendido entre 0,5 e 5 milhões de libras esterlinas, verificando-se os défices mais graves a nível das empresas que procuram obter até 2 milhões de libras esterlinas de capital de expansão.

— Relatórios recentemente elaborados pela Confederation of British Industry («CBI») concluíram que continua a registar-se um défice claro em matéria de acesso ao financiamento. *«There are still market failures and anomalies in the system that need to be addressed. […]. Over the past few years, evidence indicates that there is a growing market failure in the GBP 500 000 to GBP 3 million range. Recent data by the BVCA provides no indication that the gap is diminishing, with the average amount of equity investment continuing to increase.»* [Existem ainda deficiências do mercado e anomalias no sistema que precisam de ser resolvidas. (…) Diversos elementos indicam que, durante os últimos anos, existe uma deficiência crescente do mercado no intervalo compreendido entre 500 000 e 3 milhões de libras esterlinas. Os dados mais recentes fornecidos pela BVCA não fazem de forma alguma supor que esta deficiência esteja a diminuir, uma vez que continua a aumentar o montante médio de investimento em capitais próprios.] ([31]).

Alguns estudos argumentam que a deficiência do mercado atingiria mesmo os montantes inferiores a 0,5 milhões de libras esterlinas e superiores a 2 milhões de libras esterlinas. Contudo, nenhum estudo contesta a existência da deficiência do mercado no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, que constitui o segmento de financiamento objecto da Investbx. Afigura-se que é exactamente este o segmento que regista o défice mais grave.

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

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

(144) As Autoridades britânicas citaram igualmente diversos estudos e inquéritos em relação a diferentes aspectos das desvantagens que as pequenas empresas registam quando pretendem ser admitidas à cotação numa bolsa de valores:

— Num artigo publicado na sequência de investigação, Brian Zivicky ([32]) faz referência ao facto de, no Reino Unido, ser reduzido o número de pequenas empresas cotadas na bolsa que são objecto de estudos por parte dos analistas, uma vez que o volume de transacções é insuficiente para justificar o custo de tais estudos.

— Um relatório elaborado pela Jaffe Associates em nome da Quoted Company Alliance ([33]) indica que as pequenas empresas cotadas na bolsa rivalizam para obter uma reduzida e cada vez menor percentagem dos investimentos institucionais em capitais próprios no Reino Unido. A possibilidade de negociar grandes volumes constitui um factor determinante nas decisões de investimento, o que penaliza automaticamente as empresas de menor dimensão.

— Um inquérito realizado pela SWR Worldwide ([34]) concluiu que os emitentes de acções e os investidores estavam perfeitamente conscientes de que os actuais mecanismos de fornecimento de serviços financeiros às PME podiam ser melhorados, particularmente no que se refere ao maior contacto entre emitentes e investidores. O inquérito conclui igualmente que o factor mais importante na tomada de decisões de investimento é a qualidade e a quantidade de informações. A maioria dos gestores de fundos, investidores com elevado património e fornecedores de capitais de risco inquiridos afirmou que os serviços das actuais bolsas de valores são insuficientes tanto no que se refere ao acesso das PME aos mercados como ao fornecimento de liquidez para os valores mobiliários oferecidos pelas PME.

— Um documento elaborado por Tim Mocroft ([35]) afirma: *«…listing and regulatory requirements of traditional exchanges are expensive but given the size of companies involved and the sums of money being raised, costs can usually be accommodated. Both factors, however, impose a floor on the size of company that can effectively access the main markets that serve in the United Kingdom — namely the official list of the London Stock Exchange and the AIM […] Typically an IPO on either market will cost in the region of GBP 500 000; with such costs, it is uneconomic to raise relatively small sums of capital.»* […apesar de os custos inerentes ao respeito dos requisitos regulamentares e das obrigações em matéria de admissão à cotação por parte das bolsas tradicionais serem elevados, são na generalidade bem aceites dada a dimensão das empresas e os montantes mobilizados. Contudo, estes dois factores implicam a fixação de um limiar a nível da dimensão das

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

([33]) Jaffe Associates em nome da 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).

empresas que podem, eficazmente, ter acesso aos principais mercados do Reino Unido — nomeadamente a cotação oficial da bolsa de valores de Londres e o AIM (…) Normalmente, uma EPI num desses mercados terá um custo de aproximadamente 500 000 libras esterlinas; com tais custos, não é viável em termos económicos mobilizar volumes relativamente reduzidos de capital.].

— O relatório da Deloitte «*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*» ([36]), conclui, a partir de entrevistas realizadas com diversos interessados que as PME têm um conhecimento inadequado das opções de financiamento e não se encontram suficientemente sensibilizadas. As entrevistas revelaram que a fraca propensão para investir constituía o principal obstáculo a nível do acesso ao financiamento na região das West Midlands. A propensão para investir toma em consideração a atitude das empresas face ao financiamento, a qualidade da documentação apresentada pelas empresas e a viabilidade geral do projecto em termos de investimento. A situação existente tem consequências tanto a nível da procura como a nível da oferta: pode dissuadir as empresas de tentarem obter financiamento dadas as probabilidades de recusa e pode restringir a oferta, uma vez que os investidores potenciais se vêem confrontados com um nível de risco mais elevado se se considerar que o grau de propensão para investir é insuficiente.

6.3.1.2. ***A deficiência do mercado nas West Midlands***

(145) Enquanto as informações acima apresentadas se referem a uma análise a nível de todo o Reino Unido, a apreciação da Comissão tem por objectivo em determinar se existe uma deficiência do mercado na região-alvo da Investbx — as West Midlands. Neste contexto, para além dos elementos acima referidos, é necessário tomar em consideração outros aspectos da oferta e da procura de investimento a nível regional.

(146) Na sua maioria, as observações dos terceiros confirmaram a existência de uma deficiência do mercado na região das West Midlands. Além disso, na sua resposta às observações dos terceiros, as Autoridades britânicas apresentaram elementos de prova baseados em estimativas efectuadas por fornecedores de capitais de risco estabelecidos na região. Estes últimos confirmam a existência de uma deficiência do mercado no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, salientando que das 500 a 750 propostas que recebem anualmente, menos de 1 % obtém financiamento, apesar de a maioria das empresas rejeitadas apresentar planos comerciais viáveis, podendo obter financiamento se existisse um mecanismo como o proposto pela Investbx.

6.3.1.2.1. *Repartição dos investimentos a nível regional*

(147) Decorre dos dados publicados no relatório da BVCA sobre os investimentos em 2005, que o montante total dos investimentos privados em capitais próprios na região das West Midlands correspondia a 4 % do montante total do Reino Unido, enquanto as regiões do South-East e de Londres representavam, em conjunto, 44 % dos investimentos britânicos totais. No que respeita aos investimentos na fase inicial, a percentagem das West Midlands era de 1 % do montante total investido a nível de todo o Reino Unido, enquanto nas regiões do South-East e de Londres atingiu 49 %. No que se refere às empresas em fase de expansão, o investimento nas West Midlands representou 2 % e no South-East e em Londres 42 % do total dos investimentos de expansão no Reino Unido. Estes dados têm de ser apreciados no contexto da contribuição, em termos de PIB, das diferentes regiões para o total do Reino Unido: os últimos dados disponíveis do Eurostat datam de 2003 e revelam que, nesse ano, as West Midlands contribuíram com 8 %, enquanto o South-East e Londres, em conjunto, contribuíram com 34 % para o PIB do Reino Unido. Esta situação demonstra que, nas West Midlands, o fornecimento de capitais próprios em investimentos na fase inicial e na fase de expansão é muito inferior ao verificado nas regiões do South-East e de Londres, comparativamente com a actividade económica.

(148) De acordo com uma análise ([37]) da capitalização bolsista total das empresas cotadas na LSE e no AIM em todo o território, as Midlands figuram entre as regiões com mais baixos níveis de capitalização bolsista total. Em 2003, a capitalização bolsista regional expressa em percentagem do PIB, atingiu na área de Londres valores de 621 %, no South-East 139 % e em todo o Reino Unido 153 %, enquanto na região das Midlands não ultrapassou os 25 %. Relativamente aos seus resultados económicos, a região das Midlands tem um baixo nível de capitalização bolsista em comparação com as outras regiões britânicas.

