II

(Acte adoptate în temeiul Tratatelor CE/Euratom a căror publicare nu este obligatorie)

DECIZII

COMISIE

DECIZIA COMISIEI

din 20 decembrie 2006

privind ajutorul acordat „Investbx" C 36/2005 pe care Regatul Unit intenționează să îl pună în aplicare

[notificată cu numărul C(2006) 5808]

(Numai versiunea în limba engleză este autentică)

(Text cu relevanță pentru SEE)

(2008/126/CE)

COMISIA COMUNITĂȚILOR EUROPENE,

având în vedere Tratatul de instituire a Comunității Europene, în special articolul 88 alineatul (2) primul paragraf,

având în vedere Acordul privind Spațiul Economic European, în special articolul 62 alineatul (1) litera (a),

după invitarea părților interesate să-şi prezinte comentariile în conformitate cu dispozițiile [1] menționate anterior şi având în vedere comentariile acestora,

întrucât:

1. PROCEDURA

(1) Prin scrisoarea din 26 iulie 2005, înregistrată la Comisie la 28 iulie 2005, Regatul Unit a notificat Comisia cu privire la măsura de ajutor menționată anterior, în conformitate cu articolul 88 alineatul (3) din Tratatul CE.

(2) Comisia a solicitat informații suplimentare la 19 august 2005, în acest scop având loc o şedință între reprezentanții Regatului Unit şi cei ai Comisiei la 8 septembrie 2005. Pe durata acestei şedințe, reprezentanții din Regatul Unit au oferit informații suplimentare.

(3) La 26 septembrie 2005, Comisia a primit o plângere din partea societății PLUS Markets Group plc (fostă Ofex Holdings plc) (denumită în continuare „Ofex").

(4) Prin scrisoarea din 20 octombrie 2005, Comisia a informat Regatul Unit că hotărâse să inițieze procedura prevăzută la articolul 88 alineatul (2) din Tratatul CE privind măsura.

(5) Prin scrisoarea din 11 noiembrie 2005, Comisia a trimis decizia de inițiere a procedurii prevăzute la articolul 88 alineatul (2) din Tratatul CE părții interesate Ofex.

(6) Decizia Comisiei de inițiere a procedurii a fost publicată în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene* [2]. Comisia a invitat părțile interesate să-şi prezinte comentariile.

(7) Prin scrisoarea din 21 noiembrie 2005, înregistrată la Comisie în aceeaşi zi, Regatul Unit a prezentat un răspuns la decizia Comisiei de inițiere a procedurii.

(8) Comisia a primit observații din partea a 20 de părți interesate:

(a) din partea The Share Centre prin scrisoarea din 10 noiembrie 2005, înregistrată la Comisie la 23 noiembrie 2005;

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

[2] A se vedea nota de subsol 1.

(b) din partea Ofex prin scrisorile din 25 noiembrie 2005, înregistrată la Comisiei în aceeaşi zi şi din 15 decembrie 2005, înregistrată la Comisie în ziua următoare;

(c) din partea Mazars prin scrisoarea din 24 noiembrie 2005, înregistrată la Comisie la 5 decembrie 2005;

(d) din partea lui Sir Albert Bore prin scrisoarea din 30 noiembrie 2005, înregistrată la Comisie la 6 decembrie 2005;

(e) din partea Quoted Companies Alliance prin scrisoarea din 16 decembrie 2005, înregistrată la Comisie în aceeaşi zi;

(f) din partea Hembury Associates Ltd, prin scrisoarea din 16 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 19 decembrie 2005;

(g) din partea Hamilton Pratt, prin scrisoarea din 13 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 19 decembrie 2005;

(h) din partea Regione Emilia-Romagna, prin scrisoarea din 15 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 20 decembrie 2005;

(i) din partea JP Jenkins, prin scrisoarea din 13 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 20 decembrie 2005;

(j) din partea Aston Science Park, prin scrisoarea din 14 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 22 decembrie 2005;

(k) din partea Robert Huggins Associates, prin scrisoarea din 13 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 22 decembrie 2005;

(l) din partea Catapult Venture Managers, prin scrisoarea din 12 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 22 decembrie 2005;

(m) din partea EEF West Midlands, prin scrisoarea din 14 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 23 decembrie 2005;

(n) din partea Ofex, prin scrisoarea din 19 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 23 decembrie 2005;

(o) din partea CEBRE, prin scrisoarea din 16 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 23 decembrie 2005;

(p) din partea West Midlands Business Council, prin scrisoarea din 22 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 3 ianuarie 2006;

(q) din partea Birmingham Forward, prin scrisoarea din 19 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 3 ianuarie 2006;

(r) din partea Confederation of West Midlands Chambers of Commerce, prin scrisoarea din 20 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 3 ianuarie 2006;

(s) din partea Advantage Growth Fund, prin scrisoarea din 5 ianuarie 2006, înregistrată la Comisie la 10 ianuarie 2006;

(t) din partea Universităţii din Warwick, prin scrisoarea din 16 decembrie 2005, înregistrată la Comisie la 16 ianuarie 2006;

(9) Reprezentanţii Ofex şi-au motivat poziţia în cadrul unei şedinţe cu Comisia la 16 decembrie 2005.

(10) Prin scrisorile din 22 decembrie 2005, 13 ianuarie 2006 şi 19 ianuarie 2006, Comisia a transmis Regatului Unit observaţiile părţilor interesate pentru a-i oferi acestuia ocazia de a reacţiona.

(11) Autorităţile din Regatul Unit au furnizat explicaţii în cadrul şedinţei dintre autorităţile din Regatul Unit şi Comisie de la 30 ianuarie 2006. Comisia a solicitat informaţii suplimentare.

(12) Aceste informaţii, precum şi avizul Regatului Unit ca răspuns la comentariile terţilor au fost primite prin scrisorile din 3 februarie 2006, înregistrată la Comisie în aceeaşi zi şi din 7 februarie, înregistrată la Comisie la 10 februarie 2006.

(13) Comisia a solicitat mai multe informaţii din partea Regatului Unit prin scrisorile din 15 februarie 2006 şi 6 aprilie 2006. Regatul Unit a oferit aceste informaţii prin scrisorile din 2 martie 2006, înregistrată la Comisie în ziua următoare şi din 7 aprilie 2006, înregistrată la Comisie la 12 aprilie 2006.

(14) Regatul Unit a furnizat informaţii suplimentare prin scrisoarea din 3 mai 2006, înregistrată la Comisie la 11 mai 2006.

(15) Prin e-mail-ul şi scrisoarea din 25 mai 2006, care conţin aceleaşi informaţii şi înregistrate la Comisie la 29 şi respectiv 30 mai 2006, Ofex a susţinut faptul că Advantage West Midlands (denumită în continuare „AWM") lua măsuri pregătitoare privind Investbx şi a solicitat Comisiei să amâne adoptarea deciziei până când Ofex ar fi capabilă să furnizeze informaţii suplimentare. Prin e-mail-ul din 31 mai 2006, înregistrat în aceeaşi zi, Ofex a cerut să fie informată înainte ca decizia să fie adoptată şi să primească decizia înainte de publicarea acesteia. Prin e-mail-ul din 9 iunie 2006, înregistrat în aceeaşi zi şi prin scrisoarea din 9 iunie 2006, înregistrată la Comisie la 13 iunie 2006, Ofex a reiterat cererea de amânare a adoptării deciziei.

(16) Prin două e-mail-uri din 4 iulie 2006, înregistrate la Comisie la 6 iulie 2006, Regatul Unit a prezentat Comisiei informațiile suplimentare.

(17) Prin e-mail-ul din 12 mai 2006, înregistrat la Comisie la 13 mai 2006, Ofex a informat Comisia că un site internet al Investbx era accesibil în mod public.

(18) Prin scrisoarea din 26 iulie 2006, înregistrată la Comisie la 1 august 2006, Angelbourse a susținut faptul că Investbx este un mijloc de tranzacționare pentru societățile mai mici şi constituie concurență neloială. Această scrisoare a fost primită după mai mult de şapte luni de la termenul limită pentru comentariile terților iar afirmațiile acesteia nu au fost argumentate, prin urmare Comisia nu a ținut seama de aceasta.

(19) Prin e-mail-urile din 3 august 2006, înregistrate la Comisie în aceeaşi zi, Ofex a informat Comisia despre existența şi activitățile Angelbourse.

(20) Prin scrisoarea din 7 august 2006, Comisia a solicitat informații suplimentare din partea Regatului Unit.

(21) Prin e-mail-urile din 23 octombrie 2005, înregistrate la Comisie în aceeaşi zi, Regatul Unit a prezentat un răspuns la cererea Comisiei.

2. DESCRIERE DETALIATĂ A MĂSURII

(22) Pe baza informațiilor furnizate de Regatul Unit, Comisia a realizat un rezumat al descrierii măsurilor notificate după cum urmează.

2.1. Obiectivul Investbx

(23) Principalul obiectiv al măsurii este crearea unui mijloc pentru întreprinderile mici şi mijlocii ([3]) aflate în etapa de dezvoltare ([4]) (denumite în continuare „IMM-uri") din regiunea West Midlands din Regatul Unit în scopul eliminării deficitului patrimonial ([5]). Va reuni IMM-uri, prestatori de servicii şi investitori pentru a permite societăților să strângă fonduri prin crearea unui forum practic în scopul emisiunii şi tranzacționării de acțiuni noi. De asemenea, Investbx va asigura şi va facilita prestarea de servicii la prețul pieței pentru ca IMM-urile să-şi îmbunătățească capacitatea de strângere a fondurilor.

(24) Măsura are drept scop depăşirea carenței pieței privind furnizarea de finanțare prin acțiuni în intervalul 0,5 milioane GBP-2,0 milioane GBP pentru IMM-urile din West Midlands. Autoritățile din Regatul Unit au declarat faptul că plafonul de strângere a fondurilor va fi de 2 milioane GBP pe an pe durata primei etape de cinci ani pentru o mai bună concentrare a măsurii asupra combaterii carenței pieței în ceea ce priveşte strângerea de fonduri pentru IMM-uri. Cu toate acestea, autoritățile sunt îngrijorate de faptul că această carență a pieței se modifică în timp pe măsură ce capitalul de investiții este atras din ce în ce mai mult în proiecte cu o mai mare amploare. Raportul CBI ([6]) estimează o carență a pieței între 0,25 milioane GBP şi 3 milioane GBP. Un plafon de 2 milioane GBP ar putea, prin urmare, conform autorităților din Regatul Unit, să creeze de-a lungul timpului piedici reale în calea succesului proiectului Investbx, exclusiv anumite IMM-uri care pot avea nevoie de un nivel mai ridicat de investiții. În acest caz, AWM va strânge dovezi şi va transmite Comisiei o modificare, solicitând majorarea plafonului.

(25) Investbx are drept scop crearea unei legături între investitorii privați, inclusiv investitori providențiali şi societăți cu capital de risc, cărora le va oferi o posibilitate în plus de ieşire şi piețe recunoscute ca fiind mai mature. Investbx va pregăti obiectele de investiție pentru admiterea pe piețele recunoscute ca fiind mai mature, şi anume Alternative Investment Market (denumită în continuare „AIM") şi pe Bursa de Valori din Londra (denumită în continuare „LSE").

2.2. Temeiul legal al măsurii

(26) Actul din 1998 privind Agențiile pentru Dezvoltare Regională (regional Development Agencies Act) ([7]), secțiunea 5 reprezintă temeiul legal al măsurii.

2.3. Bugetul şi durata

(27) O instituție guvernamentală, West Midlands Regional Development Agency („AWM"), va acorda Investbx o finanțare de cel mult 3 milioane GBP pe o perioadă de cel mult cinci ani. Suma poate fi mai mică şi/sau perioada poate fi mai scurtă dacă proiectul devine autofinanțabil. Investbx va folosi această subvenție pentru a-şi acoperi investiția şi alte costuri de lansare pe piață care nu pot fi acoperite de veniturile obținute din activitatea sa. Investbx va folosi subvenția conform unui plan financiar care prevede un număr din ce în ce mai mare de IMM-uri ce urmează a fi deservite de Investbx în perioada inițială de cinci ani (în total 47 până la sfârşitul perioadei de cinci ani) şi anticipează o generare din ce în ce mai mare de venituri şi o utilizare din ce în ce mai redusă a subvenției pentru compensarea pierderilor până când, cel târziu în cinci ani, Investbx atinge pragul de rentabilitate.

([3]) Definiția este conform Recomandării Comisie din 6 mai 2003 privind definiția micro-întreprinderilor, întreprinderilor mici şi mijlocii (JO L 124, 20.5.2003, p. 36).

([4]) IMM-urile în etapa de dezvoltare sunt IMM-urile definite la punctul 2.2 litera (h) din Instrucțiunile privind capitalul de risc (Instrucțiuni ale Comunității privind ajutorul de stat pentru promovarea investițiilor cu capital de risc în întreprinderi mici şi mijlocii, JO C 194, 18.8.2006, p. 2).

([5]) Deficitul patrimonial se referă la investițiile ce se încadrează într-un deficit patrimonial de 0,5-2 milioane GBP.

([6]) Confederation of British Industry: „Îmbunătățirea accesului la finanțare – Facilitarea revoluției antreprenoriale" („*Improving access to finance – Enabling the enterprise revolution*") (iulie 2006).

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

(28) Proiectele prevăd ca o parte a subvenției să servească drept rezervă. După această perioadă, Investbx va returna AWM fondurile rămase neutilizate, iar AWM fie va vinde acțiunile Investbx la bursă în cadrul unei licitații publice deschise și nediscriminatorii, fie o va închide.

2.4. **Beneficiarul măsurii**

(29) Investbx este beneficiarul direct al măsurii. Investbx va primi cel mult 3 milioane GBP cu titlu de subvenție din partea AWM. Orice excedente ale Investbx vor fi reinvestite în Investbx în avantajul economiei regionale, ceea ce corespunde misiunii AWM. AWM va păstra o influență puternică asupra Investbx.

(30) Investbx va fi o societate pe acțiuni. Statutul societății va permite Investbx să încheie contracte în numele său. Fiind o persoană juridică separată de AWM, aceasta va facilita un posibil transfer al societății în viitor. Dacă Investbx are succes, aceasta va fi vândută și va deveni o societate privată. În acel moment orice fonduri rămase din subvenția inițială se vor întoarce la AWM.

(31) Investbx va dispune de o echipă executivă formată din 6-8 persoane responsabile pentru îndeplinirea planului de afaceri. Un consiliu neexecutiv va include specialiști West Midlands, numiți în special pentru cunoștințele și experiența lor de muncă cu IMM-uri și investitori țintă.

2.5. **Piața actuală din Regatul Unit**

(32) Conform Regatului Unit, piața tradițională de cumpărare și vânzare de acțiuni din Regatul Unit este dominată de LSE care este în primul rând angajată în găzduirea de tranzacții de acțiuni de mare amploare pe o piață globală. IMM-urile sunt tot mai mult excluse pe măsură ce sunt preferate acțiunile de primă mărime ale societăților mai mari.

(33) Conform Regatului Unit, LSE a încercat să țină seama de această situație prin introducerea propriei sale AIM în anul 1995. Aceasta operează ca o piață secundară având drept segment țintă societățile noi și mai mici. Calitatea de membru nu necesită o experiență minimă de tranzacționare, un nivel minim de active sau profituri, o capitalizare minimă și o fluctuație liberă minimă a acțiunilor.

(34) Conform Regatului Unit, în afară de LSE și AIM mai există serviciul de tranzacționare Ofex, reglementat de Financial Service Authority din Regatul Unit (denumită în continuare „FSA"). Acesta oferă o alternativă mai rentabilă și mai puțin reglementată la AIM.

(35) În Regatul Unit, există mai mulți prestatori de servicii care tranzacționează acțiuni necotate la bursă sau care strâng capitalul propriu, precum The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins sau Investor Champions.

(36) În pofida progreselor menționate anterior, Regatul Unit susține faptul că încă mai există o carență a pieței pe termen lung în ceea ce privește plasamentele în acțiuni în IMM-urile situate în regiuni în afara celei de sud-est, precum West Midlands. În West Midlands se găsește unul dintre cel mai mici niveluri ale societăților cotate la bursă și de capitalizare bursieră totală. AWM a întrebat Ofex dacă ar putea aborda carența pieței din regiunea West Midlands, în care caz AWM ar abandona proiectul său Investbx. Cu toate acestea, Ofex nu a reacționat.

2.6. **Activități și evaluarea Investbx**

(37) Conform autorităților din Regatul Unit, Investbx reprezintă o măsură complet nouă pentru care nu există precedent. În timp ce fondurile tradiționale cu capital de risc au drept scop creșterea aprovizionării în capitaluri proprii, Investbx urmărește, în schimb, îmbunătățirea eficienței de circulație a informațiilor despre obiectele de investiție. Investbx va începe să creeze o piață de acțiuni locală eficientă, punând în legătură societățile și investitorii, oferindu-le o soluție viabilă, simplă, rentabilă pentru strângerea de capital propriu, tranzacționând acțiunile și prezentând activitățile acestora. Acest serviciu de tranzacționare va fi diferit față de piețele bursiere tradiționale (și anume LSE cu propria sa AIM), la fel și față de Ofex, deoarece va opera pe o piață electronică vizibilă, dedicată licitațiilor on-line, punând în legătură cumpărătorii și vânzătorii la un preț unic cu investiția prin intermediu unei platforme on-line de executare. Spre deosebire de piețele dominante, astfel de licitații on-line vor fi realizate numai de câteva ori pe lună. În același timp, Investbx va încuraja o viziune pe termen mai lung asupra investiției, evidențiind mai curând principalul obiectiv al strângerii de fonduri pentru IMM-urile din comunitate decât capacitatea de a tranzacționa în mod frecvent acțiuni conform piețelor existente cu sediul în Londra. În consecință, Investbx va avea trei roluri distincte: strângerea de fonduri sau finanțarea primară, concentrarea serviciilor de asistență pentru IMM-uri și asigurarea unei licitații secundare pe baza platformei de tranzacționare a acțiunilor după admiterea la bursă.

(38) Societățile care doresc să elimine deficitul patrimonial vor fi ajutate de consultanți financiari și juridici locali și de echipa Investbx cu sediul în West Midlands.

(39) Platforma de tranzacționare va fi la portalul on-line Investbx (www.investbx.com), care va conține, de asemenea, o gamă de servicii integrate, deschis on-line 24 de ore din 24, 7 zile pe săptămână, fiind special conceput pentru a satisface necesitățile IMM-urilor, cotate sau nu la bursă.

(40) Investbx nu va oferi finanțare IMM-urilor. Şi nici nu va oferi în mod direct fonduri sau garanții investitorilor sau obiectelor de investiție. Întreaga finanțare prin acțiuni va fi furnizată de către investitori de pe piață obiectelor de investiție private țintă. Investbx are doar funcția de a facilita tranzacțiile în rândul actorilor privați de pe piață.

2.6.1. *Strângerea de fonduri*

(41) Investbx va ajuta la strângerea de fonduri pentru IMM-uri. Aceasta va oferi spre vânzare IMM-uri din regiune consultanților în căutare de IMM-uri în care să investească. Strângerea de fonduri, denumită şi finanțare primară, va consta în vânzarea de acțiuni nou emise de IMM-urile țintă, cu sprijinul Investbx, direct investitorilor interesați. Autoritățile din Regatul Unit au declarat faptul că plafonul de strângere a fondurilor va fi de 2 milioane GBP pe an şi pentru fiecare IMM, pe durata etapei inițiale de cinci ani.

(42) Conform consultanților profesionişti care ajută IMM-urile la strângerea de fonduri şi care au fost consultați pe durata întregului proces de concepere a proiectului Investbx, în West Midlands există un potențial de finanțare a peste 10 IMM-uri pe an pe baza prevăzută pentru Investbx. Conform planului său financiar, pe durata primilor cinci ani de existență, trebuie să strângă cel puțin 70 milioane GBP pentru cel puțin 47 de societăți.

