II

(Akty prijaté podľa Zmluvy o ES/Zmluvy o Euratome, ktorých uverejnenie nie je povinné)

ROZHODNUTIA

KOMISIA

ROZHODNUTIE KOMISIE

z 20. decembra 2006

o štátnej pomoci pre „Investbx" C 36/2005, ktorú má Spojené kráľovstvo v úmysle poskytnúť

[oznámené pod číslom K(2006) 5808]

(Iba anglické znenie je autentické)

(Text s významom pre EHP)

(2008/126/ES)

KOMISIA EURÓPSKYCH SPOLOČENSTIEV,

so zreteľom na Zmluvu o založení Európskeho spoločenstva, a najmä na jej článok 88 ods. 2 pododsek 1,

so zreteľom na Dohodu o Európskom hospodárskom priestore, a najmä na jej článok 62 ods. 1 písm. a),

po vyzvaní zainteresovaných strán, aby predložili pripomienky v súlade s uvedenými ustanoveniami ([1]), a so zreteľom na tieto pripomienky,

keďže:

1. **POSTUP**

(1) Spojené kráľovstvo v súlade s článkom 88 ods. 3 Zmluvy o ES oznámilo Komisii uvedenú pomoc listom z 26. júla 2005, zaevidovaným Komisiou 28. júla 2005.

(2) Komisia požiadala o ďalšie informácie 19. augusta 2005, po čom sa 8. septembra 2005 uskutočnilo stretnutie medzi zástupcami Spojeného kráľovstva a Komisie. Počas tohto stretnutia zástupcovia Spojeného kráľovstva poskytli ďalšie informácie.

(3) Dňa 26. septembra 2005 bola Komisii doručená sťažnosť firmy PLUS Markets Group plc (bývalý Ofex Holdings plc) (ďalej len „Ofex").

(4) Komisia informovala Spojené kráľovstvo listom z 20. októbra 2005, že sa rozhodla začať konanie podľa článku 88 ods. 2 Zmluvy o ES v súvislosti s pomocou.

(5) Komisia zaslala listom z 11. novembra 2005 svoje rozhodnutie začať konanie podľa článku 88 ods. 2 Zmluvy o ES zainteresovanej strane Ofex.

(6) Rozhodnutie Komisie začať konanie bolo uverejnené v *Úradnom vestníku Európskej únie* ([2]). Komisia vyzvala zainteresované strany na predloženie ich pripomienok.

(7) Spojené kráľovstvo listom z 21. novembra 2005, zaevidovaným Komisiou v ten istý deň, predložilo odpoveď na rozhodnutie Komisie začať konanie.

(8) Komisia dostala pripomienky od 20 zainteresovaných strán:

a) od The Share Centre listom z 10. novembra 2005 zaevidovaným Komisiou 23. novembra 2005,

([1]) Ú. v. EÚ C 288, 19.11.2005, s. 13.

([2]) Pozri poznámku pod čiarou č. 1.

b) od Ofex, listom z 25. novembra 2005 zaevidovaným Komisiou v ten istý deň a listom z 15. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou nasledujúci deň,

c) od Mazars, listom z 24. novembra 2005 zaevidovaným Komisiou 5. decembra 2005,

d) listom z 30. novembra 2005, ktorý poslal pán Albert Bore, zaevidovaným Komisiou 6. decembra 2005,

e) od združenia kótovaných spoločností, listom zo 16. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou v ten istý deň,

f) od Hembury Associates Ltd, listom zo 16. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 19. decembra 2005,

g) od Hamilton Pratt, listom z 13. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 19. decembra 2005,

h) od Regione Emilia-Romagna, listom z 15. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 20. decembra 2005,

i) od JP Jenkins, listom z 13. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 20. decembra 2005,

j) od Aston Science Park, listom z 14. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 22. decembra 2005,

k) od Robert Huggins Associates, listom z 13. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 22. decembra 2005,

l) od Catapult Venture Managers, listom z 12. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 22. decembra 2005,

m) od EEF West Midlands, listom zo 14. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 23. decembra 2005,

n) od Ofexu, listom z 19. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 23. decembra 2005,

o) od CEBRE, listom z 16. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 23. decembra 2005,

p) od West Midlands Business Council, listom z 22. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 3. januára 2006,

q) od Birmingham Forward, listom z 19. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 3. januára 2006,

r) od Konfederácie obchodných komôr vo West Midlands, listom z 20. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 3. januára 2006,

s) od Advantage Growth Fund, listom z 5. januára 2006 zaevidovaným Komisiou 10. januára 2006,

t) od University of Warwick, listom zo 16. decembra 2005 zaevidovaným Komisiou 16. januára 2006.

(9) Zástupcovia Ofexu vysvetlili svoju pozíciu na stretnutí s Komisiou 16. decembra 2005.

(10) Komisia zaslala pripomienky zainteresovaných strán Spojenému kráľovstvu listami z 22. decembra 2005, 13. januára 2006 a 19. januára 2006 s cieľom poskytnúť Spojenému kráľovstvu príležitosť reagovať.

(11) Na stretnutí orgánov Spojeného kráľovstva a Komisie, ktoré sa uskutočnilo 30. januára 2006, orgány Spojeného kráľovstva poskytli vysvetlenie. Komisia požiadala o ďalšie informácie.

(12) Tieto informácie, ako aj stanovisko Spojeného kráľovstva v odpovedi na pripomienky tretích strán, boli prijaté listom z 3. februára 2006, zaevidovaným Komisiou v ten istý deň, a listom zo 7. februára, zaevidovaným Komisiou 10. februára 2006.

(13) Komisia vyžiadala ďalšie informácie od Spojeného kráľovstva listami z 15. februára 2006 a 6. apríla 2006. Spojené kráľovstvo poskytlo tieto informácie listom z 2. marca 2006 zaevidovaným Komisiou nasledujúci deň a zo 7. apríla 2006 zaevidovaným Komisiou 12. apríla 2006.

(14) Spojené kráľovstvo poskytlo ďalšie informácie listom z 3. mája 2006 zaevidovaným Komisiou 11. mája 2006.

(15) Ofex uviedol v e-maili a liste z 25. mája 2006, ktoré obsahovali tie isté informácie a boli Komisii doručené samostatne 29. a 30. mája 2006, že Advantage West Midlands (ďalej len „AWM“) robí prípravné kroky v súvislosti s Investbxom, a požiadal Komisiu, aby posunula prijatie rozhodnutia, kým Ofex nebude schopný poskytnúť ďalšie informácie. Ofex požiadal e-mailom z 31. mája 2006 a zaevidovaným v ten istý deň, aby bol informovaný pred prijatím rozhodnutia a aby dostal rozhodnutie pred jeho uverejnením. Ofex zopakoval žiadosť o posunutie prijatia rozhodnutia e-mailom z 9. júna 2006, zaevidovaným v ten istý deň, a listom z 9. júna 2006, zaevidovaným Komisiou 13. júna 2006.

(16) Spojené kráľovstvo dvoma e-mailami zo 4. júla 2006, zaevidovanými Komisiou 6. júla 2006, predložilo Komisii ďalšie informácie.

(17) Ofex informoval Komisiu e-mailom z 12. mája 2006, zaevidovaným Komisiou 13. mája 2006, že internetová stránka Investbxu je verejne prístupná.

(18) Angelbourse v liste z 26. júla 2006, doručenom Komisii 1. augusta 2006, tvrdil, že predstavuje platformu na obchodovanie pre menšie podniky a Investbx vytvára nekalú hospodársku súťaž. Tento list bol prijatý viac ako sedem mesiacov po konečnom termíne na prijímanie pripomienok tretích strán a tvrdenia uvedené v ňom neboli opodstatnené, preto ich Komisia nevzala do úvahy.

(19) Ofex informoval Komisiu e-mailami z 3. augusta 2006, zaevidovanými Komisiou v ten istý deň, o existencii Angelbourse a jej činnostiach.

(20) Komisia listom zo 7. augusta 2006 vyžiadala ďalšie informácie od Spojeného kráľovstva.

(21) Spojené kráľovstvo e-mailami z 23. októbra 2005, zaevidovanými Komisiou v ten istý deň, predložilo odpoveď na žiadosť Komisie.

2. PODROBNÝ OPIS POMOCI

(22) Na základe informácií, ktoré poskytlo Spojené kráľovstvo, Komisia uvádza nasledujúci súhrnný opis oznámenej pomoci.