6.3.1.2.2. *Procura de financiamento em capitais próprios por parte das PME das West Midlands*

(149) Os dados estatísticos não permitem verificar facilmente se existe uma procura de financiamento não satisfeita por parte de empresas com planos comerciais viáveis. A fim de superar este problema, os inquéritos constituem o melhor instrumento disponível para obter dados sobre a procura de financiamento em capitais próprios por parte de empresas com planos comerciais viáveis.

(150) As Autoridades britânicas realizaram, junto das PME das West Midlands, diversas consultas, seminários e inquéritos sobre a procura de capitais próprios. Um inquérito realizado em Abril de 2003 concluiu que dos 41 inquiridos da comunidade empresarial regional, 73 % consideravam que o acesso aos mercados de capitais constituía um problema significativo para as PME e 88 % afirmaram que os mercados de capitais estabelecidos não davam resposta às necessidades de financiamento das PME. Além disso, 68 % dos inquiridos consideravam que a Ofex constituía uma fonte de capitais pouco utilizada pelas PME e 73 % manifestaram interesse em participar no projecto Investbx.

(151) Em Novembro de 2003 realizou-se em Birmingham uma reunião sobre a Investbx a que compareceram 81 representantes da comunidade empresarial. Realizou-se uma nova reunião em Londres, no «Centre for Study of

([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).

Financial Innovation» (CSFI), para a qual foram convidados 27 representantes da comunidade empresarial. Segundo o CSFI, os participantes manifestaram um apoio quase unânime ao projecto. Em Maio de 2004, foram contactadas 21 empresas de consultores profissionais, a fim de obter o seu contributo aprofundado no âmbito do desenvolvimento da proposta Investbx e de estimar quantos dos seus clientes teriam o perfil adequado para aderir à Investbx. 13 empresas indicaram que o número anual de clientes que poderiam aderir à Investbx se situaria entre 1 e 6. Dado que apenas uma pequena proporção de empresas participou nos seminários, as Autoridades britânicas consideram que as projecções financeiras da Investbx, ou seja, a concessão de financiamento em capitais próprios a 10 PME por ano, constitui uma estimativa cautelosa da procura. Uma vez que os consultores profissionais não são pagos se as empresas não conseguirem obter o capital, têm todo o interesse em apenas propor empresas com planos comerciais viáveis, para que apenas adiram à Investbx as empresas que consideram atraentes para os investidores.

(152) No que diz respeito à mobilização de capitais próprios para as PME nas West Midlands, no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas — principal objectivo da Investbx —, as Autoridades britânicas consideram que os mercados existentes que propõem às PME financiamentos em capitais próprios não satisfazem suficientemente a procura, não colmatando assim a deficiência do mercado. Embora tenham servido de intermediários em transacções de investimento em capitais próprios de algumas PME das West Midlands, estes mercados bolsistas não proporcionam uma cobertura suficiente da região e nenhum deles possui um polo regional centrado nas PME. As Autoridades britânicas consideram que todos os elementos de prova disponíveis apontam para a conclusão de que a deficiência do mercado não será superada pelo sector privado. Em duas reuniões distintas, organizadas pela AWM, os responsáveis da Ofex foram convidados a apresentar os seus planos para abordar a deficiência do mercado nas West Midlands mas, de acordo com as Autoridades britânicas, a Ofex revelou-se incapaz ou não interessada em fazê-lo.

(153) Actualmente, estão cotadas na Ofex 7 empresas das West Midlands, mas apenas 5 de entre elas são objecto de negociação ([38]). O Reino Unido não considera que a Ofex tenha resolvido a deficiência do mercado, nem que a Ofex possa, actualmente, dar resposta à procura estimada na região de pelo menos 10 empresas por ano. Em 2004, apenas uma PME das West Midlands foi admitida pela primeira à cotação na Ofex, o mesmo acontecendo em 2005, enquanto se prevê que a Investbx admita à cotação entre 5 e 12 novas empresas das West Midlands por ano.

Conclusão sobre a deficiência do mercado

(154) A Comissão considera que, em conformidade com o ponto 5.2.1 das Orientações relativas ao capital de risco, foram fornecidos elementos de prova suficientes, baseados em diversos estudos, que permitem concluir que existe uma deficiência do mercado na região das West Midlands no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas.

6.3.2. *O instrumento de auxílio é adequado para alcançar o objectivo de interesse comum?*

(155) Em conformidade com o ponto 5.2.2 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão deve apreciar se a medida de auxílio é susceptível de superar a deficiência do mercado identificada. Além disso, a Comissão deve tomar em consideração eventuais avaliações de impacto e analisar a possibilidade de alcançar os mesmos objectivos através de outras medidas.

6.3.2.1. ***Superar a deficiência do mercado***

(156) Considerado a nível da Investbx, o auxílio proposto destina-se a superar a deficiência do mercado descrita anteriormente, através da criação de uma plataforma de negociação electrónica em linha, a nível regional, que permitirá às PME apresentar as suas actividades, obter capitais e negociar as suas acções. Simultaneamente, permitirá aos investidores visualizar directamente informações pormenorizadas e certificadas de forma independente sobre as PME. Assim, a Investbx aumentará a eficácia das informações, permitirá que os investidores tenham uma melhor percepção da relação risco-remuneração das PME e, ao disponibilizar publicamente os documentos relativos às investigações efectuadas sobre todas as PME, permitirá uma diminuição dos custos de transacção relativos à obtenção de informações sobre as PME, normalmente suportados pelos investidores.

(157) A Investbx pretende obter capitais próprios especificamente para as PME na região das West Midlands. O plano de actividades da Investbx prevê a obtenção de financiamento primário para um mínimo de 47 PME nas West Midlands durante um período de cinco anos, num montante mínimo de 70 milhões de libras esterlinas. As Autoridades britânicas procederam a uma comparação com a Ofex, que alega estar igualmente presente nas West Midlands e registar um volume de transacções semelhante, tendo formulado as seguintes conclusões nas suas observações relativas à decisão de dar início ao procedimento:

— No período de cinco anos desde 2000, e no que se refere ao intervalo de variação compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, a Ofex obteve financiamentos primários de apenas 43 milhões de libras esterlinas, para 39 empresas estabelecidas em todo o Reino Unido.

— Se forem retirados os financiamentos secundários do total dos fundos obtidos, as empresas inscritas na Ofex apenas obtiveram montantes reduzidos através de emissões primárias (por exemplo, 0,8 milhões de libras esterlinas em todo o Reino Unido em 2004).

— Quando se consideram apenas as empresas estabelecidas nas West Midlands, conclui-se que a Ofex obteve, no período de cinco anos entre 2001 e 2005, financiamentos num total de 12 milhões de libras esterlinas (primários e secundários).

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

— Desde 2000, a Ofex apenas obteve financiamentos primários num montante de 3,5 milhões de libras esterlinas para 5 empresas estabelecidas nas West Midlands.

(158) A Investbx oferece um polo regional, dotado de uma rede local de prestadores de serviços e investidores, o que é particularmente importante para o investimento em capitais próprios nas PME em fase de expansão. Com efeito, este tipo de investimento exige frequentemente um acompanhamento rigoroso e uma relação directa entre o investidor e a PME beneficiária do investimento. De acordo com diversos estudos teóricos e empíricos, a proximidade entre o investidor e a empresa financiada constitui um critério relevante na decisão de investimento ([39]). Poderá mesmo argumentar-se que um investidor local possa ser incentivado a investir numa empresa local, não só porque existe uma vantagem plausível em termos de informações, mas também porque poderá proporcionar à empresa beneficiária do investimento uma vantagem específica ligando-a à sua rede local, bem como tirar partido das externalidades noutras empresas. Não se pode também excluir um certo nível de patriotismo regional. A finalidade regional da Investx está patente no facto de se destinar exclusivamente às PME das West Midlands, possuir uma equipa de 6 a 8 pessoas na região, e também um conselho não executivo composto por profissionais das West Midlands com experiência de trabalho com PME.