(43) IMM-urilor li se va percepe un comision de 6 % din fondurile strânse. Acest onorariu a fost stabilit conform modelului financiar, astfel încât Investbx să poată să atingă pragul de rentabilitate în termen de cinci ani de la acordul de subvenționare. Mai mult, onorariile au fost evaluate prin etalonare în raport cu studiile de caz existente pentru strângerea de fonduri. Acest lucru a demonstrat faptul că 6 % reprezintă mai mult decât procentul cerut de alți operatori. Totuşi, autoritățile din Regatul Unit au observat, de asemenea, faptul că un astfel de exercițiu de etalonare are o valoare limitată dat fiind faptul că nu există factori de comparație adecvați pentru Investbx ca urmare a caracterului său unic. Investbx va fi diferit față de orice prestator de servicii de strângere de fonduri existent în regiunea West Midlands. Prin urmare, se consideră că Investbx va putea percepe un comision de 6 %, adică cel puțin tariful perceput de consultanții corporativi existenți.

2.6.2. *Concentrarea serviciilor de asistență pentru IMM-uri*

(44) Conform autorităților din Regatul Unit, Investbx va reuni diverşi prestatori de servicii care vor ajuta IMM-urile în procesul de strângere de fonduri, precum şi pe durata perioadei de tranzacționare a acțiunilor lor. Investbx va asigura un coordonator de tranzacții pentru fiecare IMM care se decide să strângă fonduri prin Investbx. Un serviciu sigur de distribuire a documentelor pe website-ul Investbx va include toate modelele de documente de care un IMM va avea nevoie pe durata procesului de strângere de capital şi de integrare în platforma de tranzacționare. Aceste modele au fost elaborate împreună cu specialişti locali şi sunt simplificate pentru a fi corespunzătoare şi rentabile IMM-urilor.

(45) Orice IMM care încearcă să strângă fonduri la Investbx va fi evaluat de aceasta din urmă. Acest lucru va presupune evaluări privind potențialul de atragere a investitorilor pentru finanțare primară şi posibilitatea ca verificarea prealabilă să scoată la lumină fapte care s-ar dovedi contrare admiterii. După o evaluare favorabilă, echipa Investbx va contacta investitorii şi partenerii sindicali ([8]), care pot avea proprii lor investitori care doresc să participe la noua emisiune.

(46) Pe durata procesului strângerii de fonduri, Investbx va presta servicii de cercetare şi marketing la prețul pieței pe care le va externaliza. Investbx va păstra o listă a consultanților financiari independenți, a consultanților juridici, a auditorilor bursieri interni, a consultanților financiari de relații publice şi a prestatorilor independenți de servicii de cercetare care au experiența corespunzătoare şi aprobările regulamentare şi din care IMM-urile pot alege orice servicii de care au nevoie pentru a strânge fonduri.

(47) Toate IMM-urile care devin membre Investbx vor publica o cercetare independentă. Investbx va pune la dispoziție pe website-ul său tuturor potențialilor investitori sau consultanților financiari o prezentare a fiecărei IMM care să conțină informații succinte din documentul de admitere completă, documentul de admitere şi cercetarea independentă. Cercetarea realizată independent va include informații detaliate şi ample atât cantitative, cât şi calitative despre societate. Acest tip de cercetare este rareori disponibil altor persoane în afara gestionarilor de fonduri instituționali. Aceste date sunt de obicei pregătite numai pentru pachete mai mari de acțiuni şi sunt disponibile numai investitorilor instituționali. Cercetarea va oferi, de asemenea, un comentariu detaliat privind fiecare domeniu de activitate.

(48) IMM-urile vor plăti onorarii consultanților pentru asistența acordată la intrarea pe Investbx. Onorariile individuale vor fi percepute la prețul pieței de către operatorii privați de pe piață care nu primesc nici un avantaj financiar de la Investbx.

2.6.3. *Tranzacționarea secundară*

(49) Investbx va furniza, de asemenea, o platformă on-line de tranzacționare pe piața secundară a licitațiilor guvernată de ordine. Scopul acestei platforme este de a oferi o oarecare lichiditate acțiunilor societăților după strângerea de capital pe piața primară şi admiterea la tranzacționare pe Investbx.

([8]) Un partener sindical este un grup de investitori care acționează împreună atunci când investesc într-o societate.

(50) O piață guvernată de ordine se bazează pe deținătorii de acțiuni într-o IMM, care indică faptul că ar dori să vândă o parte din participația lor și dezvăluie prețul pe care sunt disponibili să îl accepte în schimbul acestora. Cumpărătorii interesați de acțiunile IMM-ului își vor înregistra, de asemenea, interesul împreună cu prețul pe care sunt disponibili să îl plătească în schimbul acțiunilor.

(51) Atât cumpărătorii, cât și vânzătorii pot vizualiza toate ofertele pentru acțiunile unei IMM pe website-ul Investbx, 24 de ore din 24, 7 zile pe săptămână și își pot schimba ordinele cu cel mult o oră înainte ca licitația să aibă loc. Licitațiile au loc la anumite intervale stabilite de societate în funcție de interesul arătat cu privire la tranzacționarea acțiunilor sale, posibil săptămânal sau lunar. Acest lucru, conform autorităților din Regatul Unit, încurajează o viziune pe termen mai lung asupra investiției în IMM-uri, deoarece nu este posibil să se cumpere și să se vândă imediat acțiuni.

(52) În sistemul pe bază de licitații, acțiunile sunt vândute direct între investitorii individuali, cumpărătorii și vânzătorii fiind puși în legătură la un preț unic. Astfel, se va elimina marja formatorului de piață, care reprezintă diferența dintre prețul de cumpărare și cel de vânzare în sistemul obișnuit guvernat de cotația formatorului de piață (LSE, AIM și Ofex sunt piețe recunoscute pe bază de formatori de piață conform celor menționate anterior, denumite în continuare „piețe recunoscute"). Această diferență este în mod specific mai mare în cazul acțiunilor care sunt tranzacționate mai rar și într-un volum mai mic. Conform autorităților din Regatul Unit, la Ofex cea mai mare diferență s-a ridicat la 75 %, iar spread-ul mediu vertical al acțiunilor din șase societăți cu sediul în West Midlands tranzacționate la Ofex cu 12 luni înainte de luna septembrie a anului 2006 a fost de 16 %.

(53) Investbx va externaliza funcțiile costisitoare și complexe pe care le presupune reglementarea și tranzacționarea către o firmă autorizată de FSA. O astfel de firmă este și The Share Centre care a fost numită în calitate de ofertant preferențial pentru acest rol în urma unui proces de selecție nediscriminator publicat în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene*. Rolul The Share Centre va presupune: autorizarea de către FSA și conformitate asociată; oferirea produsului bursier on-line; servicii ale agenților de primire (încasarea de sume de la investitorii care subscriu la o nouă emisiune de acțiuni), administrarea sistemului de participare a angajaților la beneficii, asigurarea unui serviciu de tranzacționare și realizarea de licitații periodice.

(54) Autoritățile din Regatul Unit au confirmat faptul că onorariile percepute de Investbx de la obiectele de investiție, IMM-uri, precum și de la investitori pentru serviciile conectate la tranzacționarea secundară vor fi egale cu prețurile curente percepute de The Share Centre de la societățile individuale. Investbx va beneficia de o reducere din partea The Share Centre.

2.7. **Beneficiari indirecți**

(55) Toate tranzacțiile primare și secundare la Investbx vor avea loc între actorii privați de pe piață, investitori și obiecte de investiție, care pot să beneficieze doar indirect de pe urma acestei măsuri.

2.7.1. *Investitori*

(56) Ținând seama de tendința investitorilor instituționali de a investi în tranzacții mai mari, autoritățile din Regatul Unit consideră că aceștia investitori nu vor fi interesați să utilizeze Investbx. Prin urmare, Investbx se așteaptă să strângă în principal fonduri de la investitorii individuali privați, inclusiv persoane fizice cu venituri mari. Investbx va viza în principal, însă nu în mod exclusiv, investitori din regiunea West Midlands, deoarece autoritățile din Regatul Unit consideră că există o probabilitate mai mare ca aceștia să investească în IMM-urile țintă cu sediul în West Midlands.

(57) Investitorii pot fi abordați direct de către Investbx sau prin intermediari ori parteneri sindicali. În orice caz, nici un investitor, indiferent de locul în care se află sau indiferent dacă este investitor instituțional sau individual privat, nu va fi exclus sau dezavantajat prin utilizarea Investbx.

(58) Investitorii individuali privați vor putea să participe la finanțarea primară pe durata procesului de strângere de fonduri și vor avea acces la prezentarea și cercetarea independentă privind obiectele de investiție. Conform autorităților din Regatul Unit, de obicei, aceste oportunități sunt obținute numai de investitori instituționali. Toți investitorii vor putea să ceară acțiuni noi direct on-line sau prin intermediari financiari.

2.7.2. *Obiecte de investiție, IMM-uri*

(59) Numai IMM-urile din West Midlands cu planuri de afaceri viabile și cel puțin doi ani experiență de tranzacționare care caută „capital de dezvoltare" ([9]) sunt eligibile să utilizeze Investbx. Investbx poate să țină în mod excepțional seama de IMM-urile care nu au o experiență de tranzacționare de doi ani dacă IMM-ul a primit o investiție de la o societate cu capital de risc în momentul dezvoltării produselor și serviciilor sale. Autoritățile din Regatul Unit au confirmat faptul că IMM-urile nu vor strânge mai mult de 2 milioane GBP pe an și nu vor trece de etapa capitalului de dezvoltare, în conformitate cu punctul 2.2 litera (h) din Instrucțiunile Comunității privind ajutorul de stat pentru promovarea investițiilor cu capital de risc în întreprinderi mici și mijlocii (denumite în continuare „Instrucțiuni privind capitalul de risc") ([10]).

([9]) În conformitate cu Instrucțiunile Comunității privind ajutorul de stat pentru promovarea investițiilor cu capital de risc în întreprinderi mici și mijlocii, JO C 194, 18.8.2006, p. 2.

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

(60) Pentru a proteja investitorii, societățile care intră pe Investbx trebuie să satisfacă o serie de cerințe de reglementare și de confidențialitate în conformitate cu regulamentul FSA.

2.8. **Procedura de selectare a prestatorului de servicii al măsurii**

(61) Principalul prestator de servicii al Investbx, The Share Centre, a fost selectat în cadrul unui proces concurențial și nediscriminatoriu publicat în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene* ([11]). Trei întreprinderi au prezentat oferte oficiale: Ofex, Univits și The Share Centre. O comisie alcătuită din trei consultanți experți independenți și trei evaluatori AWM interni au revizuit selecția pe baza a 18 criterii de evaluare a selecției. Pe baza acestor criterii, propunerea Univits a avut cel mai mic punctaj. The Share Centre, cu cea mai bună ofertă și Ofex, cu cea de-a doua ofertă au fost invitate la un interviu. La evaluare, The Share Centre a avut un punctaj cu mult mai bun decât Ofex și conform autorităților din Regatul Unit, prin urmare, a fost selectată ca ofertant preferențial.

(62) Datorită complexității tehnice a proiectului și importanței pe care o are rolul operatorului pe piață la succesul afacerii, s-a comandat o evaluare independentă suplimentară a ambilor finaliști care a avut, de asemenea, drept rezultat declararea The Share Centre ca ofertant preferențial.

(63) Conform autorităților din Regatul Unit, toate părțile au fost sfătuite cu privire la decizia din februarie 2004. Ofex a solicitat informații cu privire la motivele pentru care nu a fost selecționată, acestea fiindu-i furnizate în mod corespunzător. Această procedură nu a fost urmată de nici o plângere oficială sau proces judiciar.

2.9. **Comparația Investbx vs. Ofex**

(64) Pe baza informațiilor obținute de la autoritățile din Regatul Unit, care nu au fost contrazise de prezentările părților interesate, între Investbx și Ofex se poate face următoarea diferență:

INVESTBX	OFEX
Zona geografică de operare	
IMM-uri numai din West Midlands	Naționale și internaționale
Echipă dedicată din 6-8 persoane, cu sediul în West Midlands	1 director de dezvoltare, cu sediul în Londra, care acoperă toate cele 9 regiuni din Regatul Unit.
Piața țintă	
IMM-uri numai în etapa de dezvoltare	Orice societate
Până la 2 milioane GBP pe an	Fără limită
Servicii prestate	
Obiectivul principal este strângerea de capital primar pentru IMM-uri	Piața de tranzacționare primară și secundară. Brokerii strâng fonduri
Asigurarea de cercetare independentă este o cerință preliminară pentru a deveni membru	Nu există o astfel de cerință
Platformă de tranzacționare guvernată de ordine, licitații periodice care pun în legătură cumpărătorii și vânzătorii la un preț unic	Piață guvernată de cotații; tranzacționare în timp real cu un preț la cumpărare și alt preț la vânzare, ceea ce generează spread-ul vertical al acțiunilor
Cadrul de reglementare	
Investbx va fi un reprezentant numit al The Share Centre care folosește un sistem alternativ de tranzacționare	În prezent, Ofex este un sistem alternativ de tranzacționare autorizat direct de FSA

3. **MOTIVELE DE INIȚIERE A PROCEDURII**

(65) În decizia sa de inițiere a procedurii Comisia identifică ajutorul acordat Investbx. În plus, aceasta anunță alte analize detaliate privind posibilul ajutor acordat investitorilor și IMM-urilor.

(66) În respectiva decizie, Comisia declară faptul că, deși măsura are drept scop eliminarea deficitului patrimonial pentru IMM-uri, aceasta nu intră în sfera comunicării privind capitalul de risc ([12]). Din moment ce Investbx nu furnizează nici un capital de risc IMM-urilor, nu poate fi privit ca fond cu capital de risc. Această măsură are drept scop stabilirea infrastructurii pentru un serviciu de tranzacționare destinat investitorilor și IMM-urilor. Subvenția acordată Investbx nu se clasifică ca ajutor conform instrucțiunilor de ajutor regional. De asemenea, nici un alt regulament, cadru sau instrucțiune privind ajutorul de stat nu este aplicabil. Prin urmare, în decizia de inițiere a procedurii, Comisia declară faptul că evaluarea ajutorului acordat Investbx ar putea fi direct întemeiată pe articolul 87 alineatul (3) litera (c) din Tratatul CE. În consecință, trebuie să existe o carență a pieței bine definită, instrumentul de ajutor trebuie să vizeze respectiva carență a pieței, iar denaturarea concurenței și efectul asupra tranzacției trebuie să fie, prin analiză comparativă, echilibrate de interesul comun.

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

([12]) JO C 235, 21.08.01, p. 3.

(67) În decizia de inițiere a procedurii, Comisia își exprimă îndoielile cu privire la compatibilitatea măsurii, în mod specific cu privire la situația în care carența pieței în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP, care a fost identificată în Decizia Comisiei privind fondurile de capital al întreprinderii ([13]), este încă valabilă în Regatul Unit, în special în regiunea West Midlands.

(68) În sfârşit, Comisia doreşte să investigheze în continuare diferențele dintre Investbx şi piețele tradiționale, în special Ofex. Anunță o examinare a oricărei concurențe cu LSE, AIM şi Ofex, precum şi cu prestatorii de servicii de finanțare prin împrumut. Scopul este verificarea faptului dacă denaturarea concurenței şi efectul asupra tranzacției sunt limitate pentru a se asigura că măsura de ajutor nu este, prin analiză comparativă, contrară interesului comun.

(69) Numai după analizarea comentariilor terților, Comisia a putut decide dacă măsura propusă de Regatul Unit vizează, de asemenea, o carență a pieței bine definită şi dacă afectează concurența şi condițiile de tranzacționare într-o măsură contrară interesului comun.

4. COMENTARIILE PĂRȚILOR INTERESATE

(70) Comisia a primit comentarii din partea a 20 de părți interesate, în conformitate cu articolul 20 alineatul (2) din Regulamentul Consiliului (CE) nr. 659/1999 ([14]). 17 dintre aceste 20 de părți interesate sprijineau măsura Investbx. S-a primit sprijin din partea societăților, comunității de specialişti şi a societăților cu capital de risc din West Midlands, a organizațiilor de afaceri din West Midlands, a universităților şi experților universitari din West Midlands, a brokerilor din West Midlands, precum şi din partea unei regiuni europene. Pe lângă Ofex, JP Jenkins Stockbrokers şi Quoted Companies Alliance au furnizat, de asemenea, comentarii critice privind măsura Investbx.

4.1. Comentarii pro

(71) Majoritatea celor 17 comentarii pozitive au confirmat existența unei carențe a pieței în ceea ce priveşte furnizarea de capital propriu în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP, o parte susținând faptul că această carență a pieței trebuie să fie de până la 3 milioane GBP. Se susține faptul că această carență a pieței există atât la nivelul cererii, cât şi la nivelul ofertei şi că nu poate fi rezolvată de investitori providențiali care oferă sume mai mici sau de fonduri private cu capital de risc care se concentrează pe afaceri mai mari ori de piețe recunoscute, precum AIM sau Ofex, care susțin că sunt concentrate în regiunile Londrei şi de sud-est, nefiind interesate de dezvoltarea unei piețe locale în West Midlands. IMM-urile care utilizează platformele existente prezintă un interes scăzut pentru investitori din cauza volumului relativ mic de tranzacții şi, prin urmare, a unei sfere de acoperire redusă a cercetărilor privind IMM-urile. Conform mai multor părți, Investbx este utilă şi necesară pentru a elimina carența pieței, fiind un punct de legătură pentru piețele recunoscute ca fiind mai mature. Prin oferirea unei posibilități de ieşire, va stimula astfel interesul investitorilor providențiali.

(72) Mai multe părți reafirmă necesitatea unei piețe locale care să se concentreze asupra carenței pieței lăsată de operatorii mai mari şi care să profite de cunoştințele, expertiza şi rețelele de personal locale. Unele părți menționează faptul că ajutorul de stat este necesar deoarece sectorul privat nu mai furnizează capital propriu la nivel local. Un studiu de caz transmis de Universitatea din Warwick evidențiază un IMM care a trebuit să apeleze la piața australiană pentru a strânge capital propriu pentru dezvoltare, având în vedere deficitul de finanțare din West Midlands şi costul ridicat de lansare pe piețele existente. Se argumentează faptul că din moment ce nu este viabil din punct de vedere economic ca investitorii să viziteze în mod regulat alte regiuni pentru găsirea şi monitorizarea tranzacțiilor, Investbx va îmbunătăți situația strângând capital în principal de la investitorii locali, în special de la persoanele fizice cu venituri mari. Investbx este lăudat ca fiind un proiect inovator, rentabil, care are potențialul de a sprijini competitivitatea IMM-urilor şi de îmbunătăți situația în West Midlands după o serie de şocuri economice, unul dintre acestea fiind colapsul MG Rover.

(73) Părți din alte state membre îşi exprimă sprijinul pentru Investbx şi consideră că aceasta va servi ca proiect pilot ce poate constitui o sursă de învățăminte şi practici demne de urmat pentru alte regiuni ale Comunităților Europene.

4.2. Comentarii contra

(74) Quoted Companies Alliance (denumită în continuare „QCA") susține faptul că o bursă de valori locală va diminua lichiditatea de pe celelalte piețe şi că *„pur şi simplu nu ne putem da seama cum o bursă de valori locală mică le-ar putea satisface [regulamente complicate] fără subvenții enorme din partea contribuabililor*".

(75) JP Jenkins, broker independent de executare, specializat în conectarea tranzacțiilor de acțiuni, susține faptul că Investbx va fi principala sa concurență şi că ajutorul de stat va denatura concurența şi va aduce atingere poziției JP Jenkins.

(76) Jamie Whitehorn, consultant general Ofex, consideră identificarea de către Regatul Unit a motivelor pentru/şi existența unei presupuse carențe a pieței în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP atât incorectă, cât şi

([13]) Decizia Comisiei C(2005) 1144, JO L 91, 29.3.2006, p. 16.