2.1. Cieľ Investbxu

(23) Hlavným cieľom pomoci je vytvoriť pre malé a stredné podniky ([3]) v etape rozvoja ([4]) (ďalej len „MSP“) v regióne West Midlands Spojeného kráľovstva prostriedok na získavanie finančných prostriedkov v nedostatkovom pásme akciového kapitálu ([5]). Tento prostriedok združí MSP, poskytovateľov služieb a investorov s cieľom uľahčiť spoločnostiam získavanie peňazí zriadením praktického fóra na emisiu nových akcií a obchodovanie s nimi. Investbx tiež zabezpečí a uľahčí poskytovanie služieb malým a stredným podnikom za trhové sadzby s cieľom zlepšiť ich schopnosť získavať finančné prostriedky.

([3]) Táto definícia je v súlade s odporúčaním Komisie zo 6. mája 2003 o definícii mikropodnikov, malých a stredných podnikov (Ú. v. ES L 124, 20.5.2003, s. 36).

([4]) MSP v etape rozvoja sú MSP definované v bode 2.2 písm. h) usmernení o rizikovom kapitáli (usmernenia Spoločenstva o štátnej pomoci a rizikovom kapitáli pre malé a stredné podniky, Ú. v. EÚ C 194, 18.8.2006, s. 2).

([5]) Finančné prostriedky v nedostatkovom pásme akciového kapitálu predstavujú investície do akciového kapitálu v nedostatkovom pásme od 0,5 do 2 mil. GBP.

(24) Cieľom predmetnej pomoci je prekonať zlyhanie trhu pri poskytovaní kapitálového financovania v pásme od 0,5 mil. GBP do 2,0 mil. GBP pre MSP vo West Midlands. Orgány Spojeného kráľovstva vyhlásili, že maximálna suma na získavanie finančných prostriedkov počas začiatočnej päťročnej etapy bude 2 mil. GBP ročne, aby sa pomoc pevne zamerala na prekonanie zlyhania trhu pri získavaní finančných prostriedkov malými a strednými podnikmi. Obávajú sa však, že zlyhanie trhu sa časom mení, keďže investície do verejne neobchodovateľných akcií sa stále viac realizujú na väčšie projekty. V správe CBI ([6]) sa zlyhanie trhu odhaduje od 0,25 mil. GBP do 3 mil. GBP. Maximálna suma 2 mil. GBP by preto mohla podľa orgánov Spojeného kráľovstva vytvoriť časom reálne prekážky pre úspech projektu Investbx vylúčením niektorých MSP, ktoré by potrebovali vyššiu úroveň investícií. Ak toto nastane, AWM zhromaždí dôkazy a oznámi Komisii zmenu so žiadosťou o zvýšenie maximálnej sumy.

(25) Cieľom Investbxu je vytvoriť most medzi súkromnými investormi, vrátane anjelov podnikania a investorov rizikového kapitálu, ktorým poskytne dodatočnú príležitosť investovania, a vyspelejšími trhmi. Investbx pripraví prijímateľov investícií na kótovanie na vyspelejších trhoch, najmä na Alternatívnom investičnom trhu (ďalej len „AIM“ – *Alternative Investment Market*) a Londýnskej burze cenných papierov (ďalej len „LSE“ – *London Stock Exchange*).

2.2. Právny základ opatrenia

(26) Právnym základom opatrenia je regionálny zákon o rozvojových agentúrach z roku 1998 ([7]), oddiel 5.

2.3. Rozpočet a trvanie

(27) Štátny orgán, Westmidlandská agentúra regionálneho rozvoja („AWM“), poskytne Investbxu finančné prostriedky do výšky 3 mil. GBP na obdobie najviac päť rokov. Táto suma môže byť nižšia, respektíve obdobie môže byť kratšie, ak sa projekt stane sebestačný. Investbx bude používať tento grant na krytie svojich investícií a na ďalšie štartovacie náklady, ktoré nemožu byť pokryté príjmami z jeho činnosti. Investbx bude používať grant v súlade s finančným plánom, v ktorom sa stanovuje, že Investbx bude počas začiatočného obdobia piatich rokov poskytovať prostriedky rastúcemu počtu MSP (celkovo 47 MSP do konca päťročného obdobia), a predpokladá sa rastúca tvorba príjmov a znižujúce sa využívanie grantu na kompenzáciu strát, kým Investbx nedosiahne prah rentability, najneskôr do piatich rokov.

([6]) Konfederácia britského priemyslu: „*Improving Access to finance – Enabling the enterprise revolution*“ (*Zlepšenie prístupu k finančným prostriedkom – umožnenie podnikovej revolúcie*) (júl 2006).

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

(28) Projekty predpokladajú, že časť grantu bude slúžiť ako rezerva. Po tomto období Investbx splatí zostávajúce nevyužité prostriedky agentúre AWM a AWM, buď predá akcie Investbxu na trhu v otvorenej a nediskriminujúcej obchodnej verejnej súťaži, alebo ukončí činnosť.

2.4. **Príjemca pomoci**

(29) Priamym príjemcom pomoci je Investbx. Investbx dostane do 3 mil. GBP vo forme grantu AWM. Všetky prebytky z Investbx sa budú investovať späť do Investbx na prospech regionálneho hospodárstva, čo je v súlade s poslaním AWM. AWM si ponechá silný vplyv na Investbx.

(30) Investbx bude spoločnosť s ručením obmedzeným do hodnoty upísaných akcií. Štatút spoločnosti umožní Investbxu samostatne uzatvárať zmluvy. Forma právneho subjektu oddeleného od AWM uľahčí v budúcnosti možný prevod spoločnosti. Ak bude Investbx úspešný, predá sa a stane sa súkromnou spoločnosťou. V tom čase akékoľvek nevyplatené prostriedky z pôvodného grantu prejdú späť na AWM.

(31) Investbx bude mať výkonný tím 6 až 8 pracovníkov zodpovedných za plnenie obchodného plánu. Radu bez výkonných právomocí budú tvoriť odborníci z West Midlands vymenovaní osobitne na základe svojich vedomostí a skúseností s prácou s MSP a cieľovými investormi.

2.5. **Súčasný trh v Spojenom kráľovstve**

(32) Na tradičnom trhu nákupu a predaja akcií v Spojenom kráľovstve dominuje podľa Spojeného kráľovstva LSE, na ktorej sa organizujú najmä veľké obchody s akciami na globálnom trhu. MSP sú stále viac vytláčané, keďže sa uprednostňujú bezrizikové akcie väčších spoločností.

(33) Ako uvádza Spojené kráľovstvo, LSE sa snažila vyriešiť túto situáciu zavedením svojho AIM v roku 1995. Tento pôsobí ako trh druhého pásma zameraný na nové a menšie spoločnosti. Členstvo nevyžaduje predchádzajúce minimálne skúsenosti s obchodovaním, minimálne aktíva alebo úroveň zisku, ani minimálnu kapitalizáciu a minimálny voľne obchodovaný objem akcií.

(34) Ako uvádza Spojené kráľovstvo, mimo sféry LSE a AIM existuje platforma pre obchodovanie Ofex, ktorú reguluje Orgán finančných služieb Spojeného kráľovstva (ďalej len „FSA“). Jej cieľom je byť nákladovo účinnejšou a menej regulovanou alternatívou AIM.

(35) V Spojenom kráľovstve je množstvo poskytovateľov služieb, ktorí obchodujú s nekótovanými akciami alebo získavajú akciový kapitál, ako The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins alebo Investor Champions.

(36) Aj napriek uvedenému vývoju Spojené kráľovstvo tvrdí, že existuje dlhodobé trhové zlyhanie v prípade investícií do akcií MSP so sídlom v regiónoch mimo South-East, napríklad vo West Midlands. Jednu z najnižších úrovní kótovaných spoločností a celkovej trhovej kapitalizácie možno nájsť vo West Midlands. AWM požiadala Ofex, či by mohol riešiť zlyhanie trhu v regióne West Midlands, v prípade čoho AWM upustí od projektu Investbx. Ofex však nereagoval.