(159) A Investbx oferecerá às PME serviços integrados, incluindo a obtenção de capitais, a comercialização e a realização de investigações independentes, bem como a ligação a uma rede local de profissionais que ajudarão as PME a participarem, com êxito, nesta plataforma de negociação de capitais próprios. Para serem admitidas na Investbx, e contrariamente ao que acontece nos mercados estabelecidos, as PME devem apresentar um relatório de investigação independente e normalizado, o que facilitará, para os investidores, a recolha de informações sobre as PME relevantes. Este pacote de serviços, juntamente com o relatório independente a que os investidores podem ter acesso a qualquer momento, melhorarão as possibilidades de as PME obterem eficazmente capitais através da Investbx.

(160) Além disso, a Investbx introduz um conceito inovador de negociação secundária, que difere, em vários aspectos, dos mercados de capitais estabelecidos. Enquanto a LSE, o AIM e a Ofex utilizam os mecanismos clássicos de criação de mercado através de um sistema baseado na apresentação de cotações, com preços de compra e venda, a Investbx não prevê criadores de mercado que gerariam receitas baseadas no diferencial entre os preços de compra e venda, quer através da venda de grandes lotes de acções, quer através da fixação de um diferencial elevado. A correspondência entre investidores e PME será realizada através do mercado de leilão electrónico em linha a um preço único, o que permite a eliminação dos custos de transacção que seriam, de outra forma, gerados pelas margens entre os preços de compra e venda. Além disso, em relação às bolsas reconhecidas (*Recognised Investment Exchanges* — RIE), como o AIM e a LSE, a Investbx, sendo um representante designado por um sistema de negociação alternativo (The Share Centre), está sujeita a uma regulamentação menos estrita por parte da FSA. Este estatuto implica obrigações regulamentares menos rigorosas e proporciona às PME um acesso mais fácil e, proporcionalmente aos montantes mobilizados de até 2 milhões de libras esterlinas, menos oneroso, a uma plataforma de negociação.

(161) Os custos globais inerentes à mobilização de pequenos montantes de capitais próprios serão inferiores aos registados em mercados estabelecidos com maior maturidade. O Reino Unido ilustra este facto através do seguinte exemplo: para obter 2,5 milhões de libras esterlinas, os custos totais dos capitais próprios recebidos representam cerca de 10 % na Investbx, atingindo 24 % no AIM. As Autoridades britânicas referem ainda que o tipo de serviços prestados pela Investbx é diferente dos normalmente propostos; por exemplo, nenhum dos mercados estabelecidos realiza investigações independentes subsequentemente colocadas à disposição dos investidores privados. Embora seja importante manter os custos a um nível acessível, os custos não serão, provavelmente, o único factor ou mesmo o factor determinante, subjacente à decisão das PME de aderirem à Investbx. Para muitas PME das West Midlands, a alternativa que se coloca é a Investbx ou nada. O facto de os investidores disporem dos resultados das investigações realizadas sobre as PME constitui uma vantagem qualitativa da Investbx que deverá aumentar as possibilidades de as PME obterem financiamento. Não obstante, a Investbx apresentará, em diversos aspectos, uma melhor relação custo-eficácia do que a Ofex. Tal resulta, principalmente, dos custos menos elevados de investigação e comercialização, da utilização de formulários-tipo, da adaptação dos serviços às necessidades das PME na fase de financiamento primário e da eliminação do diferencial entre o preço de compra e venda na fase de financiamento secundário.

(162) A Investbx disponibilizará os documentos de admissão e dados pormenorizados sobre as investigações independentes de todas as PME, a todos os investidores potenciais ou consultores financeiros, colocando estas informações no seu sítio Web. Normalmente, estes dados são apenas elaborados para maiores lotes de acções e reservados aos investidores institucionais. Este acesso não discriminatório de todos os investidores a informações pormenorizadas e, em especial, às investigações independentes constitui, na opinião das Autoridades britânicas, um dos factores fundamentais para assegurar o êxito da medida.

(163) Ao melhorar a eficiência da prestação de informações e das transacções, a Investbx aborda uma causa da deficiência do mercado e não as suas consequências.

([39]) Este factor foi analisado por Harald Hau, que demonstra como os operadores que investem em empresas próximas em termos geográficos obtêm normalmente margens de lucro mais elevadas do que outros operadores localizados a uma maior distância, e por Degryse e Ongena, que analisaram contratos de empréstimos bancários e concluiram que os bancos oferecem condições de empréstimo mais vantajosas aos clientes que se encontram mais próximos. 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) A Investbx visa além disso actuar como «ponte» entre as principais fontes de financiamento e os mercados estabelecidos com maior maturidade, desempenhando assim um papel de «escada rolante». Esta função seria benéfica não só para as empresas que procuram obter investimentos, mas também para os investidores presentes em mercados adjacentes, ao proporcionar saídas para os seus investimentos. Os elementos de prova disponíveis não permitem concluir que a Ofex desempenhe esta função de «escada rolante» para mercados com maior maturidade na região das West Midlands. Embora o sítio Web da Ofex refira que, entre 2001 e 2004, 54 empresas passaram da Ofex para o AIM, entre 2003 e 2005 apenas uma empresa da região das West Midlands deixou a Ofex para aderir ao AIM.

(165) A sua capacidade para reforçar a transparência das informações destinadas aos investidores e reduzir determinados custos inerentes à obtenção de capitais e à negociação de acções, comparativamente com mercados com maior maturidade, demonstra que a Investbx constitui um instrumento adequado para superar a deficiência do mercado.

(166) Considerando o auxílio a nível das PME, a medida permitir-lhes-á obter mais facilmente capitais próprios, o que — devido à deficiência do mercado — tem sido difícil de concretizar mesmo quando apresentam planos comerciais viáveis.

6.3.2.2. ***Avaliação de impacto e utilização de meios alternativos***

(167) De acordo com o plano financeiro da Investbx, a entidade deveria, nos primeiros cinco anos da sua existência, obter pelo menos 70 milhões de libras esterlinas para pelo menos 47 empresas. As PME que obtiverem capitais próprios serão admitidas à negociação na plataforma da Investbx.

(168) As Autoridades britânicas afirmam que quando chegaram à conclusão, a partir dos inquéritos realizados, de que existia uma procura não satisfeita, tentaram, antes de instituir a medida, colmatar a deficiência do mercado através da estrutura de mercado existente. Os representantes da Ofex foram convidados a reunir-se com a AWM em 12 de Julho de 2005, tendo-lhes sido solicitado que demonstrassem que poderiam colmatar a deficiência do mercado existente nas West Midlands. Caso tal fosse possível, a AWM não interviria. A Ofex decidiu não apresentar as informações solicitadas e a AWM concluiu, por conseguinte, que a Ofex não tinha planos específicos para abordar a deficiência do mercado e/ou não dispunha de recursos suficientes para o fazer. Na ausência de interesse privado para colmatar a deficiência do mercado, afigurou-se necessária uma intervenção estatal.

(169) A Comissão considera que, em conformidade com ponto 5.2.2 das Orientações relativas ao capital de risco, a medida é susceptível de colmatar a deficiência do mercado identificada. Além disso, a Comissão toma em consideração o facto de terem sido analisados outros meios que não proporcionaram os resultados desejados e salienta que a medida deverá ter um impacto positivo para colmatar a deficiência do mercado.

6.3.3. *Efeito de incentivo e necessidade do auxílio*

(170) Em conformidade com o ponto 5.2.3 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão deve avaliar o efeito de incentivo e a necessidade do auxílio. Considera-se que uma medida tem um efeito de incentivo se provoca uma mudança de comportamento a favor de um aumento global de capital de risco. Nas Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão afirma que tomará igualmente em consideração o facto de a decisão de investimento ter fins lucrativos, em especial a sua gestão comercial (ponto 5.2.3.1 das Orientações relativas ao capital de risco), a existência de um comité de investimento (ponto 5.2.3.2), a dimensão da medida (ponto 5.2.3.3) e a participação de investidores providenciais na fase de constituição (ponto 5.2.3.4).