([14]) Regulamentul Consiliului (CE) nr. 659/1999 din 22 martie 1999 de stabilire a regulilor detaliate pentru aplicarea articolului 93 din Tratatul CE, JO, 27.3.1999, L 83, p. 1.

nedovedită. În ceea ce priveşte informaţiile imprecise atât la nivelul cererii, cât şi la nivelul ofertei, acesta consideră că nu există nici o dovadă privind, în primul rând, lipsa de informaţii a IMM-urilor privind modul de acces la finanţarea capitalului propriu, în al doilea rând, faptul că societăţile din West Midlands cu planuri de afaceri viabile nu au reuşit să strângă capital propriu la Ofex sau AIM, şi în al treilea rând, că investitorii duc lipsă de *„informaţii corespunzătoare şi sigure despre potenţiale obiecte de investiţie”*.

(77) Conform Ofex şi QCA, în prezent, Ofex, AIM, JP Jenkins Limited, reţelele de brokeri şi listele cu adresele investitorilor oferă servicii IMM-urilor care încearcă să strângă capital propriu. Mai mult, capitalul propriu ar putea fi strâns folosind registrul de „*investitori calificaţi*” păstrat de Financial Services Authority.

(78) Ofex îşi exprimă îngrijorarea că unele dintre informaţiile pe care se bazează evaluarea preliminară a Comisiei sunt incomplete, depăşite şi/sau necorespunzătoare modului în care funcţionează în practică pieţele de acţiuni din Regatul Unit.

(79) Ofex consideră că studiile prezentate de Regatul Unit în contextul fondurilor de capital al întreprinderii la care Comisia face trimitere sunt depăşite în ceea ce priveşte serviciile prestate de Ofex. În ultimii doi ani, piaţa Ofex a fost radical îmbunătăţită. Acest lucru s-a reflectat în numărul mare de IMM-uri admise la Ofex în anul 2005 comparativ cu anul 2004, însă toate fondurile strânse nedepăşind limita de 2 milioane GBP.

(80) Şi chiar presupunând că ar exista o carenţă a pieţei, Ofex susţine că Investbx nu ar rezolva problemele fundamentale. Investbx nu se află în situaţia de a remedia deficitul informaţional, deoarece din cauza constrângerilor de reglementare nu ar putea furniza mai multe informaţii decât cele disponibile în mod curent la Ofex sau AIM. Costurile de tranzacţie, adică onorariile şi costurile de verificare prealabilă, sunt egale pe toate pieţele, iar onorariile Ofex şi AIM reprezintă numai o mică parte din costurile totale ale strângerii de capital propriu.

(81) Mai mult, Ofex consideră că măsura nu este un instrument corespunzător deoarece, dacă este închisă în termen de cinci ani, platforma de tranzacţionare ar dispărea, iar legătura dintre IMM şi acţionarii săi ar fi întreruptă. În consecinţă, investitorii ar putea fi blocaţi, ceea ce ar duce la nesiguranţă spre sfârşitul perioadei de cinci ani.

(82) În plus, Ofex susţine faptul că un sistem pe bază de licitaţii are anumite limite, ceea ce îl face mai puţin adecvat pentru tranzacţionare în comparaţie cu sistemele pe bază de formatori de piaţă. În primul rând, pentru realizarea vânzării la un moment dat, ar fi necesară o dublă coincidenţă între vânzător şi cumpărător. În al doilea rând, un astfel de sistem nu va genera o capacitate de absorbţie suficientă a ordinelor care ar putea informa în mod sigur investitorii despre preţul acţiunilor. Totuşi, în sistemul pe bază de formatori de piaţă se pot realiza tranzacţii în orice moment.

(83) Ofex susţine faptul că funcţia de indexare este complet acoperită de Ofex şi LSE. În conformitate cu Ofex, obiectivul anunţat de eliminare a carenţei percepute a pieţei cu privire la IMM-uri, fie nu ar fi atins, fie/şi există deja mai multe alternative competitive pe piaţă care oferă mijloace comparabile pentru strângerea de capital propriu.

(84) Mai mult, Ofex argumentează că ajutorul de stat propus vizează mai curând costurile de exploatare ale Investbx decât costurile de întreprindere ale IMM-urilor. De asemenea, ajutorul propus nu este nici în avantajul potenţialilor investitori în IMM-uri, nici în cel al IMM-urilor care încearcă să strângă capital, ci în beneficiul instrumentului, Investbx, prin intermediul căruia funcţionează măsura. Ofex consideră important faptul că instrumentul propus nu operează, după cum se pretinde, printr-un mecanism recunoscut de Comunicarea privind capitalul de risc.

(85) Ofex afirmă faptul că ajutorul propus nu va avea efectul încurajator estimat. Dacă societăţile doresc să caute capital şi consideră că acesta ar putea fi cel mai bine obţinut printr-un serviciu de tranzacţionare a acţiunilor lor, există deja pieţe disponibile în acest scop. Societăţile din Midlands au profitat deja de aceste servicii.

(86) Mai mult, făcând trimitere la Raportul HM Treasury *„Eliminarea deficitului de finanţare”* (decembrie 2003), Ofex susţine faptul că investitorii nu sunt influenţaţi de amplasarea geografică, ci de însăşi propunerea de afacere.

(87) Ofex susţine faptul că investitorii privaţi au acces la platforma sa şi subscriu la noi emisiuni de acţiuni ale IMM-urilor. Dat fiind faptul că propunerea societăţilor care strâng capital depăşeşte 2 milioane GBP la Ofex, mai curând Investbx va intra în competiţie directă cu aceasta decât o va completa. Ofex este în continuare preocupată de faptul că Investbx ar risca „înlăturarea” altor prestatori ca urmare a ajutorului de stat acordat Investbx, şi anume descurajarea altor potenţiali investitori de a mai furniza capital pe alte pieţe existente sau potenţiale de tranzacţionare a acţiunilor. Aceştia argumentează că acest lucru se întâmplă deoarece prin acordarea ajutorului de stat Investbx, aceasta nu ar mai trebui să obţină profit, astfel fiindu-i permis să adopte un model de venituri conceput doar pentru a acoperi orice costuri suplimentare neacoperite de ajutorul de stat. În schimb, concurenţii acesteia (precum Ofex) sunt finanţaţi de investitorii din sectorul privat care se aşteaptă la o rentabilitate financiară, iar aceşti concurenţi ar trebui, prin urmare, să obţină o marjă suficientă pentru a genera profituri. În acest context, se susţine faptul că Investbx poate împiedica efectiv inovaţia pe pieţele financiare. Se sugerează faptul că o platformă susţinută cu ajutor de la stat care nu este guvernată de profit nu va avea aceleaşi imperative comerciale pentru îmbunătăţirea serviciilor sale sau introducerea de noi servicii în beneficiul clienţilor.

(88) Pe scurt, Ofex susține faptul că măsura de ajutor propusă nu poate fi considerată ca fiind de interes comun.

5. COMENTARIILE REGATULUI UNIT

5.1. Comentarii privind decizia de inițiere a procedurii

(89) În comentariile lor privind decizia de inițiere a procedurii, autoritățile din Regatul Unit au argumentat faptul că întreaga idee de Investbx se bazează pe existența unei carențe a pieței bine recunoscute în ceea ce privește furnizarea de finanțare prin acțiuni ce se încadrează în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP în regiunea West Midlands. În pofida înființării mai multor fonduri cu capital de risc susținute în mod public, rămâne, după cum se pretinde, o lipsă de finanțare în cazul IMM-urilor. Autoritățile din Regatul Unit iau act de faptul că toate dovezile disponibile duc la concluzia că problema carenței pieței nu va fi abordată de sectorul privat, astfel singura cale de a o rezolva fiind stimularea pieței prin intervenție publică.

(90) Pentru a aborda problema carenței pieței, Investbx este conceput ca un catalizator regional de punere în legătură a IMM-urilor şi investitorilor prin intermediul unei piețe on-line de tranzacționare a acțiunilor, la care se adaugă un pachet de servicii complementare care se concentrează asupra strângerii de fonduri pentru IMM-uri. Conform cunoștințelor autorităților din Regatul Unit, în prezent, nu există nimic asemănător Investbx, nicăieri în Comunitate. Este un proiect pilot inovator şi unic şi oferă potențiale avantaje tuturor regiunilor din întreaga Comunitate, permițându-le să observe progresele sale în ceea ce privește remedierea carenței pieței şi să verifice dacă bursele de valori regionale on-line de acest tip sunt viabile şi utile pentru economiile regionale.

(91) Autoritățile din Regatul Unit afirmă faptul că AWM a selectat în mod public The Share Centre, folosind procedura de selectare prin intermediul Jurnalului Oficial al Uniunii Europene, pentru operarea pe piață a Investbx. În continuare se afirmă faptul că Ofex a sprijinit proiectul atât înainte, cât şi imediat după ce a pierdut contractul pentru conducerea Investbx. În continuare s-a afirmat faptul că procedura de selectare a fost realizată în mod obiectiv şi în nici o etapa nu are obiectivitatea procedurii puse la îndoială.

(92) Autoritățile din Regatul Unit consideră că Investbx va atrage un nou tip de investitor şi ca atare Investbx nu va intra în competiție cu Ofex pentru fonduri. Investbx va funcționa mai curând ca un mijloc de atingere a unui scop pentru piețele mai mature decât ca un concurent.

(93) Autoritățile din Regatul Unit afirmă faptul că serviciile îmbunătățite pentru investitori, menționate în decizia de inițiere a procedurii nu sunt disponibile în prezent. Prin urmare, nu ar exista nici o posibilă denaturare a concurenței. Autoritățile din Regatul Unit afirmă faptul că Investbx va pune la dispoziția publicului acțiuni noi, practică contrară celei de pe piețele mai mature unde acțiunile noi sunt puse numai la dispoziția câtorva instituții.

(94) Autoritățile din Regatul Unit confirmă faptul că Investbx va avea un dublu rol (acționând ca un forum general de discuții şi prin activități de tranzacționare), nici unul nefiind în prezent îndeplinit de Ofex sau de orice altă organizație. Structura Investbx a fost aleasă deoarece garantează un control eficient al Investbx de către AWM şi se asigură că nici un beneficiu din fonduri nu se va scurge la terți şi orice beneficii obținute din vânzarea Investbx se vor întoarce la sfârşit la AWM dacă societatea se dovedeşte prosperă.

(95) Planul de afaceri al Investbx prevede o strângere de fonduri primare în valoare de cel puțin 70 milioane GBP pentru cel puțin 47 de IMM-uri din West Midlands pe o perioadă de cinci ani. În comparație cu Ofex, autoritățile din Regatul Unit au ajuns la următoarea concluzie în scrisoarea din 21 noiembrie 2005:

La nivelul Regatului Unit

— În termen de cinci ani începând cu anul 2000 la Ofex s-a strâns o finanțare primară de numai 43,3 milioane GBP în intervalul de 0,5 GBP-2 milioane GBP pentru 39 de societăți toate cu sediul în Regatul Unit.

— La scoaterea finanțării primare din totalul fondurilor strânse, societățile Ofex au strâns doar sume modeste prin emisiuni primare.

West Midlands

— Cele 10 societăți cu sediul în West Midlands cotate la Ofex reprezintă numai 7 % din numărul total de societăți de pe Ofex (noiembrie 2005).

— Dacă se ține seama numai de societățile cu sediul în West Midlands, la Ofex s-au strâns fonduri în valoare totală de 12 milioane GBP (primare şi secundare) pe o perioadă de cinci ani între anii 2001-2005, reprezentând numai 4,1 % din totalul fondurilor strânse în întreg Regatul Unit de Ofex. Peste 50 % din finanțarea strânsă de Ofex pentru societățile cu sediul în West Midlands a fost în beneficiul unei singure societăți.

— Numai 3,5 milioane GBP din finanțarea primară pentru 5 societăți cu sediul în West Midlands au fost strânse la Ofex pe o perioadă de cinci ani din anul

2000. Din cele 20 de noi admiteri la Ofex in anul 2004, numai o singură societate avea sediul în West Midlands.

(96) În scrisoarea din 21 noiembrie 2005, autoritățile din Regatul Unit afirmă faptul că activitatea Ofex de strângere a fondurilor se desfăşoară pe întreg teritoriul Regatului Unit, spre deosebire de Investbx care este foarte precis concentrată asupra unei singure regiuni, West Midlands. Dintre cele peste 300 000 de IMM-uri din West Midlands, se susține faptul că numai 57 sunt tranzacționate pe AIM, 10 pe Ofex şi între 5 şi 10 sunt ajutate anual de fiecare societate cu capital de risc majoră. Autoritățile din Regatul Unit nu sunt convinse de faptul că Ofex sau orice alt prestator deține resurse sau planuri specifice de abordare a carenței pieței din West Midlands sau că este dispus şi interesat să acționeze în consecință. Bineînțeles, directorii Ofex au fost invitați să-şi prezinte planurile de abordare a carenței pieței din West Midlands în cadrul a două şedințe separate, însă Ofex nu a procedat în consecință. Din dovezile disponibile, autoritățile din Regatul Unit au ajuns la concluzia că Ofex nu şi-a îndeplinit deloc rolul preconizat de Investbx în trecut şi fie nu a putut sau nu ar proceda, în consecință, în viitor. Autoritățile din Regatul Unit au încheiat prin faptul că înființarea Investbx nu va dezavantaja Ofex în nici un mod. Un obiectiv principal al Investbx este de a acționa ca bursă de aprovizionare în care societățile să devină „familiarizate" cu cerințele Investbx de societate lansată şi de a le pregăti pentru o eventuală trecere pe piețe recunoscute.

(97) Conform autorităților din Regatul Unit, nu va fi nici un transfer de ajutoare către IMM-uri sau investitori. IMM-urile vor angaja consultanți direct şi vor plăti serviciile prestate de aceştia la prețul pieței.

(98) Autoritățile din Regatul Unit sunt de acord cu faptul că Investbx este un beneficiar al ajutorului. Pentru ca ajutorul să poată fi considerat compatibil, trebuie să existe o carență a pieței bine definită. În intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP se consideră a fi cel mai grav deficit de finanțare prin acțiuni pentru întreprinderile mici. Autoritățile din Regatul Unit afirmă faptul că acest lucru este susținut de numeroase cercetări independente, de către Comisie în cazurile precedente şi, de asemenea, de Instrucțiunile privind capitalul de risc. Autoritățile nu au găsit nimic care să dovedească faptul că evaluarea carenței pieței care a fost reconfirmată în Decizia privind fondurile de capital al întreprinderii ([15]) s-a schimbat între timp. Autoritățile din Regatul Unit citează mai multe declarații ale actorilor principali din vasta comunitate profesională din West Midlands, care sprijină necesitatea Investbx. O societate cu capital de risc cu sediul în regiune a sugerat faptul că din cele 500 până la 750 propuneri primite de aceasta în decurs de un an, mai puțin de 1 % primesc finanțare. Majoritatea societăților respinse au planuri de afaceri viabile şi, din moment ce nu sunt adecvate pentru investiții cu capital de risc, acestea pot îndeplini criteriile Investbx. Pentru a evidenția faptul că pe piață rămâne un deficit neechivoc, autoritățile din Regatul Unit fac trimitere la alte documente (precum documentul de consultare a bugetului HM Treasury „*Eliminarea deficitului de finanțare*", Lucrarea de discuții privind preşedinția Regatului Unit publicată înaintea Reuniunii la nivel înalt pe tema capitalului de risc şi Sondaj CBI privind tendințele IMM-urilor).

(99) Deşi autoritățile din Regatul Unit nu au exclus inițial tranzacțiile de până la 5 milioane GBP conform carenței pieței recunoscute de acestea până la acest nivel, într-o etapă ulterioară a procedurilor, au confirmat faptul că tranzacțiile la Investbx pe durata primilor cinci ani s-ar limita la 2 milioane GBP pe an şi orice tranzacții peste 2 milioane GBP ar fi notificate Comisiei.

(100) Conform avizului autorităților din Regatul Unit, instrumentul de ajutor notificat nu vizează carența pieței şi depăşeşte mijloacele tradiționale în ceea ce priveşte modul de abordare a acestei dificultăți. Investbx este concepută pentru a veni în completarea prestatorilor de servicii de finanțare şi pentru a atrage şi utiliza în beneficiul IMM-urilor o sursă suplimentară de finanțare. Autoritățile din Regatul Unit consideră că efectul încurajator al proiectului este clar în sensul că fără intervenție publică, Investbx nu ar fi creată.

(101) Autoritățile din Regatul Unit consideră că prin crearea şi finanțarea inițială a Investbx concurența nu va fi denaturată, ci mai curând aceasta va contribui la remedierea carenței pieței care în prezent nu este abordată. Chiar dacă s-ar putea argumenta faptul că măsura poate duce la denaturarea concurenței, suma limitată de finanțare pe o perioadă de cel mult cinci ani, împreună cu faptul că impactul Investbx va fi limitat numai la o regiune a Regatului Unit, înseamnă că orice astfel de denaturare este mai mult decât compensată de potențialele beneficii aduse tuturor regiunilor din întreaga Comunitate. La sfârşitul perioadei de cinci ani, Investbx trebuie să fie autofinanțabilă, iar dacă societatea este în mod încurajator vândută, orice încasări din vânzare se vor întoarce la AWM.

(102) Autoritățile din Regatul Unit consideră că Investbx poate avea un efect limitat asupra concurenței şi nici un efect evident asupra tranzacției, deoarece caută să funcționeze numai într-o regiune din cele nouă din Regatul Unit. Investbx va acționa în calitate de actor regional, aşadar nu poate denatura, prin definiție, nici o activitate economică din afara regiunii West Midlands. În plus, dacă Investbx se dovedeşte a avea succes, în alte părți ale Comunității proiecte similare ar stimula interesul sectorului privat şi nu ar necesita intervenție publică.

(103) Dacă proiectul este un succes şi carența pieței este diminuată, atunci aceasta ar fi fost o cale excelentă de a-l obține cu minime cheltuieli publice sau cu o minimă denaturare a concurenței. Dacă proiectul nu are succes, atunci, la fel, concurența nu va fi fost denaturată, însă se va fi ştiut faptul că fie modelul Investbx nu a fost un mijloc viabil de abordare a carenței pieței, fie modul în care AWM

([15]) Caz 2006/250/CE – Regatul Unit – „Fonduri de capital al întreprinderii", JO L 91, 29.3.2006, p. 16.

s-a gândit să pună în aplicare modelul nu a fost o cale corespunzătoare de a acționa și că ar trebui să se țină seama de o abordare alternativă.

5.2. **Observații ale Regatului Unit privind comentariile contra ale terților**

(104) În ceea ce privește comentariile contra ale JP Jenkins, autoritățile din Regatul Unit fac o mare diferență între Investbx și această societate. Acestea afirmă faptul că JP Jenkins Stockbrokers utilizează un model complet diferit față de cel al Investbx. JP Jenkins Stockbrokers este un broker de executare și un formator de piață care pune în legătură tranzacțiile cu titluri de valoare necotate la nici o bursă. Nu există nici o obligație de reglementare pentru această piață. Principalul obiectiv al Investbx este strângerea de fonduri pentru IMM-uri; JP Jenkins Stockbrokers nu îndeplinește această funcție.

(105) Autoritățile din Regatul Unit au reacționat la comentariile QCA și Ofex după cum urmează.

(106) O apreciere cuprinzătoare și faptică a carenței pieței este prezentată în notificarea privind ajutorul de stat transmisă de autoritățile din Regatul Unit din 26 iulie 2005. În plus, acestea citează studii care demonstrează continuitatea carenței pieței, precum: HM Treasury, *Raport bugetar prealabil din 5 decembrie 2005*; DTI Small Business Service, *Un studiu schematic privind furnizarea de capital de risc*; CBI, *Facilitarea evoluției întreprinderii*. În West Midlands există peste 300 000 de IMM-uri și, în medie pe an numai o societate cu sediul în West Midlands a devenit membră Ofex în ultimii cinci ani. În mod asemănător, în timp ce o rețea de investitori privați există deja, comentariile terților sugerează faptul că IMM-urile au nevoie de un instrument de finanțare incremental pentru a asigura etapa lipsă din tendința ascendentă de finanțare, deoarece etapa de penetrare o unei piețe recunoscută este evidențiată ca fiind prea dificilă pentru stadiul lor de dezvoltare.