2.6. **Činnosti a tvorba cien Investbxu**

(37) Podľa orgánov Spojeného kráľovstva predstavuje Investbx úplne nové opatrenie, pre ktoré neexistuje precedens. Kým tradičné fondy rizikového kapitálu sa zameriavajú na zvýšenie ponuky akciového kapitálu, Investbx predpokladá miesto toho zlepšenie efektívnosti šírenia informácií o spoločnostiach prijímajúcich investície. Investbx rozbehne vznik účinného miestneho akciového trhu spájaním spoločností s investormi tým, že im ponúkne životaschopné, jednoduché a nákladovo rentabilné riešenie získavania akciového kapitálu, obchodovania s ich akciami a prezentácie ich činnosti. Tento obchodný mechanizmus bude odlišný od tradičných trhov cenných papierov (a to LSE s jeho AIM), ako aj Ofex, keďže bude pôsobiť prostredníctvom sledovateľného online elektronického aukčného trhu, ktorý páruje kupujúcich a predávajúcich pri jednej cene pre investície prostredníctvom online platformy poskytujúcej len služby vykonávania príkazov. Na rozdiel od tradičných trhov sa tieto online aukcie budú konať len niekoľkokrát mesačne. Investbx bude súčasne podporovať dlhodobejšie pohľady na investovanie s väčším dôrazom na hlavný cieľ získavania peňazí pre MSP v spoločnosti než na schopnosť často obchodovať s akciami, ktorú poskytujú existujúce londýnske trhy. Investbx bude mať preto tri rôzne úlohy: získavanie finančných prostriedkov, čiže primárne financovanie, integrovanie služieb podpory pre MSP a zabezpečovanie platformy pre obchodovanie na sekundárnom trhu formou aukcie pre akcie, ktorých obchodovanie už bolo povolené.

(38) Spoločnostiam, ktoré budú chcieť získať finančné prostriedky v nedostatkovom pásme akciového kapitálu, budú pomáhať miestni finanční a právni poradcovia a tím Investbx so sídlom vo West Midlands.

(39) Platforma na obchodovanie bude na online portáli Investbx (www.investbx.com), ktorý bude obsahovať aj mnoho integrovaných služieb, bude fungovať online 24 hodín 7 dní v týždni a bude špecificky uspôsobený na plnenie potrieb MSP, kótovaných, ako aj nekótovaných.

(40) Investbx nebude poskytovať finančné prostriedky malým a stredným podnikom. Investbx nebude ani priamo poskytovať finančné prostriedky alebo záruky investorom alebo prijímateľom investícií. Všetko kapitálové financovanie budú poskytovať trhoví investori súkromným prijímateľom investícií. Funkciou Investbxu je len uľahčovať transakcie medzi súkromnými trhovými subjektmi.

2.6.1. *Získavanie finančných prostriedkov*

(41) Investbx bude pomáhať MSP pri získavaní finančných prostriedkov. Bude ponúkať vhodné MSP v regióne poradcom, ktorí hľadajú MSP, do ktorých by investovali. Získavanie finančných prostriedkov, nazývané aj primárne financovanie, bude tvorené predajom nových emisií akcií vydaných cieľovými MSP za pomoci Investbxu priamo investorom, ktorí majú o ne záujem. Orgány Spojeného kráľovstva vyhlásili, že počas začiatočného obdobia piatich rokov bude maximálna suma pre získavanie finančných prostriedkov 2 mil. GBP na rok a MSP.

(42) Podľa odborných poradcov, ktorí pomáhajú MSP pri získavaní finančných prostriedkov a s ktorými sa konzultovalo počas celého procesu tvorby projektu Investbx, vo West Midlands existuje potenciál financovať viac ako 10 MSP ročne na základe navrhovanom pre Investbx. Podľa jeho finančného plánu by počas prvých piatich rokov existencie mal získať najmenej 70 mil. GBP pre najmenej 47 spoločností.

(43) Malým a stredným podnikom sa bude zo získaných finančných prostriedkov účtovať sprostredkovateľská provízia 6 %. Tento poplatok sa určil z finančného modelu tak, aby Investbx mohol dosiahnuť prah rentability v lehote piatich rokov od dohody o grantovom financovaní. Hodnotil sa ďalej porovnávaním poplatkov podľa referenčných kritérií na podklade existujúcich prípadových štúdií získavania finančných prostriedkov. Z toho vyplynulo, že 6 % je viac, ako vyžadujú niektoré iné trhy. Orgány Spojeného kráľovstva však tiež berú na vedomie, že táto metóda porovnávania podľa referenčných kritérií má obmedzenú hodnotu vzhľadom na to, že pre Investbx neexistujú primerané porovnávacie subjekty zodpovedajúce jeho jedinečnej povahe. Investbx bude iný ako ktorýkoľvek z existujúcich poskytovateľov služieb získavania finančných prostriedkov vo West Midlands. Preto sa dospelo k záveru, že Investbx bude schopný účtovať sprostredkovateľskú províziu 6 %, t. j. aspoň sadzbu, ktorú účtujú existujúci firemní poradcovia.

2.6.2. *Integrácia služieb podpory pre MSP*

(44) Podľa orgánov Spojeného kráľovstva Investbx spojí rôznych poskytovateľov služieb, ktorí budú malým a stredným podnikom pomáhať v procese získavania finančných prostriedkov, ako aj počas obdobia, keď sa ich akcie budú obchodovať. Investbx bude pôsobiť ako koordinátor transakcií pre každý MSP, ktorý sa rozhodne získať finančné prostriedky prostredníctvom Investbxu. Bezpečný nástroj na výmenu dokumentov na internetovej stránke Investbxu bude obsahovať všetky predlohy dokumentov, ktoré bude MSP potrebovať počas procesu získavania kapitálu a vstupu do platformy pre obchodovanie. Tieto predlohy boli vypracované s miestnymi odbornými kruhmi a sú zjednodušené s cieľom byť primerané a nákladovo efektívne pre MSP.

(45) Investbx vyhodnotí každý MSP, ktorý sa bude snažiť získať finančné prostriedky v Investbxe. To bude obsahovať hodnotenie jeho potenciálu prilákať investorov pre primárne financovanie a či sa v procese povinnej starostlivosti neodhalili akékoľvek fakty, ktoré by hovorili proti vstupu. Po priaznivom vyhodnotení bude tím Investbxu kontaktovať investorov a syndikovaných partnerov ([8]), ktorí môžu mať množstvo vlastných investorov, ktorí sa chcú podieľať na novej emisii.

(46) Investbx bude počas procesu získavania finančných prostriedkov poskytovať za trhové ceny výskumné a marketingové služby, ktoré bude obstarávať externe. Investbx bude viesť zoznam nezávislých finančných poradcov, právnych poradcov, účtovníkov zodpovedných za výkazy a hlásenia, poradcov pre vzťahy s verejnosťou vo finančnej oblasti a poskytovateľov nezávislého výskumu, ktorí majú primerané skúsenosti a povolenie regulačného orgánu, a od ktorých si MSP môžu vybrať akékoľvek služby, ktoré potrebujú na získanie finančných prostriedkov.

(47) Za všetky MSP, ktoré vstúpia do Investbxu, sa budú uverejňovať nezávislé výskumy. Investbx sprístupní na svojej internetovej stránke pre všetkých potenciálnych investorov alebo finančných poradcov prezentáciu každého MSP, ktorá bude obsahovať súhrnné informácie z úplného dokumentu o prijatí, dokument o prijatí a nezávislé výskumy. Nezávisle realizovaný výskum bude obsahovať kvantitatívne a kvalitatívne podrobné a hĺbkové informácie o spoločnosti. Tento druh výskumu je zriedka dostupný pre kohokoľvek iného ako manažérov inštitucionálnych fondov. Tieto údaje sa zvyčajne vypracúvajú len pri väčších objemoch akcií a sú dostupné len pre inštitucionálnych investorov. Výskum bude obsahovať aj podrobný výklad o každej oblasti obchodnej činnosti.

(48) MSP zaplatia honorár poradcov za pomoc pri vstupe na Investbx. Jednotlivé honoráre budú súkromné trhové subjekty, ktoré nedostávajú finančnú podporu od Investbx, účtovať za trhové ceny.

2.6.3. *Obchodovanie na sekundárnom trhu*

(49) Investbx bude zabezpečovať aj online platformu pre obchodovanie na sekundárnom trhu formou aukcie na základe príkazov. Účelom tejto platformy je poskytovať určitú likviditu pre akcie spoločností po získaní kapitálu na primárnom trhu a získaní prístupu k obchodovaniu na Investbxe.

([8]) Syndikovaný partner je skupina investorov, ktorí pri investovaní do spoločnosti konajú spoločne.

(50) Trh fungujúci na základe online príkazov stojí na vlastníkoch akcií MSP, ktorí sa zaregistrujú, že by chceli predať časť svojich vlastnených akcií, a uvedú cenu, ktorú by boli ochotní za akcie akceptovať. Kupujúci, ktorí majú záujem o nákup akcií MSP, tiež zaregistrujú svoj záujem spolu s cenou, ktorú sú ochotní zaplatiť za akcie.

(51) Kupujúci aj predávajúci môžu vidieť všetky ponuky na nákup a ponuky na predaj akcií MSP na internetovej stránke Investbxu prístupnej 24 hodín 7 dní v týždni a môžu zmeniť svoje príkazy do hodiny pred uskutočnením aukcie. Aukcie sa konajú s periodicitou, ktorú spoločnosť stanoví na základe výšky záujmu prejaveného o obchodovanie s akciami; môže byť týždenná alebo mesačná. To podľa orgánov Spojeného kráľovstva podporuje dlhodobejší pohľad na investovanie do MSP, keďže nie je možné kupovať a predávať akcie okamžite.