(171) O presente caso refere-se a um instrumento de investimento que facilita a correspondência entre investidores privados e PME-alvo. A decisão de investimento é inteiramente tomada por investidores privados e as PME receberão apenas capitais privados. Às decisões de investimento relacionadas com a mobilização de capitais para as PME presidirão fins exclusivamente lucrativos.

(172) Sendo um mercado de capitais próprios, a Investbx funciona de forma diferente dos fundos de capital de risco. Enquanto no caso dos fundos de capital de risco, a gestão desempenha um papel importante nas decisões de investimento, a Investbx não fornece, ela própria, qualquer financiamento às PME nem toma decisões de investimento. Por conseguinte, estes critérios são menos pertinentes.

(173) No que se refere à gestão comercial (ponto 5.2.3.1 das Orientações relativas ao capital de risco) deve salientar-se que, visto que a equipa de direcção da Investbx não tomará decisões de investimento no que respeita à obtenção de financiamento para as PME, este aspecto não é relevante no caso em apreço. Por outro lado, o Reino Unido assegurou que a Investbx será gerida por profissionais com experiência comprovada e competências confirmadas em matéria de investimentos no mercado de capital, o que deve ser considerado como um factor positivo.

(174) No que se refere à existência de um comité de investimento (ponto 5.2.3.2 das Orientações relativas ao capital de risco), decorre da própria natureza da Investbx que não nenhum comité deste tipo participará na tomada de decisões de investimentos em PME. Simultaneamente, a Comissão tem uma opinião favorável relativamente ao facto de o projecto Investbx ter sido desenvolvido com a participação de peritos da comunidade profissional das West Midlands.

(175) No que se refere à dimensão da medida (ponto 5.2.3.3 das Orientações relativas ao capital de risco), a Comissão salienta que a Investbx não fornecerá financiamento às PME a partir do seu próprio orçamento, recorrendo ao mercado para a obtenção de financiamento. De acordo com o plano financeiro, prevê-se que o montante de auxílio seja suficiente para permitir que a Investbx alcance, no prazo de cinco anos, a dimensão crítica necessária para beneficiar de economias de escala e ser rentável. Este factor é considerado positivo.

(176) No que se refere à participação de investidores providenciais na fase de constituição (ponto 5.2.3.4 das Orientações relativas ao capital de risco), salienta-se que, por um lado, a presente medida não envolve investimentos em fase de constituição, não se aplicando por conseguinte este critério. Por outro lado, os investidores providenciais podem, como quaisquer outros investidores, utilizar a Investbx para investir em PME.

(177) No que se refere à necessidade da medida, a Comissão salienta, em primeiro lugar, que nenhum operador privado do mercado manifestou interesse em lançar a iniciativa Investbx sem a concessão de auxílios estatais. Esta situação explica-se provavelmente pelos riscos substanciais que implica a criação de um mercado em linha regional para as PME, tanto no período inicial, como na fase seguinte, até que sejam alcançadas economias de escala. Consequentemente, a fim de superar a deficiência do mercado através da criação da Investbx e através da concessão de apoio até que a empresa atinja o limiar de rendibilidade, ou seja, durante os primeiros cinco anos de funcionamento, considera-se que os auxílios estatais são necessários.

(178) A Comissão analisa seguidamente o efeito de incentivo de forma mais aprofundada.

(179) De acordo com as estimativas baseadas em inquéritos realizados pelas Autoridades britânicas, todos os anos, pelo menos 10 PME das West Midlands com planos comerciais viáveis procuram em vão obter financiamento em capitais próprios. A Investbx prevê obter capitais próprios para pelo menos 47 destas PME nos primeiros cinco anos da sua actividade. Além disso, o fornecimento de capitais próprios no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas é susceptível de produzir efeitos positivos nos mercados financeiros adjacentes. Os investidores providenciais e outros investidores informais, que fornecem geralmente financiamentos inferiores a 0,5 milhões de libras esterlinas, poderão utilizar a Investbx como uma nova opção de saída para os seus investimentos; desta forma, os mercados estabelecidos com maior maturidade e os investidores envolvidos em maiores transacções, como o AIM e os fundos de capital, poderão beneficiar do crescimento das empresas que contaram com o apoio da Investbx, uma vez que estas passarão a necessitar de financiamentos superiores a 2 milhões de libras esterlinas, devendo ser admitidas à cotação numa bolsa de valores. A medida diz respeito a um projecto-piloto que, se bem sucedido, pode levar à realização de projectos semelhantes noutras regiões.

(180) O efeito de incentivo do auxílio à Investbx é manifesto visto que, tal como alegado pelo Reino Unido e pela Ofex, a iniciativa não poderia existir sem auxílios estatais. Além disso, o facto de ter sido fixada uma data precisa para o termo do auxílio constitui um incentivo para que a Investbx se torne rentável e viável em termos comerciais. A medida pretende modificar o comportamento dos investidores e das PME, melhorando o intercâmbio de informações sobre as situações de eventual correspondência.

(181) A medida Investbx não implica qualquer concessão de auxílio a nível dos investidores e, por conseguinte, não provoca distorções a nível do seu mecanismo de incentivo para escolher os investimentos mais rentáveis. Contrariamente a outras medidas de auxílios estatais, ou seja, auxílios directos ao investimento em PME, não se verifica qualquer distorção a nível dos incentivos existentes para os investidores.

(182) Segundo as estimativas das Autoridades britânicas, prevê-se que nos primeiros cinco anos pelo menos 47 empresas recebam financiamento em capitais próprios nas condições oferecidas pela Investbx. Na ausência do projecto, a maioria destas empresas seria desencorajada, devido às condições actualmente existentes no mercado, em particular a falta de informações, a complexidade dos procedimentos e os preços praticados. Graças ao estabelecimento de um novo instrumento para obtenção de financiamento em capitais próprios, à oferta de um pacote de todos os serviços afins e à possibilidade proporcionada às empresas de subsequentemente negociarem as suas acções, prevê-se que as PME obtenham mais financiamentos em capitais próprios para a expansão das suas actividades. É este o efeito de incentivo da medida.

(183) A Comissão considera assim que, em conformidade com o ponto 5.2.3 das Orientações relativas ao capital de risco, a medida é necessária e proporciona um efeito de incentivo.

6.3.4. *Proporcionalidade do auxílio*

(184) Em conformidade com ponto 5.2.4 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão deve avaliar a proporcionalidade do auxílio. A Comissão deve verificar se o auxílio não ultrapassa o necessário para promover o fornecimento de capitais de risco e, em especial, se os investidores não recebem uma remuneração excessiva e se o risco de prejuízo não é inteiramente suportado pelo sector público, enquanto os benefícios são reservados aos outros investidores. Além disso, a Comissão pode considerar que um concurso público ou um convite para a manifestação de interesse dirigido aos investidores influencia positivamente a apreciação.

(185) Será dirigido aos investidores um convite público para utilizarem a Investbx, e as informações sobre a empresa estarão disponíveis publicamente, junto de todos os investidores, no sítio Web da Investbx. A medida não será fechada, estando pelo contrário aberta a quaisquer investidores.

(186) Comparativamente aos regimes de capital de risco que são geralmente utilizados pelos Estados-Membros para reduzir deficiências do mercado, o montante de financiamento público utilizado é muito reduzido. Os regimes regionais de auxílios a favor do fornecimento de capital de risco que abrangem regiões de dimensões semelhantes às West Midlands implicam normalmente montantes de auxílio muito mais elevados do que os previstos para esta medida ([40]). Além disso, a Investbx não fornece, ela própria, capitais às PME. A medida limita-se a introduzir um novo tipo de mercado para o investimento em PME, que facilita as transacções entre partes do sector privado, em condições de mercado. Desta forma, a Investbx afigura-se um instrumento particularmente eficaz para superar a deficiência do mercado.

([40]) Cf., por exemplo, o auxílio estatal n.º C 17/2004 — Reino Unido («*Enterprise Capital Funds*»), JO L 91 de 29.3.2006, p. 16, e o auxílio estatal n.º C 72/2003 — Reino Unido («*Invest Northern Ireland Venture 2003*»), JO L 236 de 13.9.2005, p. 14.