(107) Autoritățile din Regatul Unit acceptă faptul că totalul costurilor tranzacției este cel care împiedică adesea IMM-ul de a strânge fonduri pe piețele recunoscute. Comentariile terților consideră costul fluctuației ca reprezentând un procent prea ridicat din fondurile strânse. Intervenția autorităților din Regatul Unit a permis firmelor profesionale concurente locale să lucreze împreună în cadrul unui proces conform de tranzacționare într-un sistem alternativ de tranzacționare și să elaboreze tipare standard, fapt ce duce la reducerea costurilor de strângere a fondurilor. Costul global nu trebuie să reprezinte un obstacol în calea intrării pe Investbx.

(108) Conform autorităților din Regatul Unit, sunt disponibile informații de cercetare privind acțiunile de pe piețele mature care atrag investiții instituționale. Sunt elaborate informații cu privire la acțiunile de care investitorii instituționali vor fi interesați, ce vor fi ulterior folosite de echipele de vânzare ale brokerilor pentru a atrage interesul instituțional în acțiuni și pentru a genera tranzacții. Aceste informații de cercetare nu sunt totuși disponibile investitorilor individuali. În plus, instituțiile financiare nu sunt interesate de acțiunile societăților mici, deoarece nu există un volum suficient de acțiuni disponibile pentru ca acestea să dețină o poziție importantă. În schimb, Investbx va oferi date privind acțiunile IMM-urilor însă, în plus, IMM-urile vor comanda o cercetare independentă la prețul pieței pentru a furniza investitorului informații detaliate despre societate în sprijinul deciziei lor de investiție.

(109) În replică la argumentul că Investbx ar reduce lichiditatea, autoritățile din Regatul Unit afirmă faptul că „*acum 25 de ani tehnologia pieței nu putea susține din punct de vedere geografic diverse piețe, deoarece cotarea aceleiași acțiuni pe piețe diferite era înțeleasă ca o fragmentare a lichidității pieței. Totuși, apariția internetului oferă posibilitatea unei schimbări de situație și posibilitatea de a canaliza banii investitorilor regionali în societăți locale în avantajul regiunii*". O bursă în West Midlands nu ar fragmenta lichiditatea, în schimb ar încuraja gruparea continuă a lichidității prin mișcarea unui volum mai mare de acțiuni la un preț unic de tranzacționare săptămânal sau lunar.

(110) În replică la comentariul privind protejarea investitorilor, autoritățile din Regatul Unit au stabilit măsuri de protecție a investitorilor în vigoare în Regatul Unit și aplicabile investitorilor care investesc în Investbx. Societățile care intră pe Investbx trebuie să îndeplinească o serie de cerințe de reglementare și confidențialitate adecvate unui sistem alternativ de tranzacționare. Conform celor menționate anterior, Investbx va respecta obligațiile FSA de protecție a investitorilor printr-un serviciu de conformitate competent, externalizat la The Share Centre, care monitorizează toate aspectele de funcționare Investbx în această privință. Firma reglementată de FSA, The Share Centre, va supraveghea funcționarea Investbx și se va asigura că Investbx utilizează bunele practici corespunzătoare stabilite în Codul de conduită și etică în afaceri al FSA. Pe lângă informațiile juridice, Investbx va oferi investitorilor mult mai multe informații despre IMM-uri decât este de obicei posibil. Acest lucru nu intră în regimul de reglementare și este semnificativ pentru abordarea inovatoare a Investbx.

(111) Sistemele pe bază de licitații reprezintă o alternativă recunoscută la sistemele guvernate de cotații și sunt mai adecvate tranzacționării de pachete mai mici de acțiuni, după cum se evidențiază în lucrarea „*Burse regionale în Regatul Unit*" de Dr. Robert Huggins. Investitorul țintă pentru IMM-urile cotate la Investbx este interesat de

oportunitățile pe termen mediu şi lung şi, din această cauză, este important să se ofere mai multe informații despre perspectivele societății. Acest profil de investitor nu necesită aceeaşi capacitate de tranzacționare continuă după cum ar necesita un comerciant instituțional. Totuşi, datele privind următoarea licitație pot fi vizualizate sau ordinele pot fi modificate 24 de ore din 24, 7 zile pe săptămână în orice punct până la momentul licitației.

(112) Structura acționariatului Ofex este formată în primul rând din brokeri şi instituții financiare, ambele folosind şi beneficiind în mod semnificativ de pe urma sistemului de formatori de piață guvernat de cotații. După cum se evidențiază în datele furnizate de Ofex, pentru a menține capacitatea de a tranzacționa în orice moment pe o piață guvernată de cotații, se poate trece prin diferențe mari de până la 75 %. În schimb, modelul Investbx va pune în legătură cumpărătorii şi vânzătorii la un preț unic, fiind un avantaj atât pentru IMM-uri care vor putea tranzacționa volume mici de acțiuni, cât şi investitori care nu vor avea de suferit de pe urma diferenței dintre prețul de cumpărare şi cel de vânzare.

(113) Autoritățile din Regatul Unit sugerează faptul că Ofex devine o piață mai matură. În recentele declarații de presă, Ofex a recunoscut faptul că a strâns capital propriu pentru a finanța schimbările din platforma sa de tranzacționare în scopul facilitării tranzacționării de acțiuni pentru a intra în concurență directă cu AIM şi LSE. Noua platformă oferă Ofex capacitatea de a tranzacționa un volum mult mai mare de anumite titluri cotate sau necotate la bursă cu cotații existente în altă parte în Londra.

(114) Autoritățile din Regatul Unit argumentează faptul că investitorii nu ar rămâne blocați dacă Investbx ar trebui să fie închisă. Ieşirea din proiectul Investbx este definită în acordul de finanțare. În cazul în care Investbx ar trebui să fie închisă, IMM-urile ar fi tranzacționate în continuare pe platforma The Share Centre, în aceleaşi condiții.

(115) Autoritățile consideră că ajutorul acordat Investbx este minimum necesar pentru abordarea unei carențe a pieței în ceea ce priveşte accesul la finanțarea prin acțiuni a IMM-urilor din regiunea West Midlands. Investbx nu va acorda fonduri în mod direct; nu va face discriminări în ceea ce priveşte selectarea IMM-urilor pe baza performanței lor ulterioare şi a evaluării lor pe platforma de tranzacționare Investbx. Investbx nu primeşte nici o remunerație pe baza unei viitoare evaluări a unei IMM după cum ar primi o societate cu capital de risc. Fără ajutor, proiectul nu se va realiza. Este prea riscant să se încerce o operațiune hazardată numai cu sprijin privat, deoarece nu există precedent pentru acest model de afacere.

(116) Autoritățile din Regatul Unit nu sunt de acord cu faptul că modelul de afacere nonprofit este predispus la limitarea inovației pe piețele financiare. Autoritățile din Regatul Unit ar dori ca Investbx să stabilească şi să construiască o nouă activitate profitabilă, însă susțin faptul că, în primă fază, aceasta nu va fi profitabilă şi din acest motiv este nevoie de finanțare. Totuşi, tot trebuie să obțină profit pentru a deveni autofinanțabilă şi viabilă pe termen lung, odată cu expirarea finanțării limitate acordate de AWM. Diferența constă în faptul că profiturile vor fi mai curând reinvestite decât retrase de acționari. Investbx va fi apreciată de autoritățile din Regatul Unit pe baza capacității sale de a reuşi şi de a pune la dispoziție servicii noi IMM-urilor cu sediul în West Midlands.

6. **EVALUAREA MĂSURII**

(117) Comisia a examinat măsura în temeiul articolului 87 din Tratatul CE, în special pe baza Instrucțiunilor privind capitalul de risc. Rezultatele acestei evaluări sunt prezentate mai jos.

6.1. **Legalitatea**

(118) Autoritățile din Regatul Unit au comunicat măsura. Acestea au declarat faptul că Investbx nu a fost înregistrată, nu şi-a început activitatea şi nu a primit subvenții sau fonduri.

(119) Autoritățile din Regatul Unit au mai declarat faptul că AWM a recrutat o persoană pentru asumarea rolului viitor de director al Investbx totuşi, în prezent, această persoană lucrează în calitate de membru la echipei de conducere AWM asupra unei game variate de proiecte, dintre care unul se referă la lucrările pregătitoare pentru Investbx. Lucrările pregătitoare pentru dezvoltarea viitorului portal website Investbx au fost începute. Din cauza unei probleme tehnice, acest site care este clar etichetat ca fiind în construcție a putut fi accesat. Această problemă a fost rezolvată, iar site-ul nu poate fi vizualizat în mod public.

(120) Investbx nu a fost încă înființată ca societate şi nu a primit finanțare. În consecință, nici un ajutor nu a fost încă acordat.

(121) Autoritățile din Regatul Unit se angajează să nu acorde ajutor înainte de aprobarea Comisiei. Prin urmare, acestea şi-au respectat astfel obligațiile din articolul 87 alineatul (3) din Tratatul CE.

6.2. **Existența ajutorului de stat**

(122) În conformitate cu decizia de inițiere a procedurii, prezența ajutorului a fost verificată la trei niveluri: la nivelul

— Investbx ca piață,

— investitorilor, şi

— IMM-urilor în care urmează să se investească.

Această evaluare va fi realizată în conformitate cu Instrucțiunile privind capitalul de risc.

6.2.1. *Ajutorul la nivelul Investbx*

(123) Investiția, precum şi cheltuielile curente vor fi finanțate din resurse de stat prin agenția de dezvoltare în proprietatea statului, AWM. Conform autorităților din Regatul Unit, nici un investitor privat nu a fost interesat să investească în Investbx. În condiții de piață normale, capitalul inițial primit sub formă de subvenție nu ar fi fost strâns în aceleaşi condiții favorabile. Din acest motiv, furnizarea de finanțare nu corespunde comportamentului unui investitor privat de pe piață. Astfel, Investbx primeşte finanțare care nu ar fi putut altfel să o obțină din surse ale sectorului privat la prețul pieței. În consecință, întreprinderea Investbx primeşte un avantaj din resurse de stat. Deoarece măsura poate avea efecte asupra altor prestatori de servicii financiare, în special asupra Ofex, conform celor discutate anterior, măsura poate denatura concurența. În general, capitalul şi serviciile aferente pot fi furnizate de peste graniță. Acest lucru este evidențiat în exemplul prezentat de Universitatea din Warwick care citează o IMM din regiunea West Midlands, care primeşte finanțare de pe piața din Australia, precum şi de eforturile Ofex de a-şi oferi servicii în străinătate. Deşi există o mică probabilitate ca IMM-urile din West Midlands care caută finanțare prin acțiuni de până la 2 milioane GBP să caute şi să primească servicii din străinătate, aceasta nu poate fi exclusă. Astfel, măsura poate afecta tranzacțiile intracomunitare. Prin urmare, măsura presupune un ajutor acordat Investbx în sensul articolului 87 alineatul (1) CE.

6.2.2. *Ajutorul la nivelul investitorilor*

(124) Investbx oferă un sistem de licitații on-line care oferă tuturor investitorilor posibilitatea de a investi în IMM-uri, atât celor instituționali, cât şi societăților private. Investitorii ar putea să beneficieze de informațiile şi serviciile asigurate de Investbx, pe care nu le-ar primi altfel. Orice investitor interesat, cu excepția cazului în care legislația privind protecția investitorilor prevede altfel, va putea să utilizeze Investbx în aceleaşi condiții. Nu există nici un prag minim al investițiilor furnizate de un singur investitor. Prin urmare, indiferent de faptul dacă măsura acordă un avantaj investitorilor, aceasta nu este selectivă la acest nivel şi astfel nu constituie pentru investitori un ajutor în sensul articolului 87 alineatul (1) din Tratatul CE.

6.2.3. *Ajutorul la nivelul IMM-urilor*

(125) IMM-urile vor beneficia de pe urma măsurii în măsura în care aceştia vor putea să strângă capital de investiții în condiții care nu ar fi altfel prezente pe piață. Pachetul de servicii prestate de Investbx nu este în prezent oferit împreună cu nici un alt prestator de pe piață. Faptul că investitorii privați nu sunt dispuşi să dezvolte o întreprindere asemănătoare Investbx demonstrează faptul că proiectul este riscant. Această activitate presupune cheltuieli generale semnificative, care pot fi acoperite numai dacă Investbx poate atinge un anume volum de activitate; totuşi, nu este sigur faptul că acest volum va fi atins. În mod normal, prețul ce urmează a fi plătit de către obiectele de investiție ar trebui să reflecte acest risc ridicat. Deşi majoritatea serviciilor oferite de Investbx sunt externalizate prestatorilor de pe piață şi Investbx primeşte o marjă de profit pentru acestea, prețul perceput de Investbx de la obiectele de investiție pentru pachetul de servicii prestate este prea mic pentru a asigura acoperirea cheltuielilor sale generale pe durata perioadei inițiale de cel mult cinci ani sau până când un volum semnificativ de societăți vor folosi serviciile sale. Această propunere nu a fost acceptată de nici un investitor de pe piață. În consecință, măsura poate conferi un avantaj IMM-urilor care folosesc Investbx pentru finanțare, deoarece datorită structurii Investbx de fixare a prețului, IMM-urile primesc servicii în condiții mai avantajoase decât dacă le-ar fi fost oferite în mod individual de actorii existenți pe piață. Regatul Unit a arătat faptul că serviciile aferente utilizării unei platforme de tranzacționare, unui sistem de participare a angajaților la beneficii, unui cont de tranzacționare a acțiunilor, unei cercetări independente şi unor servicii de marketing vor fi externalizate prestatorilor privați în condițiile pieței. Avantajul derivă din concentrarea acestor servicii, precum şi din strângerea de fonduri de la investitorii interesați de IMM-urile din West Midlands. Acest avantaj este acordat din resurse de stat deoarece numai prin înființarea şi menținerea cu finanțare de la stat este posibilă crearea Investbx care să presteze servicii ce nu ar fi altfel prestate în aceleaşi condiții de piață. Din moment ce este probabil ca obiectele de investiție să fie active pe piețe deschise concurenței la nivelul Comunității, măsura poate denatura concurența şi poate afecta tranzacțiile intracomunitare. În concluzie, IMM-urile în care urmează să se investească vor primi ajutor în sensul articolului 87 alineatul (1) din Tratatul CE.

6.3. **Compatibilitatea măsurii**

(126) În măsura în care măsura constituie ajutor de stat în sensul articolului 87 alineatul (1) din tratat, compatibilitatea acestuia trebuie evaluată având în vedere excepțiile din articolul 87 alineatele (2) şi (3) din tratat. Excepțiile prevăzute la articolul 87 alineatul (2) din tratat, care fac trimitere la ajutorul social acordat clienților individuali, ajutorul pentru compensarea daunelor provocate de dezastre sau de evenimente excepționale şi ajutorul acordat anumitor zone din Republica Federală Germania, nu se aplică în acest caz. De asemenea, măsura nu intră sub incidența excepției din articolul 87 alineatul (3) litera (a) din tratat privind acordarea de ajutoare pentru promovarea dezvoltării economice a zonelor cu un nivel de trai anormal de scăzut sau cu o ocupare insuficientă a forței de muncă. În acelaşi mod, măsura nu poate fi considerată ca fiind un proiect important de interes comun european sau ca remediind o abatere gravă de la normal a economiei din Regatul Unit în conformitate cu articolul 87 alineatul (3) litera (b) din tratat şi nici nu are drept obiectiv promovarea păstrării culturii şi moştenirii prevăzută la articolul 87 alineatul (3) litera (d) din tratat.

(127) Articolul 87 alineatul (3) litera (c) din tratat prevede autorizarea ajutoarelor pentru a facilita dezvoltarea anumitor activități economice sau zone economice în care un astfel de ajutor nu afectează în mod negativ condițiile de tranzacționare într-o măsură contrară interesului comun. Comisia ia act de faptul că măsura în joc are drept scop stabilirea unei piețe şi acordarea de ajutoare pe cinci ani serviciului de tranzacționare on-line pentru investitori şi IMM-uri. Prin urmare, măsura are drept scop stabilirea unei instrument de investiție care să poată facilita punerea în legătură a investitorilor şi IMM-urilor țintă pentru care poate, aşadar, îmbunătăți accesul la capitalul de risc.

(128) Articolul 87 alineatul (3) litera (c) din tratat, în domeniul capitatului de risc se aplică în conformitate cu Instrucțiunile privind capitalul de risc. Aceste instrucțiuni se aplică tuturor măsurilor notificate privind capitalul de risc pentru respectarea cărora Comisia trebuie să ia o decizie după publicarea instrucțiunilor în *Jurnalul Oficial al Uniunii Europene*, chiar dacă măsurile, precum cele prezente, au fost notificate înaintea publicării instrucțiunilor ([16]). Investbx facilitează punerea în legătură a investitorilor şi IMM-urilor țintă pentru care poate, aşadar, îmbunătăți accesul la capitalul de risc. În consecință, este un instrument de investiție în sensul punctului 5.1 litera (f) din Instrucțiunile privind capitalul de risc. În conformitate cu punctul respectiv, o măsură de constituire a unui ajutor pentru un instrument de investiție face obiectul unei evaluări mai detaliate în secțiunea 5 din instrucțiuni. La evaluarea compatibilității măsurii în conformitate cu secțiunea 5 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia urmăreşte abordarea anunțată în Planul de acțiune privind ajutoarele de stat ([17]) care a fost menționată şi concretizată în subsecțiunile 5.2, 5.3 şi 5.4 din Instrucțiunile privind capitalul de risc. Va evalua dacă măsura de ajutor vizează un obiectiv bine definit de interes comun, în special de reducere a carenței pieței, dacă ajutorul este corespunzător pentru îndeplinirea obiectivului identificat de interes comun, dacă este necesar şi dacă are un efect încurajator, dacă este proporțional şi dacă denaturările concurenței şi efectul asupra tranzacțiilor sunt limitate pentru a se asigura că măsura de ajutor nu este, prin analiză comparativă, contrară interesului comun. Prin urmare, Comisia va analiza mai multe elemente pozitive şi negative. În conformitate cu punctul 5 paragraful al doilea din Instrucțiunile privind capitalul de risc, nici un element nu este hotărâtor şi nici un set de elemente nu poate fi considerat ca fiind suficient să asigure compatibilitatea de unul singur. În unele cazuri, aplicabilitatea şi ponderea acestora poate depinde de forma măsurii.

(129) Nici unul din celelalte regulamente, cadre sau instrucțiuni existente privind ajutoarele de stat nu este aplicabil. Este adevărat că anumite porțiuni din West Midlands nu îndeplinesc criteriile pentru derogarea de la articolul 87 alineatul (3) litera (c) din Tratat ([18]) şi Comisia ia, de asemenea, act de faptul că această regiune a avut de suferit de pe urma crizei Rover. Totuşi, subvenția acordată Investbx nu reprezintă o aplicare a ajutoarelor pentru dezvoltare regională.

6.3.1. *Măsura de ajutor vizează un obiectiv bine definit de interes comun?*

(130) În conformitate cu punctul 5.2.1 din instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia evaluează faptul dacă măsura de ajutor vizează o carență a pieței bine definită. În ceea ce priveşte măsurile care presupun în mod specific un instrument de investiție, Comisia solicită dovezi suplimentare ale carenței pieței. Aceste dovezi trebuie să se bazeze pe un studiu care să arate nivelul carenței pieței iar dovezile trebuie să se refere la furnizarea de capital de risc şi la semnificația industriei cu capital de risc.

(131) În conformitate cu punctul 1.3.2 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia consideră că principala sursă a carenței pieței în ceea ce priveşte piețele cu capital de risc este legată de asimetriile de informații. În ceea ce priveşte accesul la capital al întreprinderilor mici şi tinere, principalele dificultăți de finanțare prin acțiuni sunt reprezentate de costurile mari de tranzacționare şi intermediere, precum şi de aversiunea față de risc a investitorilor privind investițiile cu capital de risc. În general, carența pieței apare atunci când, din cauza unei ineficiente puneri în legătură a ofertei şi cererii de capital de risc, nivelul capitalului de risc devine prea limitat şi întreprinderile nu obțin finanțare chiar dacă au un model de afaceri valoros şi perspective de dezvoltare.