(52) V aukčnom systéme sa akcie predávajú priamo medzi jednotlivými investormi na základe párovania kupujúcich a predávajúcich pri jednej cene. Tým sa odstráni rozpätie tvorcu trhu, ktoré predstavuje rozdiel medzi cenou ponuky kúpy a ponuky predaja v zvyčajnom systéme tvorcu trhu založenom na kotáciách (LSE, AIM a Ofex sú etablované trhy na báze tvorcu trhu, ako sa vysvetľuje nižšie, ďalej nazývané len „etablované trhy“). Tento rozdiel je zvyčajne vyšší pri akciách, ktoré sa obchodujú menej často a v menších množstvách. Na Ofex bolo podľa orgánov Spojeného kráľovstva najvyššie rozpätie do výšky 75 % a priemerné rozpätie cien akcií šiestich spoločností so sídlom vo West Midlands obchodovaných na Ofex počas predchádzajúcich 12 mesiacov pred septembrom 2006 bolo 16 %.

(53) Investbx bude výkon nákladných a zložitých funkcií súvisiacich s reguláciou a obchodovaním zadávať externej firme oprávnenej Orgánom finančného trhu (FSA). Takáto firma, The Share Centre, bola určená za uprednostneného účastníka na túto úlohu po nediskriminujúcom postupe výberu uverejnenom v *Úradnom vestníku Európskej únie*. Medzi úlohy The Share Centre bude patriť: oprávňovanie Orgánom finančného trhu a súvisiaca povinná starostlivosť; poskytovanie online produktu pre maklérske služby; služby prijímajúceho agenta (inkaso peňazí od investorov upisujúcich akcie novej emisie), správa systémov zamestnaneckých akcií, zabezpečovanie mechanizmu obchodovania a vykonávanie pravidelných aukcií.

(54) Orgány Spojeného kráľovstva potvrdili, že poplatky, ktoré Investbx účtuje MSP prijímajúcim investície, ako aj investorom za služby súvisiace s obchodovaním na sekundárnom trhu, budú rovnaké ako trhové sadzby, ktoré The Share Centre účtuje jednotlivým spoločnostiam. Investbx bude mať výhodu rabatu od The Share Centre.

2.7. **Nepriami príjemcovia pomoci**

(55) Celé primárne a sekundárne obchodovanie na Investbxe sa bude uskutočňovať medzi súkromnými trhovými subjektmi, investormi a prijímateľmi investícií, ktorí môžu mať len nepriamy prospech z tohto opatrenia.

2.7.1. *Investori*

(56) Orgány Spojeného kráľovstva sa s ohľadom na tendenciu inštitucionálnych investorov investovať do väčších obchodov domnievajú, že títo investori nebudú mať záujem využívať Investbx. Investbx preto predpokladá, že bude získavať finančné prostriedky najmä od individuálnych súkromných investorov vrátane osôb s vysokou čistou hodnotou. Investbx sa bude zameriavať najmä, ale nie výhradne, na investorov z regiónu West Midlands, keďže orgány Spojeného kráľovstva sa domnievajú, že je vyšší predpoklad, že títo budú investovať do cieľových MSP so sídlom vo West Midlands.

(57) Investbx môže kontaktovať investorov priamo alebo prostredníctvom sprostredkovateľov alebo syndikovaných partnerov. V každom prípade žiadni investori, nezávisle od toho, odkiaľ pochádzajú, alebo či sú inštitucionálni alebo individuálni súkromní investori, nebudú vylúčení z využívania Investbxu ani znevýhodnení jeho využívaním.

(58) Individuálni súkromní investori sa budú môcť zúčastňovať na primárnom financovaní počas procesu získavania finančných prostriedkov a získať prístup k prezentáciám a nezávislému výskumu o prijímateľoch investícií. Takéto možnosti podľa orgánov Spojeného kráľovstva dostávajú zvyčajne len inštitucionálni investori. Všetci investori budú môcť požiadať o akcie nových emisií priamo online alebo prostredníctvom finančných sprostredkovateľov.

2.7.2. *MSP prijímajúce investície*

(59) Len MSP z West Midlands so životaschopným podnikateľským plánom a s najmenej dvojročným predchádzajúcim pôsobením v obchodovaní, ktoré chcú získať „rozvojový kapitál“ ([9]), sú oprávnené využívať Investbx. Investbx môže výnimočne posúdiť MSP, ktoré nemajú predchádzajúce dvojročné pôsobenie v obchodovaní, ak tieto MSP dostali investíciu na rozvoj svojich produktov alebo služieb od investorov rizikového kapitálu. Orgány Spojeného kráľovstva potvrdili, že MSP nezískajú viac ako 2 mil. GBP ročne a nebudú sa nachádzať za etapou rozvojového kapitálu v zmysle definície v bode 2 ods. 2 písm. h) usmernení Spoločenstva o štátnej pomoci rizikovému kapitálu pre malé a stredné podniky (ďalej len „usmernenia o rizikovom kapitáli“) ([10]).

([9]) Definovaný v usmerneniach Spoločenstva o štátnej pomoci rizikovému kapitálu pre malé a stredné podniky, Ú. v. EÚ C 194, 18.8.2006, s. 2.

([10]) Ú. v. EÚ C 194, 18.8.2006, s. 2.

(60) Na poskytnutie ochrany investorom musia spoločnosti, ktoré vstupujú do Investbxu, spĺňať súbor požiadaviek týkajúcich sa regulácie a sprístupňovania údajov v súlade s reguláciou FSA.

2.8. **Postup pri výbere poskytovateľa služieb pomoci**

(61) Hlavný poskytovateľ služieb pre Investbx, The Share Centre, bol vybraný súťažným a nediskriminujúcim postupom výberu uverejnenom v *Úradnom vestníku Európskej únie* ([11]). Tri podniky predložili oficiálne ponuky: Ofex, Univits a The Share Centre. Výber vyhodnocovala komisia troch nezávislých odborných poradcov a troch interných hodnotiacich z AWM na základe 18 podmienok účasti a kritérií na hodnotenie ponúk. Na základe týchto kritérií sa ponuka Univits umiestnila na najnižšom mieste. The Share Centre, najlepší účastník, a Ofex, druhý najlepší účastník, boli pozvaní na pohovory. The Share Centre sa v hodnotení umiestnil výrazne lepšie ako Ofex a podľa orgánov Spojeného kráľovstva bol preto vybraný ako prednostný účastník.

(62) V dôsledku technickej zložitosti projektu a dôležitosti úlohy trhového operátora pre úspech obchodnej činnosti sa objednalo ďalšie nezávislé hodnotenie oboch finalistov, ktoré tiež viedlo k záveru, že The Share Centre je uprednostnený účastník.

(63) Podľa orgánov Spojeného kráľovstva boli všetky strany informované o rozhodnutí vo februári 2004. Ofex si vyžiadal informácie, prečo nebol vybraný, a tieto mu boli riadne poskytnuté. Za tým nenasledovala žiadna oficiálna sťažnosť ani vznesenie námietok.

2.9. **Porovnanie Investbxu a Ofexu**

(64) Na základe informácií, ktoré poskytli orgány Spojeného kráľovstva a ktoré neboli spochybnené podkladmi predloženými zainteresovanými stranami, Investbx a Ofex sa odlišujú v týchto oblastiach:

INVESTBX	OFEX
Geografická oblasť pôsobnosti	
Len MSP z West Midlands	Vnútroštátna a medzinárodná
Špeciálny tím 6 – 8 pracovníkov z West Midlands	1 manažér obchodného rozvoja so sídlom v Londýne pre všetkých 9 regiónov Spojeného kráľovstva
Cieľový trh	
Len MSP v etape rozvoja	Akákoľvek veľkosť spoločnosti
Do 2 mil. GBP ročne	Bez limitu
Poskytované služby	
Hlavným cieľom je získavanie primárneho kapitálu pre MSP	Obchodovanie na primárnom a sekundárnom trhu. Peniaze získavajú makléri
Poskytovanie nezávislého výskumu je nutnou podmienkou pre vstup	Táto požiadavka sa neuplatňuje
Platforma pre obchodovanie na základe príkazov, periodické aukcie, na ktorých sa vytvárajú páry kupujúci/predávajúci na základe jedinej ceny	Trh založený na kótovaní; obchodovanie v reálnom čase s jednou cenou, za ktorú sa kupuje, a druhou cenou, za ktorú sa predáva, čím sa vytvára cenové rozpätie akcií
Oblasť regulácie	
Investbx bude vymenovaný zástupca The Share Centre, ktorý pôsobí ako alternatívny systém obchodovania	Ofex je v súčasnosti alternatívny systém obchodovania s oprávnením od FSA

3. **DÔVODY ZAČATIA KONANIA**

(65) Komisia v svojom rozhodnutí začať konanie identifikuje pomoc pre Investbx. Ďalej oznamuje ďalšie skúmanie možnej pomoci investorom a MSP.