(187) O montante do auxílio foi calculado de forma a permitir que a Investbx realize economias de escala e atinja uma dimensão suficiente para poder alcançar o limiar de rendibilidade após um período de cinco anos. O auxílio tem um limite máximo de 3 milhões de libras esterlinas. Este montante cobrirá apenas a diferença entre as receitas previstas das actividades da Investbx e as despesas incorridas pela empresa nos primeiros cinco anos. O montante efectivo do auxílio limita-se ao necessário para cobrir eventuais prejuízos. Se os resultados da Investbx forem suficientes para cobrir os seus custos administrativos antes de ser utilizada a totalidade do montante do auxílio, a parte remanescente da subvenção será devolvida à AWM.

(188) A Comissão considera positivo o facto de a medida estar limitada a um período de cinco anos. Após este período, a autoridade regional, a AWM, encerrará a Investbx ou venderá as suas acções através de concurso público não discriminatório, acessível a qualquer participante do mercado, incluindo a Ofex. A AWM recuperaria, assim, pelo menos uma parte da subvenção total concedida, podendo mesmo recuperar um montante superior em função do preço de venda da Investbx.

(189) A Comissão considera que o auxílio se limita ao mínimo necessário e é por conseguinte, proporcional.

6.3.5. *As distorções de concorrência e o efeito sobre o comércio devem ser limitadas a fim de assegurar que a medida de auxílio não é, na globalidade, contrária ao interesse comum.*

(190) Em conformidade com o ponto 5.3 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão deve, na sua apreciação, proceder a um confronto entre os efeitos negativos e os efeitos positivos da medida. Serão analisados seguidamente os eventuais efeitos de exclusão sobre os concorrentes potenciais e outros efeitos negativos.

6.3.5.1. ***Concorrentes potenciais e apreciação do eventual efeito de exclusão***

(191) O principal serviço prestado pela Investbx consiste na obtenção de capitais próprios para as PME, no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas. Os serviços afins prestados pela Investbx são acessórios e têm por objectivo principal canalizar capitais próprios para as PME. Embora existam algumas vantagens em investir localmente nas PME, o mercado geográfico para estas parcelas de capitais próprios corresponde, no mínimo, a todo o território do Reino Unido, uma vez que os financiamentos deste tipo já concedidos a PME provieram de investidores estabelecidos noutras partes do Reino Unido, como por exemplo Londres. Embora tenha sido relatado um exemplo de obtenção de financiamento no estrangeiro ([41]), o mercado do financiamento em capitais próprios no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas é normalmente de nível nacional.

(192) Serão seguidamente analisados os efeitos prováveis do auxílio sobre os concorrentes. Entre os concorrentes que fornecem ou facilitam o fornecimento de financiamento em capitais próprios no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas poderão figurar os investidores providenciais, os fornecedores de capitais de risco, os corretores, os sistemas de negociação alternativos assim como as bolsas de valores principais, o AIM e a LSE.

(193) A Investbx distingue-se dos investidores providenciais a dois níveis: por um lado, facilita o fornecimento de montantes superiores de capitais próprios e, por outro, impõe um maior nível de divulgação de informações do que os investidores providenciais e a realização de investigações independentes. Embora algumas redes de investidores providenciais ou consórcios estejam em condições de fornecer os mesmos montantes de capitais próprios, a concorrência que exerceriam relativamente à Investbx afigura-se neste caso bastante limitada porque tais investidores forneceriam capitais próprios a custos inferiores à Investbx, uma vez que não necessitam do mesmo nível de investigação e de informações. Além disso, os investidores providenciais poderiam mesmo beneficiar da medida, realizando investimentos através da Investbx. As observações que a Comissão recebeu da comunidade de investidores providenciais foram, sem excepções, positivas.

(194) Tal como demonstrado anteriormente, os fundos privados de capital de risco concentram-se principalmente em maiores transacções. A Investbx facilitará o crescimento das PME que poderão subsequentemente ser objecto de propostas de aquisição por parte de fundos de capital de risco ou de investidores em mercados estabelecidos com maior maturidade. Não se pode excluir a existência de um certo grau de concorrência com estes fundos que fornecem pequenos montantes de capitais próprios. As observações enviadas à Comissão pelos representantes do sector do capital de risco, nomeadamente a Catapult Venture Managers Ltd. e o Advantage Growth Fund, foram em todos os casos positivas. Uma vez que a característica principal da Investbx consiste em obter capital para as PME junto dos investidores e actuar como uma plataforma de negociação, a Investbx não fornece ela própria financiamento às empresas cujas acções são negociadas. Por conseguinte, a concorrência que a Investbx exerceria relativamente aos fundos de capital de risco seria muito reduzida.

(195) A Comissão recebeu observações críticas da empresa de corretagem JP Jenkins, alegando que a Investbx se tornará num concorrente directo que beneficiará de uma vantagem concorrencial decorrente dos auxílios estatais concedidos, o que provocaria uma distorção da concorrência em detrimento da JP Jenkins. Neste contexto, a Comissão recorda a declaração das Autoridades britânicas, segundo a qual a JP Jenkins utiliza um modelo empresarial diferente do da Investbx. A JP Jenkins Stockbrokers é uma empresa de corretagem especializada na execução e um criador de mercado, que estabelece correspondências entre transacções de valores mobiliários não cotados, fora da bolsa. Além disso, este mercado não está sujeito a quaisquer obrigações regulamentares. Consequentemente, o Reino Unido defende que a JP Jenkins não tem por missão obter financiamentos para as PME, o que constitui o principal objectivo da Investbx. Os mesmos argumentos são válidos para outros corretores especializados na execução. Quanto

([41]) A University of Warwick relatou um caso em que uma PME das West Midlands recebeu um financiamento em capitais próprios proveniente da Austrália.

às alegações da JP Jenkins, deve de qualquer forma salientar-se que em Junho de 2006, ou seja, antes de suprimir a possibilidade de efectuar pesquisas por região no seu sítio Web, a JP Jenkins efectuou transacções de 157 empresas, das quais apenas quatro se situavam nas West Midlands. Por conseguinte, a Comissão considera que um efeito potencial da Investbx sobre a JP Jenkins seria, quanto muito, extremamente limitado.

(196) A Investbx tem por objectivo penetrar no mercado das plataformas de negociação de financiamentos em capitais próprios de empresas que não conseguem ser admitidas à cotação nas principais bolsas de valores do Reino Unido. A LSE não é considerada uma concorrente potencial da Investbx, uma vez que as empresas transaccionadas nos dois mercados seriam diferentes em termos de dimensão e das restantes características exigidas pela LSE. Em especial, para serem admitidas à cotação na LSE, as empresas devem preencher determinadas condições, nomeadamente um mínimo de 25 % das suas acções devem ser detidas pelo Estado, devem ter 3 anos de experiência de negociação na bolsa, devem dispor de um fundo de maneio suficiente para cobrir pelo menos os 12 meses seguintes ou atingir um nível mínimo de capitalização bolsista. Além disso, o AIM constitui um instrumento menos adequado para obter montantes inferiores a 2 milhões de libras esterlinas, visto que o custo directo de uma operação desta natureza pode representar, em média, 20 a 26 % dos capitais próprios obtidos. Além disso, não fornece às PME os mesmos serviços que a Investbx. Estes elementos dissuadem as PME que pretendem obter financiamentos de 2 milhões de libras esterlinas de utilizar o AIM.