(132) Obiectivul prezentei măsuri de ajutor este abordarea carenței pieței în ceea ce priveşte finanțarea prin acțiuni a IMM-urilor în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP în regiunea West Midlands.

(133) Pentru a demonstra că în acest interval nivelul capitalului de risc este limitat, în pofida cererii de finanțare prin acțiuni a societăților viabile, punctul 5.2.1 din Instrucțiunile privind capitalul de risc enumeră o serie elocventă de elemente. În următoarea evaluare a carenței pieței, Comisia ține seama în special de rentabilitatea plasamentelor private în acțiuni din Regatul Unit în ultimii ani şi de repartizarea investiției pe categorii de volum de investiții privind intervalul carenței pieței menționat. Comisia examinează, de asemenea, datele privind regiunea West Midlands, în special repartizarea regională a plasamentelor private în acțiuni, cererea de finanțare prin acțiuni şi

([16]) Instrucțiuni privind capitalul de risc, punctual 7.2 paragraful al treilea.

([17]) Comunicarea Comisiei COM(2005) 107 final, din 7 iunie 2005.

([18]) Decizia Comisiei din 26 iulie 2000 privind ajutoarele de stat nr. N 265/2000 – Regatul Unit privind harta ajutoarelor regionale UK pentru perioada 2000-2006 (JO C 272, 23.9.2000, p. 43).

măsura în care această cerere este satisfăcută pe pieţele de capital recunoscute. În acest scop, Comisia analizează studiile prezentate de autorităţile din Regatul Unit.

(134) În plus, se ia act de faptul că măsura de ajutor va oferi, de asemenea, sprijin unei regiuni care trece prin modificări structurale prin stabilirea unei pieţe de acţiuni regionale on-line pentru IMM-uri.

6.3.1.1. ***Dovada carenţei pieţei ce va fi vizată de măsură***

(135) Investbx vizează finanţarea prin acţiuni a regiunii West Midlands în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP. Acesta este intervalul în care carenţa pieţei este percepută ca fiind cea mai gravă de către actorii de pe piaţă conform Regatului Unit şi multor comentarii ale terţilor. Aceştia consideră că acest interval de investiţie este prea mare pentru majoritatea investitorilor netradiţionali, precum investitorii providenţiali care au acces la resurse financiare limitate ([19]), şi prea mic pentru majoritatea investitorilor tradiţionali cu capital de risc care consideră prohibitiv costul de evaluare a potenţialelor investiţii atunci când o societate caută numai un volum mic de finanţare prin acţiuni ([20]). În conformitate cu proiectul financiar Investbx, prezentat de autorităţile din Regatul Unit, se aşteaptă ca volumul mediu de finanţare să se ridice la 1,66 milioane GBP până în al cincilea an de funcţionare.

(136) În Decizia sa privind schema Fondurilor de capital al întreprinderii ([21]), Comisia a încheiat prin faptul că există o carenţă a pieţei în intervalul 250 000 GBP (357 000 EUR)-2 milioane GBP (2,9 MEUR) în Regatul Unit, în conformitate cu datele din *Sondajul de măsurare a performanţei 2003* ([22]); *Raport privind activitatea de investiţie 2003* ([23]), în conformitate cu informaţiile furnizate de Regatul Unit şi conform comentariilor terţilor care au confirmat existenţa carenţei pieţei.

(137) Conform autorităţilor din Regatul Unit, carenţa pieţei există în Regatul Unit, în special în regiunea West Midlands, iar această evaluare este susţinută de următorii factori, în conformitate cu raportul realizat de ECOTEC ([24]):

— societăţile private de finanţare prin acţiuni nu pot atinge nivelul necesar de rentabilitate al investiţiilor sub 2 milioane GBP;

— carenţa pieţei în intervalul 250 000 GBP - 2 milioane GBP este reală şi s-a creat după 1999/2000, deoarece capitalul de risc s-a orientat înspre tranzacţii mai mari;

— în regiune se realizează foarte puţine plasamente private în acţiuni în intervalul 250 000 GBP - 2 milioane GBP;

— există o cerere semnificativă de finanţare din partea IMM-urilor în acest interval al carenţei pieţei.

6.3.1.1.1. *Rentabilitatea investiţiilor private în acţiuni şi cu capital de risc din Regatul Unit*

(138) Rentabilitatea investiţiilor private în acţiuni şi cu capital de risc în diferite categorii de investiţii reprezintă un indicator pentru analiza carenţei pieţei, deoarece o rentabilitate redusă a investiţiilor în intervalul carenţei pieţei va determina trecerea investitorilor la investiţii mari, mai profitabile. În conformitate cu cele mai recente date ale British Venture Capital Association (denumită în continuare „BVCA") ([25]), rentabilitatea investiţiilor private în acţiuni şi cu capital privat din Regatul Unit a crescut în anul 2004. Precum în anul 2003, achiziţiile manageriale interne (denumite în continuare „MBO") (cu 10 milioane GBP-100 milioane GBP capital propriu investit) şi MBO-urile mari (cu peste 100 milioane GBP capital propriu investit) au demonstrat o rentabilitate mult mai mare a investiţiilor pe termen scurt şi mediu decât investiţiile în stadiul incipient şi de dezvoltare. (Ex.: în anul 2004 rentabilitatea pe trei ani a fost de - 13,2 % la investiţiile în stadiul incipient, - 5,3 % la investiţiile în stadiul de dezvoltare şi au atins 13,7 % la MBO-urile medii şi 16,1 % la MBO-urile mari). Prin urmare, în ceea ce priveşte investiţiile private în acţiuni, pentru investitori este mai atractiv să investească în MBO-urile de peste 10 milioane GBP capital propriu investit decât în societăţi în stadiu incipient sau de dezvoltare.

([19]) În general, investitorii providenţiali investesc între 10 000 GBP şi 250 000 GBP în societăţile cu potenţial de dezvoltare care se află în stadiul de lansare sau incipient. CBI: *Îmbunătăţirea accesului la finanţare: facilitarea revoluţiei antreprenoriale* (iulie 2006).

([20]) HM Treasury: *Eliminarea deficitului de finanţare: următoarele etape în îmbunătăţirea accesului la capitalul de dezvoltare a societăţilor mici* (decembrie 2003).

([21]) Cazul privind ajutoarele de stat C 17/2004, JO L 91, 29.3.2006, p. 16.

([22]) PricewaterhouseCoopers: „*Capitalul de investiţii şi capitalul de risc – Sondaj BVCA de măsurare a performanţei 2003*" (2004).

([23]) PricewaterhouseCoopers: „*Raport BVCA (Asociaţia Britanică a Societăţilor cu Capital de Risc) privind activitatea de investiţii pe anul 2003*" (2004).

([24]) ECOTEC Research and Consulting Limited: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analiza cererii de piaţă*" (2004).

([25]) PricewaterhouseCoopers: „*Sondaj BVCA de măsurare a performanţei capitalului de investiţii şi a capitalului de risc în 2004*" (2005) şi „*Sondaj de măsurare a performanţei capitalului de investiţii şi a capitalului de risc al BVCA 2005*" (2006).

(139) Deşi în raportul BVCA pe 2005 privind rentabilitatea investiţiilor private în acţiuni şi cu capital de risc din Regatul Unit metodologia s-a schimbat ([26]), în stadiul incipient şi de risc, rentabilitatea pe termen mediu şi-a continuat trendul negativ. Rentabilitatea în stadiul de dezvoltare şi pe termen mediu a MBO-urilor mici a fost mult sub rentabilitatea pe termen mediu a MBO-urilor medii şi mari.

6.3.1.1.2. *Activitatea de investiţie privată în acţiuni din Regatul Unit*

(140) În conformitate cu studiul BVCA privind activitatea de investiţie privată în acţiuni din Regatul Unit ([27]), volumul mediu de investiţii din Regatul Unit a crescut în anul 2005, atingând un nivel de 5,2 milioane GBP, (în comparaţie cu 4,1 milioane GBP în 2004, 3,2 milioane GBP în 2003, 3,7 milioane GBP în 2002 şi 3,6 milioane GBP în 2001).

(141) În conformitate cu studiul BVCA menţionat anterior, volumul de capital de investiţii primit de autorităţile din Regatul Unit a crescut în mod substanţial în anii precedenţi (6 813 milioane GBP în 2005, 5 336 milioane GBP in 2004, 4 074 milioane GBP în 2003). Totuşi, volumul investit în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP nu a crescut, ci s-a redus în anul 2005 (313 milioane GBP în 2005, 330 milioane GBP în 2004 şi 286 milioane GBP în 2003). În anul 2005, 2 % din volumul total de capital de investiţii primit de societăţile din Regatul Unit a constat în investiţii sub 0,5 milioane GBP, 5 % a fost investit în intervalul 0,5-2 milioane GBP, iar restul de 94 % a constituit investiţii de peste 2 milioane GBP. Procentul volumului investit în intervalul 0,5-2 milioane GBP în comparaţie cu investiţiile totale a fost mai mic în 2005 decât în anii precedenţi (5 % în 2005, 6 % în 2004, 7 % în 2003, 10 % în 2002 şi 2001).

(142) În ceea ce priveşte numărul societăţilor în care s-au realizat investiţii, procentul acestora în intervalul 0,5-2 milioane GBP în comparaţie cu numărul total de societăţi în care s-au realizat investiţii arată, de asemenea, o tendinţă descrescătoare în Regatul Unit (23 % în 2005, 25 % în 2004, 25 % în 2003, 30 % în 2002 şi 31 % în 2001) conform studiului BVCA. În termeni absoluţi, în anul 2005 numărul societăţilor în care s-au realizat investiţii în intervalul 0,5-2 milioane GBP a fost cel mai mic din ultimii cinci ani (302 în 2005, 321 în 2004, 317 în 2003, 361 în 2002 şi 399 în 2001).

(143) Autorităţile din Regatul Unit au făcut trimitere la mai multe sondaje şi studii care indică existenţa carenţei pieţei în Regatul Unit, precum:

— documentul de consultare a bugetului HM Treasury „*Eliminarea deficitului de finanţare*" ([28]) a confirmat deficitul în intervalul 0,25 milioane GBP-2 milioane GBP. Raportul s-a bazat pe sondaje, date BVCA şi pe trimiteri la studii academice ([29]). În ceea ce priveşte sondajele, 97 % din respondenţii la documentul de consultare „*Eliminarea deficitului de finanţare*" au fost de acord cu faptul că IMM-urile se confruntă în continuare cu o carenţă semnificativă a pieţei şi o mare parte dintre aceştia argumentează faptul că seriozitatea deficitului variază în funcţie de dimensiunea, sectorul şi stadiul de dezvoltare a societăţii. „*Răspunsurile la documentul de consultare*« Eliminarea deficitului de finanţare» *au evidenţiat faptul că rămâne un grup cheie de întreprinderi mici şi mijlocii (IMM-uri) care nu sunt adecvate pentru acordarea de finanţare prin împrumut şi care în prezent nu pot avea acces la capitalul de investiţii de care au nevoie pentru a prospera. Societăţile care caută sume mici de investiţii pentru modernizarea sau diversificarea activităţilor lor sunt, de asemenea, afectate*". Raportul argumentează faptul că unele IMM-uri „nu sunt adecvate acordării de finanţare prin împrumut", iar atunci când o întreprindere nu generează încă suficiente profituri pentru a rambursa dobânzile datoriilor şi/sau când societatea dezvoltă noi tehnologii sau produse cu un potenţial de creştere substanţial însă şi cu un risc semnificativ, strângerea de capital propriu poate reprezenta o formă mai adecvată de finanţare. Conform raportului, investitorii în acţiuni se pot confrunta cu costuri semnificative la identificarea unor oportunităţi adecvate de investiţie, în special în ceea ce priveşte costurile de căutare, verificare prealabilă şi monitorizare a investiţiilor în firme mai mici şi tinere. „*În comparaţie cu societăţile mari cotate la burse publice, fluxul*

([26]) În Raportul pe 2005, statisticile au fost împărţite în fonduri care s-au închis iniţial înainte şi după 1996. Fondurile care s-au închis iniţial după 1996 au fost clasificate din nou în categorii de risc (inclusiv stadiile de cristalizare, constituire şi incipiente de dezvoltare), MBO mică (MBO-uri/MBI-uri sub 10 milioane GBP şi investiţii în stadiul de dezvoltare), MBO mijlocie (MBO-uri/MBI-uri pentru 10 - 100 milioane GBP) şi MBO mare (MBO-uri/MBI-uri peste 100 milioane GBP).

([27]) PricewaterhouseCoopers: „*Raport BVCA privind activitatea de investiţii 2004*" (2005) şi „*Raport BVCA privind activitatea de investiţii 2005*" (2006).

([28]) HM Treasury: *Eliminarea deficitului de finanţare: următoarele etape în îmbunătăţirea accesului la capitalul de dezvoltare a societăţilor mici* (decembrie 2003).

([29]) Harding, R. Cowling, M. and Murray, G.: „*Evaluarea dimensiunii deficitului patrimonial: Raport către H.M. Treasury şi Small Business Service*" (noiembrie 2003) şi ECOTEC: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analiza cererii de piaţă, raport final destinat Advantage West Midlands*" (2004).

de informații privind societățile mici, necotate, care caută investiții este limitat". Raportul argumentează faptul că din cauza asimetriei de informații, potențialii investitori nu pot percepe în mod corect profilul profit-risc al societăților și pot să nu fie dispuse să investească în capitalul de risc. Raportul încheie prin faptul că din cauza costurilor mari de tranzacționare și a costurilor proporțional mai mari de obținere a informațiilor despre firme mai mici, investitorii își deplasează centrul atenției asupra investițiilor mai mari. Constrângerea structurală privind furnizarea de fonduri și expertiză cu capital de risc societăților mai mici și mai riscante sugerează faptul că investitorii cu capital de risc își vor deplasa centrul atenției asupra societăților mai mari, în stadii mai avansate de dezvoltare.

— Cercetările întreprinse de ECOTEC ([30]) au reafirmat existența unei carențe a pieței în intervalul 0,5 milioane GBP-5 milioane GBP, cele mai grave constrângeri fiind atribuite societăților care caută cel mult 2 milioane GBP capital de dezvoltare.

— Rapoartele recente ale Confederation of British Industry („CBI") au ajuns la concluzia că există în continuare un deficit evident în ceea ce privește accesul la finanțare. „Încă mai există carențe ale pieței și anomalii în sistem care trebuie abordate". … „În ultimii ani, dovezile indică faptul că există o carență a pieței crescătoare în intervalul 500 000 milioane GBP-3 milioane GBP. Informațiile recente furnizate de BVCA nu oferă nici un indiciu al faptului că deficitul se diminuează, volumul mediu de investiții în acțiuni fiind în continuă creștere" ([31]).

Unele studii argumentează faptul că există o carență a pieței chiar sub 0,5 milioane GBP și peste 2 milioane GBP. Totuși, nici un studiu nu contrazice existența carenței pieței în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP, care reprezintă intervalul de finanțare prin acțiuni vizat de Investbx. Acesta este perceput ca fiind intervalul cu cele mai stricte constrângeri.

(144) Autoritățile din Regatul Unit au citat, de asemenea, mai multe studii și sondaje privind diferitele aspecte ale dezavantajului cu care se confruntă societățile mici atunci când doresc să fie cotate la o bursă.

— Într-un articol de cercetare de Brian Zivicky ([32]) se face trimitere la faptul că, în Regatul Unit, puține societăți mici cotate sunt urmărite de analiști, deoarece nu există un volum suficient de tranzacționare care să justifice costul cercetării realizate.

— Un raport realizat de Jaffe Associates în numele Quoted Company Alliance ([33]) afirmă faptul că societățile mai mici cotate se află în concurență pentru un procent mic și descrescător de investiții instituționale în acțiuni în Regatul Unit. Capacitatea de a tranzacționa volume mari este un propulsor cheie al deciziilor de investiție care dezavantajează automat societățile mai mici.

— Un sondaj realizat de SWR Worldwide ([34]) a stabilit faptul că emitenții și investitorii au realizat că mecanismele curente de prestare a serviciilor financiare IMM-urilor ar putea fi îmbunătățite, în special în ceea ce privește punerea în legătură a emitenților și investitorilor. În urma sondajului, cel mai important factor în luarea unei decizii de investiție s-a dovedit a fi calitatea și volumul de informații. O mare parte din gestionarii de fonduri, investitorii cu venituri mari și societățile cu capital de risc intervievate au afirmat faptul că bursele nu fac o treabă suficient de bună în ceea ce privește asigurarea accesului IMM-urilor sau asigurarea lichidității titlurilor oferite de IMM-uri.

— O lucrare scrisă de Tim Mocroft ([35]) descrie faptul că *„…cotarea și cerințele de reglementare ale burselor tradiționale sunt costisitoare însă, dată fiind dimensiunea societăților implicate și sumele de bani strânse, costurile pot fi de obicei suportate. Totuși, ambii factori impun un plafon în ceea ce privește dimensiunea societății care poate avea efectiv acces la principalele piețe din Regatul Unit – și anume lista oficială a Bursei de Valori din Londra și AIM […] În mod specific, pe orice piață, o ofertă publică inițială*

([30]) ECOTEC: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: analiza cererii de piață*" (2004).

([31]) CBI: „*Îmbunătățirea accesului la finanțare: facilitarea revoluției antreprenoriale*" (iulie 2006).

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

([33]) Jaffe Associates în numele Quoted Companies Alliance: „*Investiție instituțională și tranzacționare cu societăți mai mici cotate din Regatul Unit*" (2002).

([34]) SWR Worldwide: „*Viziunile emitenților și investitorilor din întreaga Marea Britanie asupra investițiilor*" (2001).

([35]) Tim Mocroft: „*Eliminarea deficitului patrimonial: o nouă propunere pentru piețele de acțiuni locale virtuale*" (2001)

(IPO) va consta în regiune 500 000 GBP; cu aceste costuri, nu este rentabil să se strângă sume relativ mici de capital".

— În raportul Deloitte „*Îmbunătățirea accesului la finanțare pentru întreprinderile mici şi mijlocii*" ([36]), se menționează pe baza interviurilor oferite de brokeri că IMM-urile nu au suficiente cunoştințe generale şi nu sunt îndeajuns de conştiente de opțiunile de finanțare. Interviurile au dezvăluit faptul că pregătirea slabă pentru investiție a fost principalul obstacol în calea accesului la finanțare în întreaga regiune West Midlands. Pregătirea pentru investiție presupune o atitudine profesională față de finanțare, documente de afaceri de calitate şi potențial de rentabilitate generală a unui proiect. Aceasta implică atât cererea, cât şi oferta: poate împiedica societățile să depună o cerere de finanțare, deoarece acestea se aşteaptă să fie refuzate şi poate limita oferta, deoarece un potențial investitor se confruntă cu un nivel ridicat de risc dacă acesta ia în considerare un nivel insuficient de pregătire pentru investiție.

6.3.1.2. ***Carența pieței în West Midlands***

(145) În timp ce informațiile prezentate anterior se referă la analiza nivelului din Regatul Unit, obiectul evaluării Comisiei îl reprezintă existența unei carențe a pieței în regiunea vizată de Investbx – West Midlands. În acest context, pe lângă elementele de mai sus, s-a ținut seama de alte aspecte ale cererii şi ofertei de investiție la nivel regional.

(146) Majoritatea comentariilor terților au susținut existența carenței pieței în regiunea West Midlands. În plus, în replica la comentariile terților, autoritățile din Regatul Unit au prezentat dovezi, bazate pe o estimare realizată de societățile cu capital de risc cu rediul în regiune, care susțin existența carenței pieței în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP şi faptul că din cele 500-750 propuneri primite de acestea în decurs de un an, mai puțin de 1 % primesc finanțare, chiar dacă majoritatea societăților respinse au planuri de afaceri viabile şi ar putea primi finanțare dacă ar exista un mecanism precum cel propus de Investbx.