(66) Komisia v tomto rozhodnutí stanovuje, že hoci cieľom opatrenia je preklenúť pásmo nedostatku akciového kapitálu pre MSP, nespadá do rámca oznámenia o rizikovom kapitáli ([12]). Keďže Investbx neposkytuje MSP žiadny rizikový kapitál, nemožno ho považovať za fond rizikového kapitálu. Cieľom tejto pomoci je vytvoriť infraštruktúru burzovej platformy pre investorov a MSP. Grant pre Investbx nespĺňa predpoklady pomoci podľa usmernení pre regionálnu pomoc. Nie sú uplatniteľné ani žiadne iné nariadenia, rámce alebo usmernenia o štátnej pomoci. Komisia preto v rozhodnutí začať konanie stanovuje, že hodnotenie pomoci pre Investbx by sa mohlo zakladať priamo na článku 87 ods. 3 písm. c) Zmluvy o ES. Preto musí existovať dobre definované zlyhanie trhu, nástroj pomoci sa musí zameriavať na toto zlyhanie trhu a verejný záujem musí celkovo prevyšovať narušenie hospodárskej súťaže a vplyv na obchod.

([11]) Ú. v. ES S 206, 25.10.2003, č. 186003.

([12]) Ú. v. ES C 235, 21.8.2001, s. 3.

(67) Komisia v rozhodnutí začať konanie vyjadruje pochybnosti o zlučiteľnosti opatrenia, najmä o tom, či zlyhanie trhu v oblasti od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP, ktoré bolo stanovené v rozhodnutí Komisie o podnikových kapitálových fondoch ([13]), stále trvá v Spojenom kráľovstve, a najmä v regióne West Midlands.

(68) Na záver, Komisia má ďalej záujem prešetriť rozdiely medzi Investbx a tradičnými trhmi, najmä Ofex. Oznamuje preskúmanie akejkoľvek hospodárskej súťaže s LSE, AIM a Ofex, ako aj s poskytovateľmi úverového financovania. Účelom je overiť, či narušenie hospodárskej súťaže a vplyv na obchod sú obmedzené, aby pomoc nebola celkovo v neprospech verejného záujmu.

(69) Komisia mohla až po preskúmaní pripomienok tretích strán rozhodnúť, či pomoc navrhovaná Spojeným kráľovstvom je nasmerovaná na jasne definované zlyhanie trhu a či má vplyv na hospodársku súťaž a podmienky obchodovania v neprospech verejného záujmu.

4. PRIPOMIENKY ZAINTERESOVANÝCH STRÁNY

(70) Komisia v súlade s článkom 20 ods. 2 nariadenia Rady (ES) č. 659/1999 ([14]) prijala pripomienky 20 zainteresovaných strán. Sedemnásť z týchto 20 zainteresovaných strán podporilo pomoc pre Investbx. Podpora prišla od westmidlandských podnikateľských subjektov, profesijných skupín a investorov rizikového kapitálu, westmidlandských obchodných organizácií, univerzít a akademických odborníkov, westmidlandských maklérov, ako aj od európskeho regiónu. Kritické pripomienky k pomoci pre Investbx prišli okrem Ofexu aj od JP Jenkins Stockbrokers a Združenia kótovaných spoločností.

4.1. Pripomienky podporujúce pomoc

(71) Väčšina zo 17 kladných pripomienok potvrdila existenciu zlyhania trhu v poskytovaní akciového kapitálu v pásme 0,5 až 2 mil. GBP, pričom jedna strana tvrdila, že zlyhanie trhu je do 3 mil. GBP. Strany tvrdili, že zlyhanie trhu je na strane dopytu, ako aj ponuky, a nevyriešia ho anjeli podnikania, ktorí poskytujú nižšie sumy, ani súkromné fondy rizikového kapitálu, ktoré sa sústredia na väčšie obchody, ani etablované trhy ako AIM alebo Ofex, ktoré sa podľa ich tvrdenia sústredia na londýnsky región a región South-East a nemajú záujem o rozvoj miestneho westmidlandského trhu. MSP, ktoré využívajú existujúce platformy, trpia nízkym záujmom investorov z dôvodu relatívne malej výšky transakcií a v dôsledku toho nižším zahrnutím do výskumov o MSP. Investbx je podľa viacerých strán užitočný a potrebný na prekonanie zlyhania trhu, aby slúžil ako most k vyšším etablovaným trhom. Poskytnutie možnosti ukončiť investíciu bude stimulovať záujem investorov z radov anjelov podnikania.

(72) Viaceré strany potvrdzujú potrebu miestneho trhu, ktorý sa bude sústrediť na zlyhanie trhu ponechané väčšími trhmi a bude profitovať z miestnych vedomostí, odborných znalostí a osobných kontaktov. Niektoré strany uvádzajú, že štátna pomoc je potrebná, keďže poskytovanie akciového kapitálu len súkromným sektorom na miestnej úrovni zlyháva. V prípadovej štúdii, ktorú postúpila University of Warwick, sa poukazuje v jednom prípade na MSP, ktorý musel získať akciový kapitál na svoj rast na austrálskom trhu z dôvodu nedostatku finančných prostriedkov vo West Midlands a vysokých nákladov na vstup na tunajšie trhy. Strany tvrdia, že z dôvodu, že pre investorov je ekonomicky nerealizovateľné pravidelne navštevovať iné regióny na účel vyhľadávania a monitorovania obchodov, Investbx zlepší situáciu získavaním kapitálu hlavne od miestnych investorov, predovšetkým od osôb s vysokou čistou hodnotou. Investbx chválili ako inovačné nákladovo účinné riešenie, ktoré má predpoklady, aby pomohlo zvýšiť konkurencieschopnosť MSP a zlepšiť situáciu vo West Midlands po sérii ekonomických šokov, jedným z ktorých je kolaps MG Rover.

(73) Strany z iných členských štátov vyjadrujú podporu Investbx a domnievajú sa, že bude slúžiť ako pilotný projekt, z ktorého môžu ostatné regióny Európskych spoločenstiev získať ponaučenie a overené postupy.

4.2. Kritické pripomienky

(74) Združenie kótovaných spoločností (ďalej len „QCA“ – *Quoted Companies Alliance*) tvrdí, že miestna burza zriedi likviditu iných trhov a že *„vôbec nerozumie, ako môže malá miestna burza splniť tieto [rozsiahle právne predpisy] bez obrovských príspevkov daňových poplatníkov“*.

(75) JP Jenkins, nezávislý maklér poskytujúci len služby vykonávania príkazov, ktorý sa špecializuje len na párovanie obchodov s akciami, tvrdí, že Investbx bude jeho priamy konkurent, a že štátna pomoc naruší hospodársku súťaž a poškodí pozíciu JP Jenkins.

(76) Jamie Whitehorn, hlavný právny zástupca Ofexu, považuje dôvody a údajné zlyhanie trhu v pásme 0,5 mil. GBP až 2 mil. GBP, identifikované Spojeným kráľovstvom, za

([13]) Rozhodnutie Komisie K (2005) 1144, Ú. v. EÚ L 91, 29.3.2006, s. 16.

([14]) Nariadenie Rady (ES) č. 659/1999 z 22. marca 1999 ustanovujúce podrobné pravidlá na uplatňovanie článku 93 Zmluvy o ES, Ú. v. ES, 27.3.1999, L 83, s. 1.

nesprávne, ako aj nedokázané. Vzhľadom na nedokonalé informácie na strane dopytu, ako aj ponuky sa domnieva, že neexistujú dôkazy, po prvé, pre nedostatok informácií pre MSP ako získať prístup ku kapitálovému financovaniu, po druhé, pre neúspešnosť westmidlandských spoločností so životaschopným podnikateľským plánom získať akciový kapitál na Ofexe alebo AIM, a po tretie, že investori nemajú *„vhodné a spoľahlivé informácie o potenciálnych prijímateľoch investícií“*.