(197) Os actuais sistemas de negociação alternativos, como a Ofex e a The Share Centre, podem igualmente actuar como mercados primários ou secundários junto das PME. No que se refere à situação concorrencial em todo o mercado, os efeitos da Investbx estarão limitados a apenas uma região do Reino Unido. Ora, deve realçar-se que nesta região o fornecimento e a intermediação de capitais próprios estão menos desenvolvidos do que no Reino Unido no seu conjunto. No que se refere, em especial, a uma eventual concorrência com a Ofex, a Comissão recorda que, presentemente, apenas 5 % das empresas transaccionadas na Ofex estão estabelecidas nas West Midlands. Entre 2000 e 2005 apenas 10 empresas estabelecidas na região foram admitidas à cotação na Ofex. Das empresas actualmente inscritas na Ofex, apenas 2 foram admitidas após 2003. A Ofex desenvolve actividades a nível de todo o território nacional e pretende realizar transacções internacionais. Não se pode excluir, por conseguinte, que venha a utilizar a sua plataforma modernizada para negociar volumes mais significativos e acções de grandes empresas já cotadas noutros mercados. Por outro lado, as Autoridades britânicas referiram que durante o período de seis anos entre 2000 e 2005, a Ofex obteve apenas 3,5 milhões de libras esterlinas de financiamento primário para 5 empresas estabelecidas nas West Midlands. Durante o mesmo período, a Ofex obteve, no total, 43,3 milhões de libras esterlinas de financiamento primário no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas, para 39 empresas no Reino Unido. Consequentemente, é muito limitada a distorção da concorrência em termos do volume do financiamento primário e do número de PME que poderão eventualmente abandonar a Ofex e aderir à Investbx nas West Midlands.

(198) A Comissão considera que não se registará qualquer distorção da concorrência caso a Investbx não seja bem sucedida, não obtiver capitais e/ou não negociar as acções de nenhuma PME. Neste caso, a medida limitar-se-ia a ser ineficaz, não provocando qualquer distorção da concorrência.

(199) A nível das PME beneficiárias de investimentos através da Investbx, a distorção da concorrência é igualmente limitada. A vantagem que receberão está circunscrita à região das West Midlands e traduzir-se-á por um acesso melhorado aos serviços financeiros sob a forma de um pacote de serviços fornecidos em condições do mercado e da obtenção de financiamento junto de investidores locais interessados. De qualquer forma, os custos destas operações elevam-se a 6 % do financiamento obtido. Além disso, o acesso à Investbx está aberto às PME das West Midlands que satisfaçam as condições estabelecidas em matéria de informações e que forneçam um estudo de investigação independente. Caberá em última análise aos investidores privados decidir quais as PME que apresentam os planos comerciais mais adequados ao investimento.

6.3.5.2. *Outras distorções da concorrência*

(200) No que se refere a outras distorções da concorrência, na acepção do ponto 5.3.2 das Orientações relativas ao capital de risco, a Comissão deve analisar se a medida levará à criação de um poder de mercado significativo para as PME-alvo, se terá como efeito a sobrevivência de empresas ou sectores ineficientes, se dará origem a uma oferta excessiva de financiamento de capital de risco e se pode constituir uma afectação ineficaz de factores de produção entre regiões.

(201) Tal como indicado na apreciação relativa à existência de auxílio a nível das PME, as PME-alvo receberão capital de risco de investidores privados sem qualquer elemento de auxílio. A única vantagem que obterão consiste em beneficiarem de serviços que, de outra forma, não estão disponíveis no mercado. A natureza desta vantagem implica que a medida não pode, por si própria, conduzir à criação de um poder de mercado. Do mesmo modo, o carácter privado das decisões de investimento impedirá que a medida tenha o efeito de permitir a sobrevivência de empresas ou sectores ineficientes ou de alterar a afectação de factores de produção entre as regiões.

6.3.5.3. *Outros factores que limitam o efeito de distorção da concorrência*

(202) Embora a Comissão considere que o auxílio de 3 milhões de libras esterlinas à Investbx é susceptível de provocar distorções da concorrência, existem, na sua opinião, diversos elementos que limitam o prejuízo que pode ser causado aos concorrentes. A medida é limitada em termos do montante de auxílio fornecido, do seu âmbito geográfico e da sua duração.

(203) Em primeiro lugar, o auxílio à Investbx estará estritamente limitado a um máximo de 3 milhões de libras esterlinas. Este montante de auxílio não será aumentado e limita-se ao necessário para cobrir eventuais prejuízos na fase de arranque da Investbx.

(204) Em segundo lugar, a Investbx oferece os seus serviços a PME situadas exclusivamente na região das West Midlands, enquanto outros mercados, como a Ofex, oferecem os seus serviços em todo o Reino Unido e também no estrangeiro. Por conseguinte, quaisquer eventuais efeitos de distorção estariam limitados a uma pequena parte dos operadores de mercado estabelecidos.

(205) Em terceiro lugar, o auxílio está igualmente limitado em termos de duração, a um período de cinco anos. Após este período, a AWM venderá as suas acções na Investbx através de concurso público não discriminatório dirigido aos investidores privados, ou encerrará a Investbx, sendo assim eliminada qualquer possibilidade de distorção. Em caso de venda, quaisquer montantes não utilizados da subvenção original serão reembolsados à AWM. Embora o projecto Investbx não cubra apenas um investimento inicial, mas também os custos de arranque durante cinco anos, a Comissão considera o montante fixado necessário. Uma vez que o número anual previsto de novas PME que serão admitidas ao mercado da Investbx é reduzido, parece razoável supor que só serão realizadas economias de escala e que a Investbx só poderá atingir o limiar de rendibilidade quando, decorridos vários anos, o número de PME transaccionadas atingir um determinado nível.

(206) Nas suas observações complementares, a Ofex manifestou o seu receio de que, após o período de cinco, não seja possível encontrar um adquirente para a Investbx e que, assim, as empresas admitidas na sua plataforma perderiam o instrumento de negociação e, impedidos de vender as suas acções, os accionistas ficariam «bloqueados». As Autoridades britânicas confirmaram que, no caso de um eventual encerramento da Investbx, a The Share Centre é obrigada a manter a plataforma que a Investbx utiliza e as PME terão a possibilidade de continuar a utilizá-la nas mesmas condições que as proporcionadas pela Investbx. Contrariamente às alegações da Ofex, os accionistas teriam a possibilidade de continuar a negociar as suas acções e não ficariam «bloqueados».

(207) Em quarto lugar, a medida diz exclusivamente respeito às PME em fase de expansão. O objectivo da medida consiste em atrair para o mercado de capitais PME que nele não participavam anteriormente, criando assim novas oportunidades de investimento. Além disso, as Autoridades britânicas comprometeram-se a limitar o montante das transacções a um máximo de 2 milhões de libras esterlinas ao ano, enquanto nas plataformas de mercado estabelecidas não existe qualquer limite máximo formal.

(208) Finalmente, o facto de o principal prestador de serviços ter sido escolhido através de um processo não discriminatório permitiu limitar o risco de distorção da concorrência. Apenas foram submetidas três propostas, sendo uma da Ofex. A escolha do prestador de serviços da Investbx foi efectuada com base em critérios iguais para todos os concorrentes. A oferta da The Share Centre era superior, tanto em termos dos critérios qualitativos como do preço.

(209) O AIM tirará partido da função de «escada rolante» que a Investbx assumirá para os beneficiários de investimento, que atingirão o nível necessário para serem admitidos em mercados estabelecidos com maior maturidade, numa fase posterior do seu desenvolvimento. O limite máximo do montante das transacções de 2 milhões de libras esterlinas reforçará esta função de «escada rolante».

(210) O projecto suscitou já um grande interesse, visto que poderá ser utilizado para colmatar, no futuro, eventuais deficiências dos mercados locais noutras regiões das Comunidades Europeias, tal como foi expresso nas observações da CEBRE e da Regione Emilia-Romana. Poderá tornar-se uma opção interessante e economicamente eficaz para estimular o mercado de capitais de risco e apoiar as PME.

(211) A nível dos investidores nas PME-alvo, a Comissão considera que a medida de auxílio não provocará um efeito de exclusão do investimento privado e que, pelo contrário, a Investbx proporcionará mais oportunidades aos investidores privados, melhorando o seu acesso às informações sobre as PME. Além disso, tem por objectivo o público em geral e não os investidores institucionais.

(212) Não obstante, não pode excluir-se que a Investbx atraia pelo menos uma parte das empresas que, na ausência do projecto, procurariam obter investimentos através de outros mercados. Contudo, este efeito estaria limitado a um período máximo de cinco anos e à região das West Midlands, onde a existência de uma deficiência do mercado não superada revela que os restantes mercados não exploram suficientemente as potencialidades actuais da região.