6.3.1.2.1. *Repartizarea regională a investiției*

(147) Conform datelor publicate în Raportul BVCA privind activitatea de investiție în anul 2005, suma totală de investiții private în acțiuni în regiunea West Midlands a fost de 4 % din nivelul total din Regatul Unit, în timp ce regiunile Londrei şi de sud-est au avut împreună 44 % din totalul investițiilor din Regatul Unit. În ceea ce priveşte investițiile din stadiul incipient, în regiunea West Midlands procentul a fost de 1 % din suma totală investită în stadiul incipient din Regatul Unit, în timp ce în regiunile Londrei şi de sud-est acesta s-a ridicat la 49 %. În ceea ce priveşte etapa de dezvoltare, în regiunea West Midlands s-au realizat 2 % din investiții, iar în sud-est şi Londra 42 % din investițiile totale de dezvoltare din Regatul Unit. Aceste date trebuie analizate în contextul contribuției la PIB a diferitelor regiuni din întreg Regatul Unit, în privința cărora cele mai recente informații disponibile de la Eurostat sunt din anul 2003; acestea arată faptul că West Midlands a contribuit cu 8 %, în timp ce regiunea de sud-est şi regiunea Londrei au contribuit împreună cu 34 % la PIB în 2003. Acest lucru arată faptul că, în West Midlands, volumul de capital propriu furnizat prin investiții în stadiul incipient şi de dezvoltare privind activitatea economică este mult mai redus decât în zona de sud-est şi zona Londrei.

(148) Conform analizei ([37]) capitalizării totale de piață a firmelor cotate la LSE şi AIM, în Midlands există unul dintre cele mai mici niveluri de capitalizare totală de piață. În anul 2003, capitalizarea regională de piață ca procent din PIB a atins în zona Londrei nivelul de 621 %, în zona de sud-est 139 %, în întreg Regatul Unit 153 % şi numai 25 % în regiunea Midlands. În ceea ce priveşte performanța sa economică, regiunea Midlands are un nivel scăzut de capitalizare de piață față de alte regiuni din Regatul Unit.

6.3.1.2.2. *Cererea IMM-urilor din regiunea West Midlands de finanțare prin acțiuni*

(149) Este dificil de verificat din date statistice dacă există o cerere nesatisfăcută a societăților cu planuri de afaceri viabile pentru finanțare. Pentru a depăşi această problemă, sondajele s-au dovedit a fi cel mai bun mijloc de cercetare a cererii societăților cu planuri de afaceri viabile pentru finanțare prin acțiuni.

(150) Autoritățile din Regatul Unit au realizat mai multe consultări, ateliere şi sondaje cu privire la cererea de capital propriu în rândul IMM-urilor din West Midlands. În aprilie 2003 a avut loc un sondaj în care 73 % din cei 41 de respondenți din comunitatea de afaceri regională au considerat că accesul la piețele de capital reprezenta o problemă serioasă pentru IMM-uri şi 88 % au considerat că piețele de capital recunoscute nu satisfăceau necesitățile IMM-urilor. În plus, 68 % din respondenți au considerat că Ofex era utilizată în mică măsură de IMM-uri şi 73 % dintre aceştia erau interesați să se implice în proiectul Investbx.

(151) În noiembrie 2003, la Birmingham a avut loc o întrunire cu tema Investbx la care au participat 81 de reprezentanți ai comunității de afaceri. O întrunire ulterioară a avut loc la Londra, la Centre for Study of Financial Innovation (CSFI)

([36]) Deloitte & Touche: „*Îmbunătățirea accesului la finanțare pentru întreprinderile mici şi mijlocii*" (2002).

([37]) Robert Huggins, Robert Huggins Associates: „*Bursele de valori regionale – o opțiune viabilă pentru Țara Galilor şi alte regiuni din Regatul Unit?*" (2003).

la care au fost invitați să participe 27 de reprezentanți ai comunității de afaceri. Feedback-ul oferit de CSFI a fost aproape unanim în favoarea proiectului. În mai 2004, au fost abordate 21 de firme de consultați profesioniști pentru a obține implicarea lor profundă în dezvoltarea propunerii Investbx și pentru a aprecia câți dintre clienții acestora sunt eligibili pentru a participa la Investbx. 13 firme au indicat faptul că se gândesc să propună pe an între 1-6 clienți din portofoliul lor pentru a participa la Investbx. Dat fiind faptul că un mic procent de firme s-au implicat în ateliere, autoritățile din Regatul Unit consideră faptul că finanțarea prin acțiuni a 10 IMM-uri pe an în proiectul financiar Investbx reprezintă o estimare rezervată a cererii. Din moment ce consultanții profesioniști sunt plătiți numai dacă societățile strâng cu succes capital, este în interesul lor să propună doar societăți cu planuri de afaceri viabile, pentru ca numai acele societăți considerate de aceştia vor atrage investitori să intre pe Investbx.

(152) În ceea ce privește strângerea de finanțare prin acțiuni pentru IMM-urile din West Midlands în intervalul 0,5-2 milioane GBP – principalul obiectiv al Investbx – piețele existente care oferă finanțare prin acțiuni IMM-urilor nu satisfac suficient cererea conform autorităților din Regatul Unit și prin urmare, nu rezolvă carența pieței. Deși au intermediat investiții în acțiuni în mai multe IMM-uri din West-Midlands, acestea nu asigură o acoperire suficientă a regiunii și nici una dintre ele nu este concentrată din punct de vedere regional asupra IMM-urilor. Autoritățile din Regatul Unit consideră că toate dovezile disponibile duc la următoarea concluzie – carența pieței nu va fi abordată de sectorul privat. La două întruniri separate, inițiate de AWM, directorii Ofex au fost invitați să-și prezinte planurile de abordare a carenței pieței din West Midlands însă, conform autorităților din Regatul Unit, Ofex fie nu a putut, fie nu a fost interesată de acest subiect.

(153) În prezent, 7 întreprinderi din West Midlands sunt cotate la Ofex și numai 5 dintre acestea sunt tranzacționate ([38]). Regatul Unit nu consideră că Ofex a rezolvat carența pieței și nici nu consideră că Ofex acoperă cererea de cel puțin 10 societăți pe an, estimată în prezent în regiune. Numai o nouă IMM din West Midlands a fost cotată la Ofex în 2005 și tot una singură în 2004, în timp ce la Investbx se așteaptă să fie cotate pe an între 5-12 noi societăți din West Midlands.

Concluzii privind carența pieței

(154) Comisia consideră că, în conformitate cu punctul 5.2.1 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, au fost furnizate suficiente dovezi pe baza mai multor studii pentru a ajunge la concluzia că există o carență a pieței în regiunea West Midlands în intervalul 0,5 milioane GBP-2 milioane GBP.

6.3.2. *Instrumentul de ajutor este adecvat pentru atingerea obiectivului de interes comun?*

(155) În conformitate cu punctul 5.2.2 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia apreciază dacă măsura este capabilă să atenueze carența pieței recunoscute. În plus, Comisia ține seama de orice evaluare a impactului și examinează posibilitatea de atingere a aceloraşi obiective prin alte mijloace.

6.3.2.1. ***Concentrarea asupra carenței pieței***

(156) Având în vedere faptul că la nivelul Investbx, ajutorul propus abordează carența pieței descrise anterior prin constituirea unei platforme regionale de tranzacționare electronică on-line care va permite IMM-urilor să se prezinte pentru a strânge capital și pentru a-și tranzacționa acțiunile. În același timp va permite investitorilor să vizualizeze informații direct detaliate și certificate în mod independent despre IMM-uri. Prin urmare, Investbx va crește fluxul de informații în mod eficient, va permite investitorilor să aibă o mai bună percepție a relației risc-recompensă cu privire la IMM-uri și va reduce costurile de tranzacție privind obținerea de informații despre IMM-uri pentru investitori prin realizarea de documente de cercetare despre IMM-urile disponibile în mod public.

(157) Investbx are drept scop strângerea de capital propriu, în special pentru IMM-urile din regiunea West Midlands. Planul de afaceri Investbx prevede strângerea de fonduri primare pentru cel puțin 47 de IMM-uri din West Midlands pe o perioadă de cinci ani, în valoare cel puțin 70 milioane GBP. În comparație cu Ofex care argumentează faptul că este, de asemenea, prezentă în West Midlands și că are un volum de tranzacții similar, autoritățile din Regatul Unit, în comentariile lor la decizia de inițiere a procedurii, au tras următoarele concluzii:

— În cinci ani începând cu anul 2000, la Ofex s-a strâns o finanțare primară de numai 43,3 milioane GBP în intervalul de 0,5 GBP-2 milioane GBP pentru 39 de societăți din întreg Regatul Unit.

— La scoaterea finanțării primare din totalul fondurilor strânse, societățile Ofex au strâns doar sume modeste prin emisiunile primare (ex. 0,8 milioane GBP în întreg Regatul Unit în 2004).

— Dacă se ține seama numai de societățile cu sediul în West Midlands, la Ofex s-au strâns fonduri (primare și secundare) în valoare totală de 12 milioane GBP pe o perioadă de cinci ani între anii 2001-2005.

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

— Din anul 2000, la Ofex s-au strâns numai 3,5 milioane GBP de finanțare primară pentru 5 societăți cu sediul în West Midlands.

(158) Investbx oferă o concentrare regională cu o rețea locală de prestatori de servicii și investitori care este importantă, în special, pentru investițiile în acțiunile IMM-urilor aflate în stadiul de dezvoltare. Aceste investiții necesită adesea o urmărire atentă și o relație directă între investitor și obiectul de investiție, IMM. Conform studiilor teoretice și empirice, trebuie notat faptul că apropierea investitorului de societatea finanțată este o variabilă relevantă în alegerea de investiție ([39]). Se poate chiar argumenta faptul că, probabil, un investitor local poate fi încurajat să investească într-o firmă locală nu numai pentru un avantaj informațional plauzibil, ci și deoarece va putea să ofere obiectelor de investiție un avantaj specific, conectându-le la rețeaua lor locală, cât și pentru a profita de efectul extern asupra altor societăți sau chiar și din motive de patriotism regional. Concentrarea regională este demonstrată prin faptul că Investbx deservește numai IMM-uri din West Midlands, are o echipă formată din 6-8 oameni cu sediul în West Midlands, precum și un consiliu neexecutiv format din profesioniști din West Midlands cu experiență în IMM-uri.

(159) Investbx va oferi IMM-urilor servicii integrate, inclusiv de strângere de fonduri, marketing și cercetare independentă, precum și de conectare la o rețea locală de profesioniști care vor sprijini IMM-urile pentru a se integra cu succes în platforma de tranzacționare de acțiuni. Spre deosebire de piețele recunoscute, pentru a intra pe Investbx, IMM-urile trebuie să furnizeze un raport de cercetare independent și standardizat, care va facilita strângerea de informații despre IMM-urile relevante pentru investitori. Acest pachet de servicii împreună cu raportul independent, aflate întotdeauna la dispoziția investitorilor, vor îmbunătăți șansele IMM-urilor de a strânge capital la Investbx în mod eficient.

(160) În plus, Investbx aduce un concept inovator de tranzacționare secundară, diferit în multe privințe de piețele recunoscute de acțiuni. În timp ce LSE, AIM și Ofex folosesc mecanisme clasice de stabilire a prețului printr-un sistem guvernat de cotații, cu preț de cumpărare și preț de vânzare, Investbx nu are formatori de piață care să genereze venituri pe baza diferenței dintre prețul de cumpărare și prețurile de vânzare, fie prin vânzarea unui volum mare de acțiuni, fie prin vânzarea la o diferență mare. Punerea în legătură a investitorilor și IMM-urilor se va realiza prin piața de licitații electronică on-line la un preț unic ce permite eliminarea costurilor de tranzacție care ar fi generate altfel de diferențele dintre prețul de cumpărare și prețurile de vânzare. Mai mult, în comparație cu *Recognised Investment Exchanges* (burse de investiții recunoscute) (RIE), precum AIM și LSE, Investbx, fiind un reprezentat desemnat al unui sistem alternativ de tranzacționare (The Share Centre), este supusă unei reglementări mai puțin stricte de către FSA. Acest statut necesită o conformitate legală mai puțin strictă și permite, în mod proporțional cu sumele strânse de maximum 2 milioane GBP, un acces mai ușor și mai puțin costisitor pentru IMM-uri la o platformă de tranzacționare.

(161) Costurile globale de strângere a unui volum mic de capital propriu vor fi mai mici decât în cazul piețelor recunoscute ca fiind mai mature. Regatul Unit ilustrează acest fapt exemplificând că pentru a strânge 2,5 milioane GBP, costurile totale ale capitalului propriu primit sunt de aproximativ 10 % la Investbx, în timp ce la AIM se ridică la 24 %. Autoritățile din Regatul Unit mai afirmă faptul că tipul serviciilor primite la acest preț variază, de exemplu, comandarea unei cercetări independente puse ulterior la dispoziția investitorilor privați nu are loc pe nici o piață recunoscută. Din moment ce păstrarea costurilor la un nivel permisibil este importantă, este puțin probabil ca acestea să fie singurul sau chiar principalul element propulsor al IMM-urilor care aleg să intre pe Investbx. Multe IMM-uri din West Midlands vor alege Investbx sau nimic. Posibilitatea de obținere a cercetărilor de către investitori reprezintă o îmbunătățire calitativă a Investbx care se așteaptă la o creștere a șanselor IMM-urilor de a primi finanțare. Totuși, Investbx va fi în mai multe privințe mai rentabilă decât Ofex. Acest lucru se va datora mai ales costurilor reduse de cercetare și marketing, legate de tiparele standardizate și de plierea serviciilor la necesitățile IMM-urilor în etapa de finanțare primară și de eliminare a diferenței dintre prețul de cumpărare și prețul de vânzare în etapa secundară.

(162) Investbx va pune la dispoziția tuturor potențialilor investitori sau consultanți financiari documente de admitere și cercetarea independentă detaliată privind toate IMM-urile. Aceste informații se vor găsi pe website-ul Investbx. Aceste informații sunt de obicei elaborate numai pentru pachete mai mari de acțiuni și sunt disponibile numai investitorilor instituționali. Furnizarea nediscriminatorie de informații detaliate, în special de cercetare independentă tuturor investitorilor este, conform autorităților din Regatul Unit, unul dintre factorii cheie ai succesului așteptat al măsurii.

(163) Pentru îmbunătățirea eficienței de informare și de tranzacție, Investbx abordează mai curând cauza carenței pieței decât consecințele acesteia.

([39]) Acest factor este analizat atât de Harald Hau care arată cum comercianții care investesc în firme situate în apropiere tind să obțină profituri din tranzacționare mai mari comparativ cu alți comercianți situați mai departe, cât și de Degryse și Ongena care au analizat contractele de împrumut bancar și au descoperit că băncile oferă condiții mai bune de împrumut clienților situați mai aproape. Harald Hau: *Probleme de amplasare: O analiză a profiturilor din tranzacționare*, Journal of Finance, (2001) vol. 56, nr. 5, p. 1959-1983; Hans Degryse, Steve Ongena: „*Distanța, relația de împrumut și concurența*", EFA 2003 Annual Conference Paper Nr. 260 (2002)

(164) În plus, Investbx are drept scop eliminarea diferenței primele surse de finanțare și piețele recunoscute ca fiind mai mature, prin care are o „funcție de indexare". Această funcție ar fi benefică nu numai pentru obiectele de investiție, ci și pentru investitorii de pe piețele adiacente, oferind posibilități de ieșire pentru investițiile lor. Dovezile disponibile nu indică faptul că Ofex acționează ca element de propulsare către piețele mai mature din regiunea West Midlands. Pe website-ul Ofex, sunt menționate 54 de societăți care au trecut de la Ofex la AIM, între anii 2001 - 2004. Totuși, între 2003 - 2005, numai o societate din regiunea West Midlands a trecut de la Ofex la AIM.

(165) În comparație cu piețele mai mature, capacitatea sa de a îmbunătăți transparența informațiilor pentru investitori și de a reduce anumite costuri de strângere de fonduri și de tranzacționare de acțiuni demonstrează utilitatea Investbx în ceea ce privește diminuarea carenței pieței.

(166) Având în vedere ajutorul la nivelul IMM-urilor, măsura va facilita furnizarea de capital propriu IMM-urilor, lucru dificil de obținut – din cauza carenței pieței – chiar dacă acestea au planuri de afaceri viabile.

6.3.2.2. ***Evaluarea impactului și utilizarea de mijloace alternative***

(167) Conform planului financiar Investbx, pe durata primilor cinci ani de existență, aceasta trebuie să strângă cel puțin 70 milioane GBP pentru cel puțin 47 de societăți. IMM-urile care au strâns capital propriu vor fi admise la tranzacționare pe platforma de tranzacționare Investbx.

(168) Conform autorităților din Regatul Unit, odată ce sondajele au stabilit nesatisfacerea cererii, înainte de a stabili măsura, autoritățile din Regatul Unit au încercat să diminueze carența pieței cu ajutorul structurii de piață existente. Reprezentanții Ofex au fost invitați să se întâlnească cu AWM la 12 iulie 2005, în acest moment fiind solicitați să demonstreze faptul că ar putea aborda carența pieței din regiunea West Midlands. În această eventualitate, AWM s-ar da la o parte. Ofex s-a hotărât să nu furnizeze informații și, prin urmare, AWM a ajuns la concluzia că fie Ofex nu avea planuri specifice de abordare a carenței pieței, fie nu avea suficiente resurse pentru a o aborda, fie o combinație a celor două. În lipsa interesului privat de abordare a carenței, părea a fi necesară o intervenție din partea statului.

(169) Comisia privește pozitiv faptul că, în conformitate cu punctul 5.2.2 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, măsura poate diminua carența pieței recunoscute. În plus, Comisia ține seama de faptul că au fost avute în vedere alte măsuri însă care nu au oferit rezultatele dorite și ia act de faptul că se așteaptă ca măsura să aibă un impact pozitiv asupra diminuării carenței pieței.

6.3.3. *Efectul încurajator și necesitatea ajutorului*

(170) În conformitate cu punctul 5.2.3 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia evaluează efectul încurajator și necesitatea ajutorului. Măsura are un efect încurajator dacă determină o schimbare de comportament în favoarea creșterii globale a capitalului de risc. În Instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia anunță faptul că va ține, de asemenea, seama de caracterul guvernat de profit al deciziei de investiție, în special de gestiunea comercială (punctul 5.2.3.1 Instrucțiuni privind capitalul de risc), de prezența comitetului de investiție (punctul 5.2.3.2 Instrucțiuni privind capitalul de risc), de amploarea măsurii (punctul 5.2.3.3 Instrucțiuni privind capitalul de risc) și de implicarea investitorilor providențiali în stadiul incipient (punctul 5.2.3.4 Instrucțiuni privind capitalul de risc).

(171) Prezentul caz se referă la un instrument de investiție care facilitează punerea în legătură a investitorilor privați și IMM-urilor țintă. Decizia de investiție este luată în totalitate de investitorii privați iar IMM-urile vor primi numai capital de investiții. Deciziile de investiție privind strângerea de fonduri pentru IMM-uri vor fi guvernate în totalitate de profit.

(172) Fiind o piață de acțiuni, Investbx are o funcționare diferită de cea a fondurilor cu capital de risc. În cazul fondurilor cu capital de risc, conducerea joacă un rol important în deciziile de investiție. Investbx nu furnizează finanțare IMM-urilor și nici nu ia decizii de investiție. Prin urmare, aceste criterii sunt puțin relevante.

(173) Având în vedere gestiunea comercială (punctul 5.2.3.1 Instrucțiuni privind capitalul de risc), pe de o parte, din moment ce conducerea Investbx nu va lua decizii de investiții în ceea ce privește strângerea de fonduri pentru IMM-uri, acest aspect nu este relevant în acest caz. Pe de altă parte, Regatul Unit a dat asigurări că la nivelul conducerii Investbx va fi formată din profesioniști cu experiență și realizări dovedite în materie de instrumente ale pieței de capital, acest lucru urmând a fi privit în mod pozitiv.