(77) Ofex a QCA tvrdia, že pre MSP, ktoré sa snažia získať kapitálové financovanie, v súčasnosti poskytuje služby Ofex, AIM, JP Jenkins Limited, siete maklérov a adresáre investorov. Akciový kapitál sa ďalej dá získať s použitím registra *„oprávnených investorov“*, ktorý vedie Úrad pre finančné služby.

(78) Ofex vyjadril obavy, že niektoré informácie, na ktorých sa zakladá predbežný odhad Komisie, sú neúplné, zastarané a/alebo nezodpovedajú spôsobu, akým kapitálové trhy Spojeného kráľovstva fungujú v praxi.

(79) Ofex sa domnieva, že štúdie, ktoré predložilo Spojené kráľovstvo v súvislosti s podnikovými kapitálovými fondmi, na ktoré sa odvoláva Komisia sú zastarané, pokiaľ ide o služby, ktoré poskytuje Ofex. Počas posledných dvoch rokov sa trh Ofex radikálne zlepšil. To sa odrazilo vo vyššom počte MSP prijatých na Ofex v roku 2005 v porovnaní s rokom 2004 vo všetkých prípadoch získania finančných prostriedkoch v pásme pod 2 mil. GBP.

(80) Aj keby sme predpokladali zlyhanie trhu, Ofex tvrdí, že Investbx nevyrieši problémy, ktoré viedli k jeho vzniku. Investbx nie je v stave napraviť informačný deficit, keďže z dôvodu regulačných obmedzení by nemohol poskytovať viac informácií, ako sú v súčasnosti dostupné na Ofexe alebo AIM. Náklady transakcií, to znamená poplatky za odborné služby a náklady na povinnú starostlivosť, sú rovnaké na všetkých trhoch a poplatky Ofex a AIM predstavujú len malú časť celkových nákladov na získavanie akciového kapitálu.

(81) Ofex sa ďalej domnieva, že toto opatrenie nepredstavuje vhodný nástroj, keďže v prípade, ak sa zatvorí do piatich rokov, platforma pre obchodovanie zmizne a kontakt medzi MSP a jeho akcionármi sa stratí. Investori by preto mohli zostať zablokovaní, čo bude viesť k neistote ku koncu päťročného obdobia.

(82) Ofex ďalej tvrdí, že aukčný systém má obmedzenia, ktoré spôsobujú jeho menšiu vhodnosť pre obchodovanie v porovnaní so systémami na báze tvorcov trhu. Po prvé, na realizáciu predaja sa bude vyžadovať dvojitá zhoda medzi predávajúcim a kupujúcim v konkrétnom čase. Po druhé, takýto systém nebude vytvárať dostatočnú hĺbku príkazov, ktoré by mohli spoľahlivo informovať investorov o cene akcií. V systéme tvorcu trhu však možno obchody realizovať kedykoľvek.

(83) Ofex tvrdí, že výťahovú funkciu úplne uspokojuje Ofex, AIM a LSE. Podľa Ofexu oznámený cieľ preklenutia vnímaného zlyhania trhu pre MSP sa buď nedosiahne, alebo už existuje množstvo konkurenčných alternatív na trhu, ktoré predstavujú porovnateľný prostriedok získavania akciového kapitálu.

(84) Ofex ďalej tvrdí, že navrhovaná štátna pomoc je zameraná skôr na prevádzkové náklady Investbxu ako na podnikateľské náklady MSP. Navrhovaná pomoc nie je ani v prospech potenciálnych investorov do MSP, ani v prospech MSP, ktoré sa snažia získať kapitál, ale v prospech nástroja, Investbx, prostredníctvom ktorého sa pomoc vykonáva. Ofex považuje za dôležité, že navrhovaný nástroj údajne nefunguje prostredníctvom mechanizmu potvrdeného v oznámení o rizikovom kapitáli.

(85) Ofex uvádza, že navrhovaná pomoc nebude mať deklarovaný stimulačný vplyv. Ak spoločnosti chcú získať kapitál a domnievajú sa, že najlepšie to možno dosiahnuť prostredníctvom platformy na obchodovanie pre ich akcie, majú k dispozícii už existujúce trhy. Spoločnosti v Midlands už využili tieto platformy.

(86) Ofex ďalej tvrdí, že s odvolaním sa na správu Ministerstva financií Spojeného kráľovstva *„Bridging the Finance Gap“* (*Prekonanie nedostatku finančných prostriedkov*) (december 2003) na investorov nemá vplyv geografické umiestnenie, ale samotný podnikateľský projekt.

(87) Ofex tvrdí, že retailoví investori majú na jeho platforme prístup k novým emisiám akcií MSP a upisujú ich. Vzhľadom na podiel spoločností, ktoré získavajú sumy kapitálu nižšie ako 2 mil. GBP na Ofexe, mu Investbx bude priamo konkurovať, a nie dopĺňať ho. Ofex sa ďalej obáva, že Investbx bude predstavovať riziko „vytlačenia“ ostatných poskytovateľov v dôsledku poskytnutia štátnej pomoci Investbxu, najmä odradením potenciálnych investorov od poskytnutia dodatočného kapitálu ďalším existujúcim alebo potenciálnym trhom obchodovania s akciami. Podľa neho dôvodom je, že poskytnutie štátnej pomoci zbaví Investbx potreby dosiahnuť zisk, čo mu umožní prijať model príjmov určený len na pokrytie akýchkoľvek dodatočných nákladov, na ktoré sa nevzťahuje štátna pomoc. Na rozdiel od toho jeho konkurenti (ako Ofex) sú financovaní investormi súkromného sektora, ktorí očakávajú finančnú návratnosť, a títo konkurenti budú preto musieť dosiahnuť dostatočné rozpätie na vytvorenie ziskov. Ofex tvrdí, že v súvislosti s tým Investbx môže v skutočnosti obmedziť inováciu na finančných trhoch. Ďalej uvádza, že platforma podporovaná štátnou pomocou, ktorej hnacou silou nie je zisk, nebude mať rovnaké komerčné imperatívy zlepšovať svoje služby alebo zavádzať nové služby k prospechu klientov.

(88) Ofex celkovo tvrdí, že navrhovanú pomoc nemožno považovať za pomoc v prospech verejného záujmu.

5. PRIPOMIENKY SPOJENÉHO KRÁĽOVSTVA

5.1. Pripomienky k rozhodnutiu začať konanie

(89) Orgány Spojeného kráľovstva v pripomienkach k rozhodnutiu začať konanie tvrdia, že celá idea Investbxu sa zakladá na existencii jasne potvrdeného zlyhania trhu v poskytovaní kapitálového financovanie v pásme od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP vo West Midlands. Napriek zriadeniu mnohých fondov rizikového kapitálu podporovaných z verejných prostriedkov sa konštatuje, že zostáva nedostatok finančných prostriedkov pre MSP. Orgány Spojeného kráľovstva konštatujú, že všetky dostupné dôkazy poukazujú na záver, že toto zlyhanie trhu nebude riešiť súkromný sektor, takže jediným spôsobom, ako tento problém riešiť, je stimulovať trh zásahom štátu.

(90) Na riešenie zlyhania trhu sa plánuje, že Investbx bude regionálny katalyzátor na spájanie MSP s investormi cez online burzu pre obchodovanie s akciami, doplnený súborom doplňujúcich služieb zameraných na získavanie finančných prostriedkov pre MSP. Podľa najlepšieho vedomia orgánov Spojeného kráľovstva neexistuje v Spoločenstve nič také ako Investbx. Je to inovačný a jedinečný pilotný projekt a poskytuje potenciálne výhody pre všetky regióny v Spoločenstve tým, že im umožní pozorovať jeho pokrok pri náprave zlyhania trhu a skúmať, či online regionálne burzy akcií tohto druhu sú trvalo udržateľné a prospešné pre regionálne hospodárstva.

(91) Orgány Spojeného kráľovstva tvrdia, že AWM verejne vybral The Share Centre na výkon trhových činností Investbxu použitím postupu výberu cez *Úradný vestník Európskej únie*. Uvádzajú ďalej, že Ofex podporoval projekt pred aj bezprostredne po tom, čo bol neúspešný pri získaní zmluvy na výkon činností Investbxu. Ďalej tvrdia, že postup výberu sa uskutočnil objektívne a objektívnosť tohto konania nebola v žiadnej etape spochybnená.

(92) Orgány Spojeného kráľovstva sa domnievajú, že Investbx priláka nový druh investorov a Investbx ako taký nebude súťažiť s Ofex o finančné prostriedky. Investbx bude pôsobiť skôr ako odrazový mostík k vyšším trhom než ako konkurent.