(213) A Comissão considera que, na globalidade, os efeitos negativos do auxílio, na acepção do ponto 5.3 das Orientações relativas ao capital de risco, são reduzidos.

6.3.6. *Reacção da Comissão às observações críticas de terceiros*

(214) A Comissão resume seguidamente as suas objecções relativamente às observações críticas de terceiros.

(215) No que se refere à fragmentação da liquidez, a Investbx limita os seus serviços às PME das West Midlands que procuram obter capitais próprios no intervalo compreendido entre 0,5 e 2 milhões de libras esterlinas. Neste segmento específico, apenas poderá atrair uma parte diminuta das empresas que procuram obter investimentos e que utilizam já outros mercados. Quanto aos investidores, atrairá apenas os que estão interessados em investir nas West Midlands. Consequentemente, o eventual risco de fragmentação da liquidez presente nos mercados existentes é muito reduzido. Em contrapartida, a Investbx contribuirá para agregar liquidez, ao reunir, nos leilões organizados, os diversos valores mobiliários e transacções, que de outra forma seriam, na sua maioria, transaccionados separadamente no mercado livre.

(216) A Investbx cumprirá os requisitos regulamentares e as obrigações em matéria de divulgação de informações inerentes a um sistema de negociação alternativo. Será controlada pelo The Share Centre, uma empresa regulada pela FSA, tal como foi explicado na descrição.

(217) No que se refere à alegada distorção da concorrência que provocaria uma desvantagem para a JP Jenkins, a Comissão salienta que esta empresa tem um modelo empresarial diferente. A JP Jenkins transacciona as acções de empresas não cotadas ou de empresas que foram retiradas da cotação da Ofex, do AIM ou da LSE. É um corretor especializado na execução e um criador de mercado. Segundo as Autoridades do Reino Unido, mesmo que indique um preço duplo (de compra e venda) para cada empresa que transacciona, a JP Jenkins não possui necessariamente acções disponíveis para compra e venda, esforçando-se por estabelecer uma correspondência entre compradores e vendedores. De qualquer forma, conclui-se do sítio Web da JP Jenkins que em Junho de 2006, de um total de 157 empresas cujas acções negociou, apenas 4 se situavam nas West Midlands. Por conseguinte, a Comissão considera que qualquer efeito da Investbx sobre a JP Jenkins seria extremamente limitado.

(218) No que respeita à alegação da Ofex de que a Comissão baseou a sua apreciação preliminar em informações incompletas, obsoletas ou incompatíveis com a realidade do mercado de capitais do Reino Unido, a Comissão salienta que baseou a sua apreciação nos últimos dados e estudos disponíveis, nomeadamente: «*Reports on Investment Activity in 2003, 2004 and 2005*» da BVCA, «*Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Surveys*» da BVCA, os relatórios do HM Treasury e outras fontes referidas na decisão. Nem a Ofex nem outras partes interessadas apresentaram quaisquer estudos ou dados contraditórios ou mais recentes.

(219) A Ofex alega que não existem elementos de prova quanto à existência de um défice de informações para as PME sobre as modalidades de acesso ao financiamento de capitais próprios, quanto à impossibilidade de as empresas das West Midlands com planos comerciais viáveis obterem capitais próprios e quanto ao facto de os investidores carecerem de informações sobre as empresas que procuram obter investimentos. Em primeiro lugar, o relatório da Deloitte «*Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises*» ([42]), elaborado com base em entrevistas realizadas com diversos interessados, afirma que as PME conhecem mal as opções de financiamento. As entrevistas revelaram que a fraca propensão para investir constituía o principal obstáculo para ter acesso a financiamento na região das West Midlands. A propensão para investir inclui a atitude das empresas relativamente ao financiamento, a qualidade da documentação apresentada pelas empresas e a viabilidade geral do projecto, em termos de investimento. Em segundo lugar, as Autoridades britânicas realizaram um inquérito que revela que pelo menos 10 PME das West Midlands poderiam aderir anualmente à Investbx. Além disso, referiram as declarações de um fornecedor de capitais de risco, segundo o qual muitas PME com planos comerciais viáveis, que são rejeitadas por fundos de capital de risco, poderiam ser adequadas para a Investbx. Em terceiro lugar, os estudos apresentados citam a falta de informações fiáveis para os investidores como uma das causas da existência da deficiência do mercado ([43]).

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

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

(220) Relativamente às dúvidas sobre a necessidade da Investbx em termos comerciais, a Comissão salienta que o Reino Unido apresentou os resultados de um inquérito realizado em 2003 junto de 21 empresas de consultores profissionais. Foi-lhes perguntado quantas empresas por ano esperariam introduzir na Investbx, tendo 13 das 20 empresas inquiridas respondido que previam entre uma e seis empresas por ano. Tendo em conta que nem todos os profissionais que desenvolvem actividades nas West Midlands foram contactados, a Comissão considera que uma estimativa de entre cinco e doze empresas susceptíveis de aderir anualmente à Investbx se pode considerar cautelosa. Além disso, noutro inquérito, realizado em 2003 junto de representantes da comunidade empresarial regional, 88 % dos 41 inquiridos afirmaram que os mercados de capitais estabelecidos não davam resposta às necessidades de financiamento das PME, enquanto 68 % dos inquiridos referiram que a Ofex foi pouco utilizada como uma fonte de capital para as PME. Embora a Ofex reivindique que foi reestruturada em 2003, passando a contar com um responsável regional, é um facto que em 2004 apenas uma empresa das West Midlands foi admitida pela primeira vez na Ofex, o mesmo acontecendo em 2005. A discrepância entre a procura potencial e o nível de resposta da Ofex ou de quaisquer outros mercados estabelecidos demonstra a necessidade da criação da Investbx.

(221) A Ofex argumenta que a Investbx não pode, em conformidade com as disposições regulamentares, fornecer mais informações sobre as perspectivas comerciais das empresas que procuram obter investimentos do que as disponíveis através da Ofex e do AIM. Contudo, as Autoridades britânicas afirmam que a Investbx está autorizada a fazê-lo e disponibilizará junto de todos os investidores estudos independentes sobre as PME, o que não presentemente não constitui uma condição prévia para entrar nos mercados estabelecidos. No que se refere à protecção dos investidores, as Autoridades do Reino Unido afirmaram que, na qualidade de representante designado de uma empresa autorizada pela FSA, The Share Centre, a Investbx estará sujeita aos requisitos da lei de 2000 relativa aos serviços e mercados financeiros (*Financial Services and Markets Act 2000*) e a The Share Centre garantirá que a Investbx respeita as melhores práticas definidas, na matéria, pelo *Code of Business Practice* da FSA.

(222) Em relação aos custos de transacção, as Autoridades britânicas alegam que a Investbx assegurará a prestação de serviços de investigação e divulgação das empresas, a custos médios significativamente inferiores, eliminando além disso a margem reservada ao criador de mercado, resultante do diferencial entre o preço de compra e venda.

(223) Se após cinco anos de actividades se afigurar que a Investbx não é viável em termos económicos e não pode ser vendida, será encerrada. Contudo, as empresas cotadas nesse momento na Investbx podem escolher ser retomadas pela The Share Centre, que garantirá aos investidores e aos beneficiários do investimento a continuidade da negociação na plataforma, às mesmas tarifas e condições que as oferecidas no âmbito do processo de selecção para o

fornecimento de serviços à Investbx. Esta disposição foi introduzida a fim de dissipar o receio de «bloqueio» dos investimentos no final do período de apoio financeiro de cinco anos.

(224) No que se refere ao argumento segundo o qual um sistema baseado num leilão é menos adaptado às acções das PME, a Comissão salienta que ambos os sistemas oferecem vantagens diferentes. Enquanto o sistema baseado no criador de mercado oferece a possibilidade de negociar a qualquer momento, o sistema baseado num leilão elimina o diferencial de preços. Além disso, as Autoridades do Reino Unido declararam que a Investbx tem por objectivo atrair investidores com perspectivas a longo prazo, que atribuirão menos importância à possibilidade de negociar as suas acções diariamente. De qualquer modo, não compete à Comissão determinar qual o sistema mais adequado. A Comissão limita-se a registar que a Investbx pode contribuir para superar a deficiência do mercado.