(174) Având în vedere prezența unui comitet de investiție (punctul 5.2.3.2 Instrucțiuni privind capitalul de risc), natura Investbx nu permite implicarea unui comitet de investiție în procesul decizional privind investițiile în IMM-uri. În același timp, Comisia privește în mod pozitiv faptul că proiectul Investbx a fost dezvoltat cu implicarea experților din comunitatea profesională din West Midlands.

(175) Având în vedere amploarea măsurii (punctul 5.2.3.3 Instrucțiuni privind capitalul de risc), Comisia ia act de faptul că Investbx nu va furniza fonduri IMM-urilor de la bugetul propriu. Pentru strângerea de fonduri, va apela la piață. În conformitate cu planul financiar, se așteaptă ca suma ajutorului să fie suficientă pentru a permite Investbx să atingă, în termen de cinci ani, dimensiunea critică pentru a utiliza economiile de scară și pentru a deveni mai profitabilă. Acest lucru este privit în mod pozitiv.

(176) Având în vedere, pe de o parte, implicarea investitorilor providențiali în stadiul incipient (punctul 5.2.3.4 Instrucțiuni privind capitalul de risc), prezenta măsură nu implică investițiile în stadiul incipient, prin urmare, acest criteriu nu se aplică. Pe de altă parte, potențialii investitori providențiali pot utiliza Investbx la fel ca orice alți investitori pentru a investi în IMM-uri.

(177) Având în vedere necesitatea măsurii, Comisia ia mai întâi act de faptul că nici un operator privat de piață nu a fost dispus să demareze inițiativa Investbx fără acordarea ajutorului de stat. Acest lucru poate decurge din faptul că înființarea unei piețe regionale on-line pentru IMM-uri presupune riscuri substanțiale în perioada de început până când sunt obținute economiile la scară. În consecință, pentru a stabili segmentul carenței pieței prin constituirea Investbx și sprijinirea acesteia în scopul atingerii pragului de rentabilitate în primii cinci ani de funcționare, ajutorul de stat este considerat necesar.

(178) În cele ce urmează, Comisia evaluează în continuare efectul încurajator.

(179) În conformitate cu estimările bazate pe sondajele realizate de autoritățile din Regatul Unit, în fiecare an cel puțin 10 IMM-uri din West Midlands cu planuri de afaceri viabile caută capital propriu însă nu îl primesc. Investbx intenționează să obțină capital propriu pentru cel puțin 47 de întreprinderi pe durata primilor cinci ani de activitate. În plus, este probabil ca furnizarea de capital propriu în intervalul 0,5-2 milioane GBP să aibă efecte pozitive asupra pieței financiare adiacente. Investitorii providențiali și alți investitori tradiționali care de obicei oferă finanțare sub 0,5 milioane GBP vor putea să utilizeze Investbx ca o nouă posibilitate de ieșire pentru investiția lor, prin care piețe recunoscute ca fiind mai mature și investitori implicați în tranzacții mai mari, precum AIM și fondurile cu capital de risc, pot beneficia de pe urma firmelor care se vor dezvolta cu ajutorul Investbx și vor avea nevoie de tranșe financiare mai mari de 2 milioane GBP prin cotarea la burse. Măsura se referă la un proiect pilot care, dacă are succes, poate duce la alte asemenea proiecte în alte regiuni.

(180) Efectul încurajator al ajutorului acordat Investbx este evident prin faptul că aceasta nu ar exista fără ajutor de stat conform celor susținute de Regatul Unit și Ofex. În plus, un termen clar de întrerupere a ajutorului stimulează Investbx să devină profitabilă și viabilă din punct de vedere comercial. Măsura intenționează să schimbe comportamentul investitorilor, precum și pe cel al IMM-urilor, îmbunătățind schimbul de informații dintre acestea privind potențialele relații.

(181) Măsura Investbx nu oferă ajutoare la nivelul investitorilor; prin urmare, nu denaturează mecanismul de încurajare privind alegerea celor mai profitabile investiții. Contrar altor măsuri de ajutor de stat, adică ajutoare directe pentru investiția în IMM-uri, stimulentele adresate investitorilor rămân nedistorsionate.

(182) În conformitate cu estimările autorităților din Regatul Unit, se așteaptă ca cel puțin 47 societăți să primească finanțare prin acțiuni în condițiile oferite de Investbx pe durata primilor cinci ani. Majoritatea acestora pot fi altfel descurajate de condițiile existente în prezent pe piață, în special de lipsa de informații, procedurile complicate și prețurile curente. Datorită constituirii unui nou canal de strângere de finanțare prin acțiuni, concentrării tuturor serviciilor aferente și unei posibilități de tranzacționare a propriilor acțiuni ulterior, se așteaptă ca IMM-urile să strângă mai multă finanțare prin acțiuni pentru dezvoltarea lor. Acesta este efectul încurajator al măsurii.

(183) Comisia consideră că, în conformitate cu punctul 5.2.3 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, măsura este necesară și asigură un efect încurajator.

6.3.4. *Proporționalitatea ajutorului*

(184) În conformitate cu punctul 5.2.4 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia evaluează proporționalitatea ajutorului. Comisia examinează faptul dacă ajutorul nu depășește necesarul de a induce un aport mai mare de capital de risc, în special dacă investitorii nu sunt compensați în mod excesiv și dacă riscul de pierderi nu este suportat în totalitate de sectorul public în timp ce beneficiile se scurg la alți investitori. În plus, Comisia poate considera că o licitație deschisă sau o invitație la licitație publică a investitorilor va avea o influență pozitivă asupra evaluării.

(185) Va exista o invitație la licitație publică a investitorilor de a utiliza Investbx și informațiile despre Investbx vor fi disponibile în mod public tuturor investitorilor pe website-ul Investbx. Măsura nu va fi închisă, ci va rămâne deschisă tuturor investitorilor.

(186) În comparație cu schemele privind capitalul de risc folosite de obicei de statele membre pentru a reduce carența pieței, suma de finanțare publică utilizată este foarte limitată. Schemele regionale privind capitalul de risc care acoperă regiuni similare West Midlands din punct de vedere al dimensiunii presupun în mod normal sume mult mai mari de ajutor decât cele prevăzute pentru această măsură ([40]). În plus, Investbx nu furnizează singură capital IMM-urilor. Măsura introduce numai un nou tip de piață pentru investiții în IMM-uri, care facilitează tranzacții între părți private în condițiile pieței. În acest sens, Investbx pare eficientă, în special în ceea ce privește abordarea carenței pieței.

([40]) Luați ca exemplu cazul privind ajutorul de stat C 17/2004 – Regatul Unit („Fonduri de capital al întreprinderii"), JO L 91, 29.3.2006, p. 16 și cazul privind ajutorul de stat C 72/2003 – Regatul Unit („Invest Northern Ireland Venture 2003"), JO L 236, 13.9.2005, p. 14.

(187) Dimensiunea ajutorului este calculată astfel încât să permită Investbx să obțină economii la scară și să ajungă la o dimensiune suficientă pentru a putea atinge pragul de rentabilitate după cinci ani. Limita maximă a ajutorului este de 3 milioane GBP. Acesta acoperă numai diferența dintre potențialele venituri obținute din activitatea Investbx și costurile contractate de Investbx în primii cinci ani. Ajutorul efectiv va fi limitat la ceea ce este necesar pentru a acoperi potențialele pierderi. Dacă Investbx funcționează atât de bine încât reușește să-și acopere costurile administrative înainte ca suma totală a ajutorului să fie cheltuită, partea de subvenție rămasă se va întoarce la AWM.

(188) Comisia ia în mod pozitiv act de faptul că măsura este limitată la cinci ani. După această perioadă, autoritatea regională, AWM, fie va închide Investbx, fie va vinde acțiunile acesteia în cadrul unei licitații deschise și nediscriminatorii la care poate participa oricine, inclusiv Ofex. AWM ar primi atunci înapoi cel puțin o parte din subvenția totală și posibil chiar mai mult sub forma prețului de vânzare Investbx.

(189) Comisia consideră că ajutorul este limitat la minimum necesar și, prin urmare, este proporțional.

6.3.5. *Denaturarea concurenței și efectul asupra tranzacțiilor ar trebui limitat pentru a se asigura faptul că măsura de ajutor nu este, prin analiză comparativă, contrară interesului comun.*

(190) În conformitate cu punctul 5.3 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, Comisia va evalua efectele negative ale măsurii pentru a le compara cu efectele pozitive. În cele ce urmează, se va discuta despre posibilul efect de evicțiune asupra potențialilor concurenți și despre alte efecte negative.

6.3.5.1. ***Potențiali concurenți și măsura în care aceștia pot fi afectați de efectul de evicțiune***

(191) Principalul serviciu prestat de Investbx este obținerea de capital propriu în intervalul 0,5-2 milioane GBP pentru IMM-uri. Serviciile aferente prestate de Investbx sunt auxiliare și au ca scop principal canalizarea capitalului propriu către IMM-uri. Deși investiția la nivel local în IMM-uri are unele avantaje, piața geografică a acestor tranșe de capital propriu se extinde cel puțin la nivelul întregului Regat Unit, datorită acelor IMM-uri care au primit deja o astfel de finanțare din surse cu sediul în alte regiuni din Regatul Unit, precum Londra. Deși a existat un exemplu de primire de finanțare din străinătate ([41]), în general, piața de capital propriu pentru tranșe între 0,5-2 milioane GBP tinde să se extindă la nivel național.

([41]) Prezentarea Universității din Warwick a raportat un studiu de caz, în care o IMM din West Midlands primea finanțare prin acțiuni din Australia.

(192) În cele ce urmează se va discuta despre potențialele efecte ale ajutorului asupra concurenților. Categoria concurenților care furnizează sau facilitează furnizarea de finanțare în intervalul 0,5-2 milioane GBP ar putea include investitorii providențiali, societățile cu capital de risc, brokerii, sistemele alternative de tranzacționare, precum și bursele principale, AIM și LSE.

(193) În comparație cu finanțarea investitorilor providențiali, Investbx facilitează, pe de o parte, furnizarea unui volum mai mare de capital propriu și, pe de altă parte, necesită un nivel mai ridicat de confidențialitate și mai multe studii independente decât investitorii providențiali. Deși unele rețele sau sindicate de investitori providențiali pot furniza aceleași sume de capital propriu, în acest caz concurența lor cu Investbx poate fi relativ limitată, deoarece aceștia investitori providențiali ar oferi capital propriu cu costuri mai mici decât Investbx având în vedere faptul că nu necesită același nivel de cercetare și confidențialitate. În plus, investitorii providențiali ar putea chiar să beneficieze de pe urma măsurii, investind prin Investbx. Comisia a primit numai comentarii pozitive din partea comunității investitorilor providențiali.

(194) Fondurile private cu capital de risc, conform celor demonstrate anterior, se concentrează în principal asupra tranzacțiilor mai mari. Investbx va facilita dezvoltarea IMM-urilor care ar putea fi în continuare preluate de fonduri cu capital privat sau de investitori pe piețele recunoscute ca fiind mai mature. Un anume grad de concurență cu aceste fonduri care furnizează un volum mic de capital propriu nu poate fi exclus. Comisia a primit numai comentarii pozitive din partea reprezentanților industriei cu capital de risc, și anume Catapult Venture Managers Ltd. și Advantage Growth Fund. Din moment ce caracteristica principală a Investbx este de a strânge capital pentru IMM-uri de la investitori și de a acționa ca o platformă de tranzacționare, nu este ea cea care furnizează finanțare societăților tranzacționate. Prin urmare, se află într-o foarte mică măsură în concurență cu fondurile de capital de risc.

(195) Din partea comunității de brokeri, Comisia a primit comentarii critice de la JP Jenkins care susținea faptul că Investbx va deveni un concurent direct care va beneficia de un avantaj concurențial prin ajutorul de stat acordat, ceea ce ar duce la o denaturare a concurenței cu prejudicierea poziției JP Jenkins. În această privință, Comisia ia act de declarația autorităților Regatului Unit referitoare la faptul că JP Jenkins utilizează un model de afaceri diferit de cel al Investbx. JP Jenkins este un broker de executare și un formator de piață care pune în legătură tranzacțiile de pe piața titlurilor necotate. În plus, nu există nici o obligație de reglementare pentru această piață. În consecință, Regatul Unit afirmă faptul că JP Jenkins nu îndeplinește funcția de strângere de fonduri pentru IMM-uri, acesta fiind obiectivul principal al Investbx. Aceleași argumente sunt valabile și pentru activitatea celorlalți brokeri de

executare. În orice caz, în ceea ce priveşte afirmaţiile JP Jenkins, în iunie 2006 înainte de a elimina posibilitatea de căutare pe regiuni pe website-ul său, JP Jenkins a tranzacţionat 157 de societăţi din care numai patru au fost din West Midlands. Prin urmare, Comisia consideră că posibilitatea ca Investbx să afecteze JP Jenkins va fi cel puţin foarte limitată.

(196) Investbx intenţionează să intre pe piaţa platformelor de tranzacţionare pentru finanţarea prin acţiuni a societăţilor care nu pot fi cotate la bursa principală din Regatul Unit. LSE nu este considerată ca fiind un potenţial concurent al Investbx, din moment ce societăţile tranzacţionate pe cele două pieţe ar fi diferite în ceea ce priveşte dimensiunea şi alte caracteristici impuse de LSE. Pentru a fi cotate la LSE, societăţile trebuie să îndeplinească anumite criterii: ex. 25 % din acţiuni trebuie deţinute de public, 3 ani experienţă de tranzacţionare şi capital circulant pentru cel puţin următoarele 12 luni sau o minimă capitalizare de piaţă. Mai mult, AIM nu este corespunzătoare pentru strângerea de sume sub 2 milioane GBP, deoarece costul direct de strângere a unei astfel de sume poate reprezenta în medie 20 %-26 % din capitalul strâns. AIM nu prestează IMM-urilor aceleaşi servicii ca Investbx. În consecinţă, IMM-urile care strâng 2 milioane GBP nu sunt încurajate să utilizeze AIM.

(197) Sistemele alternative de tranzacţionare existente, precum Ofex şi The Share Centre pot, de asemenea, să furnizeze finanţare primară sau secundară IMM-urilor. Având în vedere concurenţa de pe piaţă în ansamblu, efectele Investbx se vor limita numai la o singură regiune din Regatul Unit. Mai mult, în această regiune furnizarea şi intermedierea de capital propriu sunt mai puţin dezvoltate decât în Regatul Unit, în ansamblu. Având în vedere posibila concurenţă, în special cu Ofex, Comisia reaminteşte faptul că în prezent, numai 5 % din societăţile tranzacţionate la Ofex au sediul în West Midlands. Din această regiune, între anii 2000-2005, numai 10 societăţi au fost admise la Ofex. Dintre societăţile cotate în prezent, începând cu anul 2003 numai 2 au fost admise. Ofex acţionează la scară naţională şi are drept scop tranzacţiile internaţionale şi nu poate fi exclus faptul că va utiliza platforma sa îmbunătăţită pentru a tranzacţiona volume şi mai mari, precum şi acţiuni ale societăţilor mari care pot fi cotate la alte burse. Mai mult, conform autorităţilor din Regatul Unit, pe durata a şase ani, începând cu 2000 până în 2005, Ofex a strâns numai 3,5 milioane GBP finanţare primară pentru 5 societăţi cu sediul în West Midlands. În acelaşi timp, Ofex a strâns în total 43,3 milioane GBP finanţare primară în intervalul 0,5-2 milioane GBP pentru 39 de societăţi din Regatul Unit. În consecinţă, în West Midlands, denaturarea pieţei în ceea ce priveşte volumul de finanţare primară şi numărul de IMM-uri care pot să treacă de la Ofex la Investbx este foarte limitat.

(198) Comisia consideră că nu ar exista nici o denaturare a concurenţei dacă Investbx nu ar avea succes, nu ar strânge capital şi/sau nu ar tranzacţiona nici o IMM. În acest caz, măsura ar fi doar ineficientă însă nu şi denaturantă.

(199) La nivelul IMM-urilor în care s-a investit prin Investbx, denaturarea concurenţei este, de asemenea, limitată. Avantajul lor se limitează la regiunea West Midlands şi la accesul îmbunătăţit la serviciile financiare sub forma unei concentrări a serviciilor diferite de cea prevăzută de condiţiile de piaţă şi sub forma strângerii de fonduri de la investitorii interesaţi de regiune, pentru care trebuie să plătească, în orice caz, 6 % din fondurile strânse. Mai mult, accesul la Investbx este permis numai IMM-urilor din West Midlands care îndeplinesc regulile de confidenţialitate prescrise şi care furnizează o cercetare independentă. Investitorii privaţi sunt cei care vor decide la sfârşit care sunt IMM-urile cu cel mai bun plan de afaceri în care merită să se investească.

6.3.5.2. *Alte denaturări ale concurenţei*

(200) Având în vedere denaturările concurenţei stabilite la punctul 5.3.2 din Instrucţiunile privind capitalul de risc, Comisia examinează dacă măsura va duce la crearea unei puteri de piaţă semnificative a IMM-urilor ţintă, dacă va un efect de menţinere a firmelor ineficiente pe linia de plutire sau de furnizare excedentară de finanţare cu capital de risc şi dacă ajutorul poate duce la o repartizare ineficientă a factorilor de producţie pe regiuni.

(201) În conformitate cu evaluarea existenţei ajutorului la nivelul IMM-urilor, IMM-urile ţintă vor primi capital de risc de la investitori privaţi, fără nici un element de ajutor. Singurul avantaj de care vor beneficia constă în primirea de servicii care nu sunt altfel disponibile pe piaţă. Faptul că fără ajutor nu se poate ajunge la dezvoltarea puterii de piaţă ţine de natura avantajului. În mod similar, natura privată a deciziilor de investiţie va asigura faptul că măsura nu va afecta menţinerea firmelor sau sectoarelor ineficiente pe linia de plutire sau nu va modifica repartizarea factorilor de producţie pe regiuni.

6.3.5.3. *Alţi factori care limitează efectul de denaturare asupra concurenţei*

(202) Comisia consideră că ajutorul de 3 milioane GBP acordat Investbx poate denatura concurenţa, totuşi există mai multe aspecte care limitează prejudiciul ce poate fi adus concurenţilor. Măsura este limitată din punct de vedere geografic, temporal şi al sumei ajutorului acordat.

(203) În primul rând, ajutorul acordat Investbx va fi strict limitat la cel mult 3 milioane GBP. Această sumă de ajutor nu va fi majorată şi este limitată la ceea ce este necesar pentru a acoperi potenţialele pierderi în etapa de lansare a Investbx.

(204) În al doilea rând, Investbx îşi oferă serviciile numai IMM-urilor cu sediul în regiunea West Midlands, în timp ce alte pieţe, precum Ofex, îşi oferă serviciile în întreg Regatul Unit, precum şi în străinătate. Prin urmare, orice potenţiale efecte de denaturare ar fi limitate la o mică parte a pieţelor recunoscute de operatori.

(205) În al treilea rând, ajutorul este, de asemenea, limitat la o perioadă de cinci ani. După această perioadă, AWM fie va vinde acţiunile sale Investbx în cadrul unei proceduri de licitaţie deschisă şi nediscriminatorie investitorilor privaţi, fie va închide Investbx şi astfel, posibila denaturare va fi eliminată. În caz de vânzare, orice fonduri rămase din subvenţia iniţială vor fi rambursate AWM. Deşi Investbx nu acoperă numai o investiţie iniţială, ci şi costurile de lansare pe piaţă pe cinci ani, Comisia consideră această sumă necesară. Din moment ce se estimează că un număr limitat de noi IMM-uri vor intra anual pe piaţa Investbx, este rezonabil să se presupună că economiile la scară vor fi eficiente, iar Investbx va putea să atingă pragul de rentabilitate numai când numărul de IMM-uri tranzacţionate ajunge la un anumit nivel după mai mulţi ani.