(93) Orgány Spojeného kráľovstva uvádzajú, že zlepšené služby investorom uvedené v rozhodnutí začať konanie nie sú v súčasnosti k dispozícii. V dôsledku toho nenastane potenciálne narušenie hospodárskej súťaže. Orgány Spojeného kráľovstva uvádzajú, že Investbx zabezpečí dostupnosť nových emisií akcií pre verejnosť, čo je v protiklade s praxou vyšších trhov, na ktorých sa nové emisie akcií tradične sprístupňujú len niekoľkým inštitúciám.

(94) Orgány Spojeného kráľovstva potvrdzujú, že Investbx bude mať dvojitú úlohu (pôsobiť ako fórum pre komplexnú diskusiu a vykonávať činnosti obchodovania), z ktorých žiadnu neplní Ofex ani žiadna iná organizácia. Štruktúra Investbxu bola zvolená z dôvodu, že umožňuje AWM vykonávať účinnú kontrolu Investbxu a zabezpečuje, aby prospech z finančných prostriedkov neunikol v prospech tretích strán a aby sa akýkoľvek zisk z predaja Investbxu vrátil AWM, ak bude tento podnik úspešný.

(95) Obchodný plán Investbxu predpokladá primárne získavanie finančných prostriedkov minimálne pre 47 MSP vo West Midlands počas obdobia piatich rokov a získanie minimálne 70 mil. GBP. V porovnaní s Ofexom, orgány Spojeného kráľovstva dospeli v svojom liste z 21. novembra 2005 k týmto záverom:

Úroveň Spojeného kráľovstva

— Do piatich rokov od roku 2000 sa na Ofexe získalo len 43,3 mil. GBP primárneho financovania v pásme od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP pre 39 spoločností so sídlom v Spojenom kráľovstve.

— Ak sa z celkovo získaných finančných prostriedkov odpočíta sekundárne financovanie, spoločnosti Ofex získali cez primárne emisie len menšie sumy.

West Midlands

— 10 spoločností so sídlom vo West Midlands registrovaných na Ofexe predstavuje len 7 % z celkového počtu spoločností na Ofexe (november 2005).

— Ak sa skúmajú len spoločnosti so sídlom vo West Midlands, na Ofexe sa počas päťročného obdobia od roku 2001 do roku 2005 celkovo získalo 12 mil. GBP (primárne a sekundárne), čo predstavuje len 4,1 % z celkovej sumy, ktorá sa na Ofexe získala za celé Spojené kráľovstvo. Viac ako 50 % finančných prostriedkov, ktoré Ofex získal pre spoločnosti so sídlom vo West Midlands, bolo v prospech jednej spoločnosti.

— Počas päťročného obdobia od roku 2000 sa na Ofexe získalo len 3,5 mil. GBP primárneho financovania pre 5 spoločností so sídlom vo West Midlands. Z 20

nových subjektov, ktoré vstúpili na Ofex v roku 2004, len jedna spoločnosť mala sídlo vo West Midlands.

(96) Orgány Spojeného kráľovstva vo svojom liste z 21. novembra 2005 uvádzajú, že činnosti získavania finančných prostriedkov Ofexu sa uskutočňujú v celom Spojenom kráľovstve, na rozdiel od Investbxu, ktorý je veľmi pevne zameraný na jeden región, West Midlands. Tvrdia, že z viac ako 300 000 MSP vo West Midlands len 57 sa obchoduje na AIM, 10 na Ofexe a 5 až 10 dostane každý rok pomoc od každého väčšieho investora rizikového kapitálu. Orgány Spojeného kráľovstva nie sú presvedčené, že Ofex alebo akýkoľvek iný subjekt majú zdroje alebo špecifické plány na riešenie zlyhania trhu vo West Midlands alebo sú ochotné a majú záujem riešiť ho. Na dve osobitné zasadnutia boli prizvaní vedúci pracovníci Ofexu, aby predložili plány na riešenie zlyhania trhu vo West Midlands, ale Ofex ich nepredložil. Orgány Spojeného kráľovstva prišli z dostupných dôkazov k záveru, že Ofex v minulosti vôbec neplnil funkciu plánovanú pre Investbx, a buď ju nedokáže alebo nemôže plniť v budúcnosti. Orgány Spojeného kráľovstva prišli k záveru, že Investbx nebude nijako v neprospech Ofexu. Základným cieľom Investbxu je pôsobiť ako druh prípravnej burzy, na ktorej sa spoločnosti „oboznámia“ s požiadavkami kladenými na spoločnosť, ktorej akcie sa verejne obchodujú, a pripraviť ich na možný prechod na etablované trhy.

(97) Podľa orgánov Spojeného kráľovstva sa neuskutoční prevod pomoci na MSP alebo investorov. MSP budú najímať poradcov priamo a budú platiť trhové sadzby sa nimi poskytované služby.

(98) Orgány Spojeného kráľovstva súhlasia, že príjemcom pomoci je Investbx. Aby sa pomoc mohla považovať za zlučiteľnú, musí existovať jasne definované zlyhanie trhu. Najväčší nedostatok kapitálového financovania pre malé podniky sa pokladá za prítomný v oblasti od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP. Orgány Spojeného kráľovstva uvádzajú, že to podporujú mnohé nezávislé prieskumy, Komisia v predchádzajúcich prípadoch a aj samotné usmernenia o rizikovom kapitáli. Nenašli žiadne dôkazy, že hodnotenie zlyhania trhu, ktoré sa znova potvrdilo v rozhodnutí o podnikových kapitálových fondoch ([15]), sa medzitým zmenilo. Orgány Spojeného kráľovstva uvádzajú mnoho vyhlásení významných subjektov zo širokých odborných kruhov vo West Midlands, ktoré podporujú potrebu existencie Investbxu. Regionálne pôsobiaci investor rizikového kapitálu uviedol, že z 500 až 750 ním prijatých ponúk ročne získa finančné prostriedky menej ako 1 %. Väčšina spoločností, ktoré sú zamietnuté, majú životaschopný podnikateľský plán, a hoci nie sú vhodné na investovanie rizikového kapitálu, môžu spĺňať podmienky, ktoré kladie Investbx. Na zdôraznenie, že na trhu zostáva jednoznačné nedostatkové pásmo, orgány Spojeného kráľovstva odkazujú na ďalšie dokumenty (napríklad poradný materiál Ministerstva financií Spojeného kráľovstva k rozpočtu s názvom Prekonanie nedostatku finančných prostriedkov, diskusná správa predsedníctva Spojeného kráľovstva uverejnená pred samitom o rizikovom kapitáli a analýza trendov Konfederácie britských priemyselných MSP).

(99) Hoci orgány Spojeného kráľovstva spočiatku nevylučovali transakcie do 5 mil. GBP v súlade so zlyhaním trhu, ktorý dovtedy uznávali do tejto úrovne, v ďalšej etape rokovania potvrdili, že transakcie na Investbxe budú počas začiatočných piatich rokov obmedzené na úroveň do 2 mil. GBP ročne a akékoľvek transakcie nad 2 mil. GBP sa oznámia Komisii.

(100) Podľa názoru orgánov Spojeného kráľovstva oznámený nástroj pomoci je zameraný na zlyhanie trhu a ide nad rámec tradičných prostriedkov spôsobom, akým rieši tento problém. Investbx je navrhovaný ako doplnok k iným poskytovateľom financií a má pritiahnuť a využívať k prospech MSP ďalšie zdroje financovania. Orgány Spojeného kráľovstva považujú stimulačný účinok projektu za jasný v tom zmysle, že bez štátneho zásahu by Investbx nevznikol.

(101) Orgány Spojeného kráľovstva sa domnievajú, že zriadenie a začiatočné financovanie Investbxu nebude narúšať hospodársku súťaž a skôr bude pomáhať napraviť zlyhanie trhu, ktoré sa v súčasnosti nerieši. Aj keby sa dalo tvrdiť, že opatrenie potenciálne narúša hospodársku súťaž, obmedzená suma financovania počas maximálne piatich rokov, spolu s faktom, že vplyv Investbxu bude obmedzený len na jeden región Spojeného kráľovstva, znamenajú, že akékoľvek takéto narušenie je viac ako kompenzované potenciálnymi výhodami pre všetky regióny v Spoločenstve. Investbx musí byť na konci päťročného obdobia sebestačný, a ak sa tento podnik predá, v čo sa dúfa, akékoľvek dosiahnuté výnosy sa vrátia AWM.

(102) Orgány Spojeného kráľovstva sa domnievajú, že Investbx bude mať obmedzený potenciálny vplyv na hospodársku súťaž a žiadny pozorovateľný vplyv na obchod, keďže sa snaží pôsobiť len v jednom z deviatich regiónov Anglicka. Bude pôsobiť ako regionálny aktér, takže a priori nemôže narúšať žiadnu hospodársku činnosť mimo West Midlands. Ak sa ďalej preukáže úspešnosť Investbxu, podobné projekty v iných častiach Spoločenstva vyvolajú záujem súkromného sektora a nebudú vyžadovať zásah štátu.