(225) A Ofex argumenta que a função de «escada rolante» é plenamente assegurada por ela própria, pela AIM e pela cotação oficial da LSE. A Comissão salienta que a Investbx pretende ajudar as PME das West Midlands a atingirem o primeiro patamar desta «escada» que conduz ao AIM. Da lista fornecida pela Ofex, das empresas que passaram da Ofex para o AIM nos últimos três anos, apenas uma era das West Midlands. Tendo em conta que o AIM é um mercado em rápida expansão, a Comissão parte do princípio de que, em qualquer caso, existiria uma margem suficiente para que a Investbx viesse complementar os esforços da Ofex no sentido de introduzir novas empresas no AIM.

(226) Não obstante, a Comissão reconhece que existe efectivamente o risco de os objectivos da Investbx não poderem ser alcançados, quer se trate da obtenção de capitais para as PME, quer da sua intervenção como trampolim para mercados de capitais com maior maturidade. Tal risco é inerente à própria natureza de um projecto-piloto. Foi aliás por esta razão que os investidores privados não se manifestaram dispostos a investir neste projecto e que tem de ser utilizado o incentivo constituído pelos auxílios estatais.

(227) A Ofex afirma, com justeza, que o auxílio não se destina predominantemente a cobrir os custos de funcionamento das PME, mas sim os custos de arranque da Investbx. Os beneficiários dos investimentos receberão financiamentos de capitais próprios de investidores privados, em condições do mercado. O auxílio destina-se exclusivamente a um mercado que contribuirá para aumentar a eficácia da canalização dos fundos.

(228) No que se refere ao efeito de incentivo, o auxílio permite a criação de um sistema alternativo de negociação de nível regional, que propõem serviços adicionais, e de um novo canal de transmissão das informações relevantes em matéria de investimento entre os investidores e as PME que procuram obter investimentos. Desta forma, o auxílio promove a criação da Investbx e incentivá-la-á a colmatar a deficiência do mercado.

(229) [...] (*).

(230) Relativamente ao receio expresso pela Ofex de que a Investbx provocaria um efeito de exclusão do investimento privado nos mercados existentes ou potenciais, a Comissão não nega que existem reduzidas probabilidades de que tal se verifique, mas recorda que a actividade da Investbx está limitada às PME nas West Midlands que pretendem obter capitais próprios até 2 milhões de libras esterlinas. Ora, neste segmento, as actividades dos outros mercados de que a Comissão tem conhecimento são extremamente reduzidas. Por exemplo, de um total de 180 empresas cotadas na Ofex apenas 7 são das West Midlands. Se a Investbx não for bem sucedida, tal significa que o seu volume de negócios é demasiado reduzido para obter lucros, sendo por conseguinte pouco provável que influencie, de algum modo, a posição dos seus concorrentes. Por outro lado, se a Investbx obtiver bons resultados, a AWM vendê-la-á após um período de cinco anos a investidores privados através de um concurso público, atraindo assim mais investimento privado para o mercado deste tipo de serviços financeiros. Seja como for, caberá aos investidores privados determinarem qual o tipo de mercado que oferece melhores serviços, é mais inovador e proporciona melhores possibilidades de remuneração do seu investimento. Por um lado, é um facto que nos primeiros cinco anos a Investbx não terá de pagar quaisquer dividendos ao investidor público. Durante este período inicial, a Investbx cobrará um preço pelos seus serviços, com o objectivo de atingir o limiar de rendibilidade em cinco anos. Não obstante, tendo em vista a sua venda, o seu objectivo final será tornar-se uma empresa rentável, capaz de gerar lucros após ter sido vendida. A Ofex argumenta que a Investbx pode restringir a inovação no mercado financeiro. Contudo, devido ao seu modo de funcionamento, a Investbx constitui, por si só, uma inovação importante. Trata-se, com efeito, de uma combinação de diversos elementos inovadores.

6.4. **Balanço e conclusão**

(231) A Comissão considera que a criação de Investbx é uma medida destinada a superar uma deficiência do mercado e que produzirá um efeito de incentivo para a obtenção de capitais próprios para as PME.

(232) A Comissão considera que um montante de auxílio de 3 milhões de libras esterlinas é proporcional. Existem diversos elementos que limitam o prejuízo susceptível de ser causado aos concorrentes. A medida está limitada em termos geográficos, da sua duração e dos beneficiários-alvo do investimento.

(233) Com base no atrás exposto, a Comissão chegou à conclusão de que o auxílio contribui para superar uma deficiência do mercado e permite o desenvolvimento de uma plataforma regional de negociação de acções que facilitará o financiamento de capitais próprios das PME, não alterando as condições das trocas comerciais de maneira que contrariem o interesse comum. Consequentemente, o auxílio à Investbx é compatível com o mercado comum nos termos das Orientações relativas ao capital de risco.

(*) Segredos comerciais.

6.5. **Cumulação**

(234) As Autoridades britânicas assumiram o compromisso de que a subvenção concedida à Investbx não será cumulada com qualquer outro auxílio estatal a nível da Investbx. No que respeita aos auxílios às PME-alvo, a vantagem de que poderão beneficiar através desta medida consiste no acesso aos serviços da Investbx que de outra forma não disporiam ou disporiam em condições diferentes. Receberão capitais próprios que não incluem qualquer elemento de auxílio, provenientes de recursos exclusivamente privados. Visto que os investimentos em capitais próprios não comportam qualquer elemento de auxílio, não se aplicam às PME que utilizam a Investbx as regras previstas na Secção 6 das Orientações relativas ao capital de risco, destinadas a impedir a cumulação de auxílios a favor do fornecimento de capitais de risco com outras medidas de auxílio.

7. **ACOMPANHAMENTO**

(235) Tendo em conta a natureza inovadora, a complexidade da medida e as potencialidades de vir a ser aplicada noutras regiões das Comunidades Europeias a fim de contribuir para superar a deficiência do mercado a nível regional, a Comissão deseja controlar os efeitos e o êxito da medida Investbx. As Autoridades britânicas apresentarão um relatório anual relativo à presente medida, indicando o número de PME que obtiveram capitais e o montante dos capitais obtidos por cada PME, para que a Comissão possa determinar se, com efeito, a medida aborda de forma adequada a deficiência do mercado no que se refere aos montantes de financiamento inferiores a 2 milhões de libras esterlinas. A fim de poder avaliar os efeitos sobre o lado da oferta, as Autoridades britânicas apresentarão igualmente dados sobre o volume de capital de investimento obtido por tipo de investidor. A fim de apreciar a rendibilidade da medida e controlar a utilização dos recursos estatais, as Autoridades do Reino Unido apresentarão as contas financeiras anuais da Investbx. No final do quinto ano após a criação da Investbx, as Autoridades do Reino Unido comunicarão à Comissão se a Investbx foi vendida com êxito a investidores privados, através de um concurso público, ou se foi encerrada.

ADOPTOU A PRESENTE DECISÃO:

Artigo 1.º

O auxílio que o Reino Unido projecta conceder, sob a forma de uma subvenção de 3 milhões de libras esterlinas a favor da Investbx, é compatível com o mercado comum, em conformidade com o n.º 3, alínea c), do artigo 87.º do Tratado.

Por conseguinte, é autorizada a execução do referido auxílio.

Artigo 2.º

O Reino Unido apresentará um relatório anual sobre a aplicação do auxílio, que incluirá os seguintes elementos:

— o número de PME que obtiveram financiamento,

— o volume do capital obtido por cada PME,

— o volume do capital de investimento obtido por tipo de investidor, e

— as contas financeiras.

No final do quinto ano após a criação da Investbx, as Autoridades do Reino Unido comunicarão à Comissão se a Investbx foi vendida com êxito a investidores privados, através de um concurso público aberto e não discriminatório, ou se foi encerrada.

Artigo 3.º

O Reino Unido da Grã-Bretanha e da Irlanda do Norte é o destinatário da presente decisão.

Feito em Bruxelas, em 20 de Dezembro de 2006.

Pela Comissão

Neelie KROES

Membro da Comissão