(206) În comentariile sale suplimentare, Ofex şi-a arătat îngrijorarea că după scurgerea perioadei de cinci ani, va exista riscul ca să nu poată fi găsit nici un cumpărător pentru Investbx; astfel societăţile admise la platforma sa ar pierde mijlocul de tranzacţionare şi acţionarii lor nu ar mai putea să-şi vândă acţiunile, devenind „blocaţi". Autorităţile din Regatul Unit au confirmat faptul că în cazul unei posibile închideri a Investbx, The Share Centre este obligată să-şi menţină platforma utilizată de Investbx, iar IMM-urile vor avea posibilitatea de a o folosi în continuare în aceleaşi condiţii pe care le aveau la Investbx. Contrar afirmaţiilor Ofex, acţionarii ar avea posibilitatea de a-şi tranzacţiona în continuare acţiunile şi nu s-ar bloca.

(207) În al patrulea rând, măsura se referă exclusiv la IMM-urile aflate în stadiul de dezvoltare. Scopul măsurii este de a atrage mai multe IMM-uri care nu au participat anterior pe piaţa de acţiuni şi astfel de a crea noi oportunităţi de investiţie. Mai mult, autorităţile din Regatul Unit s-au angajat să limiteze tranzacţia la cel mult 2 milioane GBP pe an, în timp ce pe platformele de pieţe recunoscute această limită superioară nu există.

(208) În cele din urmă, denaturarea concurenţei a fost limitată prin alegerea principalului prestator de servicii în cadrul unei proceduri nediscriminatorii. Numai trei oferte au fost depuse, printre care şi o ofertă din partea Ofex. Alegerea prestatorului de servicii pentru Investbx s-a realizat pe bază de criterii egale pentru toţi ofertanţii. The Share Centre a avut cea mai bună ofertă atât în ceea ce priveşte criteriile de calitate, cât şi în ceea ce priveşte preţul.

(209) Funcţia de indexare a Investbx pentru obiectele de investiţie care se vor dezvolta pentru a îndeplini criteriile pieţelor recunoscute ca fiind mai mature într-o etapă ulterioară din dezvoltarea lor va reprezenta un avantaj pentru AIM. Limitarea tranzacţiei la 2 milioane GBP va întări această funcţie de indexare.

(210) Proiectul a atras deja un interes larg deoarece ar putea fi folosit în viitor pentru a rezolva posibile carenţe ale pieţei locale în alte regiuni din Comunităţile Europene, conform comentariilor CEBRE şi ale Regione Emilia-Romagna. Poate deveni o opţiune interesantă şi rentabilă de stimulare a pieţei de capital de risc şi a IMM-urilor.

(211) La nivelul investitorilor în IMM-uri ţintă, Comisia consideră că investiţia privată nu este înlăturată ca urmare a măsurii de ajutor, dimpotrivă, Investbx va oferi mai multe oportunităţi investitorilor privaţi de îmbunătăţire a accesului lor la informaţii despre IMM-uri. În plus, are drept scop mai curând concentrarea asupra publicului general decât asupra investitorilor instituţionali.

(212) Totuşi, nu poate fi exclus faptul că Investbx va atrage cel puţin o parte din societăţile care ar încerca altfel să investească prin alte pieţe. Totuşi, acest efect s-ar limita la o perioadă de cel mult cinci ani şi la regiunea West Midlands, unde o carenţă nesoluţionată a pieţei demonstrează faptul că potenţialul prezent al regiunii nu este satisfăcut suficient de celelalte pieţe.

(213) Comisia consideră că toate efectele negative ale ajutorului conform punctului 5.3 din Instrucţiunile privind capitalului de risc sunt limitate.

6.3.6. *Reacţia Comisiei la comentariile critice ale terţilor*

(214) În continuare, Comisia îşi reia argumentele care contrazic comentariile critice ale terţilor.

(215) Având în vedere fragmentarea lichidităţii, Investbx îşi limitează serviciile la IMM-urile din West Midlands care doresc să strângă capital în intervalul 0,5-2 milioane GBP. În acest segment specific, poate atrage numai o mică parte a obiectelor de investiţie care folosesc alte pieţe. În ceea ce priveşte investitorii, îi va atrage numai pe aceia interesaţi să investească în West Midlands. În consecinţă, posibilitatea apariţiei unui pericol de fragmentare a lichidităţii pe pieţele existente este foarte limitată. Pe de altă parte, Investbx va contribui la gruparea lichidităţilor prin concentrarea în licitaţii organizate a mai multor titluri de valoare şi tranzacţii, în caz contrar majoritatea acestora fiind tranzacţionate numai separat în afara bursei.

(216) Investbx va respecta cerinţele de reglementare şi confidenţialitate corespunzătoare unui sistem alternativ de tranzacţionare. Va fi monitorizată de The Share Centre, o firmă reglementată de FSA, conform descrierii.

(217) Având în vedere presupusa denaturare a concurenței care ar dezavantaja JP Jenkins, Comisia ia act de faptul că JP Jenkins are un model de afaceri diferit. JP Jenkins tranzacționează societăți necotate sau societăți care au fost delistate de la Ofex, AIM sau LSE. Este un broker de executare și un formator de piață. Conform Regatului Unit, în timp ce pentru fiecare societate vândută pot fi afișate două prețuri, JP Jenkins nu trebuie neapărat să pună la dispoziție acțiuni în scopul cumpărării sau vânzării, ci încearcă să pună în legătură cumpărătorii și vânzătorii. În orice caz, conform paginilor sale internet, JP Jenkins a tranzacționat în iunie 2006 numai 4 societăți din West Midlands din totalul de 157 tranzacționate de aceasta. Prin urmare, Comisia consideră că un posibil efect al Investbx asupra JP Jenkins este foarte limitat.

(218) În ceea ce privește afirmația Ofex că unele dintre informațiile pe care se bazează evaluarea preliminară a Comisiei sunt incomplete, depășite și/sau neadecvate modului în care funcționează în practică piețele de acțiuni din Regatul Unit, Comisia specifică faptul că evaluarea sa se bazează pe cele mai recente date și studii disponibile, în special Rapoartele BVCA privind activitatea de investiție din 2003, 2004 și 2005, Sondajele BVCA de măsurare a performanței capitalului de investiții și a capitalului de risc al BVCA din 2003, 2004 și 2005, rapoartele HM Treasury și alte surse la care se face trimitere în întreaga decizie. Nici Ofex, nici alte părți interesate nu au furnizat studii sau date care să contrazică informațiile Comisiei sau date mai recente.

(219) Ofex susține faptul că nu există nici o dovadă a lipsei de informare a IMM-urilor privind modul de acces la finanțarea prin acțiuni, privind eșecul societăților din West Midlands cu planuri de afaceri viabile de a strânge capital propriu și privind investitorii care nu dispun de informații despre obiectele de investiții. În primul rând, raportul Deloitte „*Îmbunătățirea accesului la finanțare pentru întreprinderile mici și mijlocii*" ([42]), menționează, pe baza interviurilor oferite de brokeri, că IMM-urile nu au suficiente cunoștințe generale și nu sunt îndeajuns de conștiente de opțiunile de finanțare. Interviurile au dezvăluit faptul că pregătirea slabă pentru investiție a fost principalul obstacol în calea accesului la finanțare în întreaga regiune West Midlands. Pregătirea pentru investiție presupune o atitudine profesională față de finanțare, documentele de afaceri de calitate și potențial de rentabilitate generală a proiectului. În al doilea rând, autoritățile din Regatul Unit au realizat un sondaj care indică faptul că anual 10 IMM-uri din West Midlands ar putea intra pe Investbx. Mai mult, acestea au oferit declarații ale unei societăți cu capital de risc în care se specifică faptul că multe IMM-uri cu planuri viabile de afaceri care ar putea fi adecvate pentru Investbx sunt respinse de fondurile cu capital de risc. În al treilea rând, studiile furnizate citează lipsa de informații sigure pentru investitori ca unul dintre motivele de existență a carenței pieței ([43]).

([42]) Deloitte & Touche: „*Îmbunătățirea accesului la finanțare pentru întreprinderile mici și mijlocii*" (2002).

([43]) Deloitte & Touche: *Accesul la finanțare: Oportunități și constrângeri de dezvoltare a afacerii în West Midlands*; (2002), p. 36 și 39; ECOTEC: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analiza cererii de piață*" (2004), p. 16-18.

(220) În ceea ce privește îndoielile privind necesitatea comercială a Investbx, Comisia ia act de faptul că Regatul Unit a prezentat rezultatele unui sondaj realizat în anul 2003 care a inclus 21 de firme de consultanți profesioniști, privind numărul anual de societăți la care acestea s-ar aștepta să fie introdus pe Investbx. Prin urmare, 13 din 20 de firme au indicat faptul că s-ar aștepta să introducă între 1-6 șase societăți pe an. Ținând seama de faptul că nu toți profesioniștii activi din West Midlands au fost contactați, Comisia estimează că între cinci și doisprezece societăți pot fi introduse pe Investbx. În plus, în alt sondaj, realizat în anul 2003 în rândul reprezentanților comunității de afaceri regionale, 88 % din 41 de respondenți au considerat că piețele de capital recunoscute nu satisfac cerințele de finanțare ale IMM-urilor. În același sondaj, 68 % consideră că Ofex a fost utilizată într-o mică măsură ca sursă de capital pentru IMM-uri. Deși Ofex susține faptul că din anul 2003 a restructurat și a introdus un director regional, în anul 2004 și 2005 numai o societate din West Midlands a fost cotată la Ofex. Discrepanța dintre potențiala cerere și măsura în care aceasta este satisfăcută de Ofex sau de orice alte piețe recunoscute indică faptul că Investbx este necesară.

(221) Ofex susține faptul că spre deosebire de Ofex și AIM, Investbx este împiedicată de regulament să furnizeze mai multe informații despre perspectivele de afaceri ale obiectelor de investiție. Totuși, conform autorităților din Regatul Unit, Investbx îi este permis și va pune la dispoziție tuturor investitorilor cercetări independente despre IMM-uri, ceea ce, în prezent, nu reprezintă o condiție necesară pentru a avea acces pe piețele recunoscute. În ceea ce privește protecția investitorilor, autoritățile din Regatul Unit au declarat că, în calitate de reprezentat desemnat al unei firme reglementate de FSA, The Share Centre, Investbx va trebui să îndeplinească cerințele din legea privind serviciile și piețele financiare din 2000 (Financial Services and Markets Act 2000) și că The Share Centre se va asigura că Investbx utilizează bunele practici corespunzătoare stabilite în Codul de conduită și etică în afaceri al FSA.

(222) Având în vedere costurile de tranzacție, autoritățile din Regatul Unit susțin faptul că Investbx va asigura furnizarea de cercetări și servicii de prezentare, în medie, la un preț mult mai redus, eliminând, în plus, diferența dintre prețul de cumpărare și cel de vânzare a formatorului de piață.

(223) Dacă după cinci ani Investbx nu este viabilă din punct de vedere economic și nu poate fi vândută, va fi închisă. Totuși, societățile cotate la acea dată la Investbx pot opta să fie preluate de The Share Centre care va garanta investitorilor și obiectelor de investiție o continuitate sigură a tranzacționării pe o platformă care face obiectul acelorași onorarii și altor condiții precum cele care au fost oferite în procedura de selectare pentru prestarea de

servicii Investbx. Această măsură a fost introdusă pentru a elimina îngrijorarea legată de blocarea în investiție ce ar putea avea loc spre sfârşitul perioadei de cinci ani de sprijin.

(224) Având în vedere argumentul că un sistem pe bază de licitații este mai puțin adecvat pentru tranzacționarea acțiunilor IMM-urilor, Comisia ia act de faptul că ambele sisteme oferă avantaje diferite. În timp ce sistemul pe bază de formatori de piață oferă posibilitatea de tranzacționare în orice moment, sistemul pe bază de licitații elimină spread-ul vertical. În plus, autoritățile din Regatul Unit au declarat faptul că Investbx va avea drept scop atragerea de investitori cu perspective pe termen lung care ar acorda o mai mică importanță capacității de tranzacționare zilnică a acțiunilor lor. În orice caz, nu Comisia este cea care trebuie să stabilească ce sistem este mai adecvat. Comisia doar ia act de faptul că Investbx poate contribui la atenuarea carenței pieței.

(225) În conformitate cu Ofex, funcția de indexare este complet acoperită de Ofex, AIM şi Lista Oficială. Comisia ia act de faptul că Investbx are drept scop să contribuie la depăşirea primei etape din acest proces de admitere la AIM pentru IMM-urile cu sediul în West Midlands. Din lista furnizată de Ofex societăților care au trecut de la Ofex la AIM în ultimii trei ani, numai o societate avea sediul în West Midlands. Ținând seama de faptul că AIM este o piață cu o creştere rapidă, Comisia presupune că ar exista, în orice caz, loc pentru Investbx în vederea susținerii eforturilor Ofex de a aduce noi societăți pe AIM.

(226) Totuşi, Comisia recunoaşte faptul că există într-adevăr riscul ca obiectivele Investbx, fie în ceea ce priveşte strângerea de capital pentru IMM-uri, fie în ceea ce priveşte propulsarea către piețe de capital mai mature, să nu poată fi obținute. Un astfel de risc este inerent în cadrul unui proiect pilot. Tocmai din acest motiv investitorii privați nu au fost dispuşi să investească în acest proiect şi este utilizat stimulentul sub forma ajutorului de stat.

(227) Ofex are dreptate când afirmă faptul că ajutorul nu este conceput exclusiv pentru a acoperi costurile IMM-urilor ce vor fi finanțate, ci costurile de lansare pe piață ale Investbx. Obiectele de investiție vor primi finanțare prin acțiuni de la investitorii privați în condițiile pieței. Ajutorul are în vedere doar o piață care va ajuta la creşterea eficienței de canalizare a fondurilor.

(228) Având în vedere efectul încurajator, ajutorul permite un sistem alternativ de tranzacționare regional în care se pot găsi servicii suplimentare şi care oferă, de asemenea, un nou canal de transmitere a informațiilor relevante despre investiție între investitori şi obiectele de investiție, IMM-uri. Astfel, ajutorul reprezintă un stimulent pentru înființarea Investbx şi concentrarea acesteia asupra carenței pieței.

(229) […] (*).

(230) În ceea ce priveşte îngrijorarea Ofex că Investbx va înlătura investiția privată pe piețele de tranzacționare existente sau potențiale, Comisia nu exclude existența limitată a acestei posibilități, însă reaminteşte faptul că activitatea Investbx se limitează la IMM-urile din West Midlands care au drept scop strângerea de capital propriu de până la 2 milioane GBP. Pe acest segment, celelalte piețe cunoscute de către Comisie sunt active într-o măsură foarte limitată. În special la Ofex sunt cotate numai 7 societăți din West Midlands dintre cele 180 de societăți cotate la aceeaşi bursă. Dacă Investbx nu are succes înseamnă că cifra sa de afaceri va fi prea mică pentru a obține profituri şi va fi puțin probabil să influențeze în orice fel poziția concurenților săi. Pe de altă parte, dacă Investbx are succes, AWM o va vinde după cinci ani investitorilor privați prin licitație deschisă şi astfel va atrage mai multe investiții private pe piață pentru acest tip de servicii financiare. În orice caz, investitorii privați vor trebui să evalueze ce tip de piață oferă servicii mai bune, este mai inovator şi oferă posibilități mai mari de rentabilitate a investiției lor. Pe de altă parte, este adevărat faptul că pe durata primilor cinci ani, Investbx nu va trebui să plătească dividende investitorului public. În primii cinci ani, Investbx va percepe astfel de prețuri pentru serviciile sale încât să atingă pragul de rentabilitate în termenul stabilit. Totuşi, în vederea vânzării sale, principalul său scop este de a deveni o întreprindere profitabilă care va trebui să genereze profituri imediat după vânzare. Ofex susține faptul că Investbx poate împiedica inovația pe piața financiară. Totuşi, prin modul în care Investbx va opera, ea însăşi reprezintă o inovație importantă. Într-adevăr, este o combinație de mai multe elemente inovatoare.

6.4. **Analiză comparativă şi concluzie**

(231) Comisia confirmă faptul că crearea Investbx este o măsură care vizează eliminarea carenței pieței şi care va avea un efect încurajator asupra strângerii de capital propriu pentru IMM-uri.

(232) Comisia consideră că ajutorul de 3 milioane GBP acordat Investbx este proporțional. Există mai multe aspecte care limitează prejudiciul ce poate fi adus concurenților. Măsura este limitată din punct de vedere geografic, temporal şi în ceea ce priveşte obiectele de investiție țintă.

(233) Pe baza considerentelor menționate anterior, Comisia a ajuns la concluzia că ajutorul contribuie la depăşirea carenței pieței şi face posibilă dezvoltarea platformei regionale de tranzacționare a acțiunilor care va facilita finanțarea prin acțiuni a IMM-urilor, neafectând în mod negativ condițiile de tranzacționare într-o măsură contrară interesului comun. În consecință, ajutorul Investbx este compatibil cu piața comună în conformitate cu Instrucțiunile privind capitalul de risc.

(*) informații confidențiale

6.5. **Cumularea**

(234) Autoritățile din Regatul Unit şi-au luat angajamentul că subvenția acordată Investbx nu va fi cumulată cu nici un alt ajutor de stat la nivelul Investbx. În ceea ce priveşte ajutorul acordat IMM-urilor țintă, avantajul pe care îl pot obține de pe urma acestei măsuri este accesul la serviciile Investbx pe care altfel fie nu le-ar obține, fie nu l-ar obține în aceleaşi condiții. Ele vor primi capital propriu care nu conține nici un element de ajutor din surse private. Elementul de ajutor nu constă în plasamentul în acțiuni, prin urmare regulile secțiunii 6 din Instrucțiunile privind capitalul de risc, care împiedică cumularea de capital de risc subvenționat, nu se aplică IMM-urilor care apelează la Investbx.

7. **MONITORIZARE**

(235) Ținând seama de caracterul inovator, complexitatea şi potențialul măsurii ce urmează a fi aplicate în alte regiuni ale Comunității Europene pentru a contribui la rezolvarea carenței pieței la nivel regional, Comisia doreşte să monitorizeze efectele şi succesul măsurii Investbx. Autoritățile din Regatul Unit vor prezenta într-un raport anual privind această măsură numărul de IMM-uri pentru care s-a strâns capital şi capitalul strâns pentru fiecare IMM astfel încât Comisia să poată aprecia dacă măsura abordează într-adevăr în mod adecvat carența pieței sub 2 milioane GBP. Pentru a putea evalua efectele la nivelul ofertei, autoritățile din Regatul Unit va prezenta, de asemenea, volumul de capital de investiții strâns pe tip de investitor. Pentru a aprecia rentabilitatea măsurii şi pentru a monitoriza utilizarea resurselor de stat, autoritățile din Regatul Unit vor prezenta situații financiare anuale ale Investbx. La sfârşitul celui de-al cincilea an de la înființarea Investbx, Regatul Unit va informa Comisia dacă Investbx a fost vândută cu succes investitorilor privați în cadrul unei proceduri de licitație publică sau dacă a fost închisă.

ADOPTĂ PREZENTA DECIZIE:

Articolul 1

Ajutorul pe care Regatul Unit intenționează să îl pună în aplicare sub forma unei subvenții în valoare de 3 milioane GBP acordate Investbx este compatibil cu piața comună în sensul articolului 87 alineatul (3) litera (c) din tratat.

Punerea în aplicare a ajutorului este, prin urmare, autorizată.

Articolul 2

Regatul Unit va prezenta un raport anual privind punerea în aplicare a ajutorului care va include următoarele elemente:

— numărul de IMM-uri pentru care s-a strâns capital,

— volumul de capital strâns pentru fiecare IMM,

— volumul de capital de investiții strâns pe tip de investitor şi

— situații financiare.

La sfârşitul celui de-al cincilea an de la înființarea Investbx, Regatul Unit va informa Comisia dacă Investbx a fost vândută cu succes investitorilor privați în cadrul unei proceduri de licitație deschisă şi nediscriminatorie sau dacă a fost închisă.

Articolul 3

Prezenta decizie se adresează Regatului Unit al Marii Britanii şi Irlandei de Nord.

Adoptată la Bruxelles, 20 decembrie 2006

Pentru Comisie

Neelie KROES

Membru al Comisiei