(103) Ak projekt bude úspešný a zlyhanie trhu sa zmierni, bude to vynikajúci spôsob, ako to dosiahnuť s minimálnymi verejnými výdavkami alebo narušením hospodárskej súťaže. Ak projekt nebude úspešný, hospodárska súťaž podobne nebude narušená, ale bude známe, že buď model Investbxu nepredstavoval realizovateľný spôsob riešenia

([15]) Vec č. C 2006/250/ES – Spojené kráľovstvo – „Podnikové kapitálové fondy“, Ú. v. EÚ L 91, 29.3.2006, s. 16.

zlyhania trhu, alebo spôsob, akým sa AWM snažil implementovať tento model, nepredstavoval vhodný spôsob riešenia a že by sa mal zvážiť alternatívny prístup.

5.2. **Komentár Spojeného kráľovstva ku kritickým pripomienkam tretích strán**

(104) Pokiaľ ide o pripomienky JP Jenkins, orgány Spojeného kráľovstva robia veľké rozdiely medzi Investbxom a touto spoločnosťou. Uvádzajú, že JP Jenkins Stockbrokers uplatňuje úplne odlišný obchodný model v porovnaní s Investbxom. JP Jenkins Stockbrokers je maklér poskytujúci len služby vykonávania príkazov a tvorca trhu, ktorý mimo burzy páruje obchody s neregistrovanými a nekótovanými cennými papiermi. Pre tento trh neexistuje žiadna povinnosť stanovená regulačným orgánom. Hlavným cieľom Investbxu je získavať finančné prostriedky pre MSP; JP Jenkins Stockbrokers túto funkciu nevykonáva.

(105) Orgány Spojeného kráľovstva odpovedali na pripomienky QCA a Ofex tak, ako sa uvádza ďalej:

(106) Komplexný a faktický opis zlyhania trhu sa uvádza v oznámení o štátnej pomoci orgánov Spojeného kráľovstva z 26. júla 2005. Uvádzajú ďalej štúdie, ktoré dokazujú pokračujúce zlyhanie trhu, napríklad: Ministerstvo financií Spojeného kráľovstva, *Pre-Budget Report z 5. decembra 2005*; Služba pre malé firmy DTI, *A Mapping study of Risk Capital Provision*; CBI, *Enabling Enterprise evolution*. Vo West Midlands je viac ako 300 000 MSP a v priemere len jedna spoločnosť so sídlom vo West Midlands ročne vstúpila na Ofex počas posledných piatich rokov. Podobne, hoci už existuje sieť súkromných investorov, pripomienky tretích strán naznačujú, že MSP potrebujú dodatočný nástroj financovania predstavujúci chýbajúci stupeň na rebríčku úrovní financovania, keďže existujú dôkazy, že krok vstupu na etablovaný trh je pre túto etapu rozvoja príliš zložitý.

(107) Orgány Spojeného kráľovstva uznávajú, že sú to celkové kumulované náklady transakcie, ktoré často bránia MSP získať finančné prostriedky na etablovaných trhoch. Pripomienky tretích strán poukazujú, že náklady na emisiu akcií, ktoré sa majú hodnotiť, predstavujú príliš veľkú časť získaných finančných prostriedkov. Zásah orgánov Spojeného kráľovstva napomohol miestnym konkurenčným profesionálnym firmám pracovať spolu na vyhovujúcom procese obchodovania na Alternatívnom systém obchodovania a na príprave štandardných šablón, ktoré znižujú náklady na získavanie finančných prostriedkov. Celkové náklady by nemali predstavovať prekážku pre vstup na Investbx.

(108) Orgány Spojeného kráľovstva uvádzajú, že výskumné informácie za akcie sú dostupné na vyšších trhoch, ktoré priťahujú inštitucionálne investície. Vypracúvajú sa za akcie, o ktoré sa budú zaujímať inštitucionálni investori, a ktoré budú ďalej používať odbytové tímy maklérov s cieľom vyvolať inštitucionálny záujem o akcie a realizovať obchod. Tieto výskumné informácie však nie sú k dispozícii pre individuálnych investorov. Navyše finančné inštitúcie nemajú záujem o akcie menších spoločnosti, keďže neexistuje dostatočný objem dostupných akcií, aby mohli držať významnú pozíciu. Na rozdiel od toho bude Investbx poskytovať údaje o akciách MSP, ale MSP budú okrem toho objednávať nezávislý prieskum pri trhových sadzbách s cieľom poskytnúť investorom podrobné informácie o spoločnosti na podporu ich investičného rozhodnutia.

(109) V odpovedi na argument, že Investbx rozriedi likviditu, orgány Spojeného kráľovstva uvádzajú, že hoci „*trhová technológia nebola pred 25 rokmi schopná podporovať geograficky odlišné trhy, keďže kótovanie tej istej akcie na rôznych trhoch sa považovalo za fragmentáciu trhovej likvidity. Príchod internetu však dáva možnosť diametrálne zmeniť túto situáciu a usmerniť peniaze regionálnych investorov do miestnych spoločností k prospechu regiónu.*“ Westmidlandská burza nebude fragmentovať likviditu, ale bude stimulovať prebiehajúce združovanie likvidity prostredníctvom pohybu väčšieho množstva akcií za jednu obchodnú cenu týždenne alebo mesačne.

(110) Orgány Spojeného kráľovstva v odpovedi na pripomienky týkajúce sa ochrany investorov vysvetľujú opatrenia na ochranu investorov zavedené v Spojenom kráľovstve a uplatniteľné na investorov investujúcich na Investbx. Spoločnosti, ktoré vstúpia na Investbx, musia spĺňať požiadavky regulačného orgánu a požiadavky na sprístupňovanie informácií príslušné pre alternatívny systém obchodovania. Ako sa uvádza vyššie, Investbx bude spĺňať povinnosti ochrany investorov FSA prostredníctvom osvedčeného nástroja na dosahovanie súladu, externe dodaného pre The Share Centre, ktorým sa monitorujú všetky aspekty pôsobenia Investbxu v tomto ohľade. Firma The Share Centre, ktorú reguluje FSA, bude dozerať na činnosť Investbxu a zabezpečí, aby Investbx vykonával príslušné overené postupy uvedené v Kódexe obchodných postupov FSA. Investbx bude navyše k informáciám vyžadovaným zákonom poskytovať investorom oveľa viac informácií o MSP, ako je zvyčajne možné. To spadá mimo režim regulácie a svedčí o inovačnom prístupe Investbxu.

(111) Aukčné systémy predstavujú uznávanú alternatívu k systémom založeným na kótovaní a lepšie vyhovujú pre obchodovanie s menšími akciami, čo dokazuje dokument „Regionálne burzy cenných papierov“ *(Regional Stock Exchanges in the UK)* v Spojenom kráľovstve od Dr. Roberta Hugginsa. Cieľový investor do MSP registro-

vaných na Investbxe sa zaujíma o strednodobé až dlhodobé príležitosti, preto je širšie poskytovanie informácií o perspektívach spoločnosti dôležité. Investor s týmto profilom nevyžaduje rovnakú schopnosť súvisle obchodovať ako v prípade inštitucionálneho investora. Údaje týkajúce sa nasledujúcej aukcie však možno sledovať alebo príkazy meniť 24 hodín 7 dní v týždni v ktoromkoľvek čase do aukcie.

(112) Akcionársku štruktúru Ofexu reprezentujú najmä makléri a finančné inštitúcie, a obe tieto skupiny intenzívne využívajú kótovací systém tvorcu trhu a profitujú z neho. Ako dokazujú údaje, ktoré poskytol Ofex, na účel zachovania schopnosti obchodovať na kótovacom trhu v ktoromkoľvek čase sa môžu zaznamenať rozpätia do výšky 75 %. Na rozdiel od toho model Investbx bude párovať kupujúcich a predávajúcich pri jednej cene, z čoho budú mať prospech MSP, ktoré budú schopné obchodovať malé množstvá akcií, a investori, ktorí nebudú trpieť rozpätím medzi cenou ponuky nákupu a cenou ponuky predaja.

(113) Orgány Spojeného kráľovstva tvrdia, že Ofex sa stáva vyšším trhom. V nedávnych tlačových vyhláseniach Ofex uznal, že získal akciový kapitál na financovanie zmien svojej platformy obchodovania s cieľom uľahčiť obchodovanie akcií v priamej hospodárskej súťaži s AIM a LSE. Nová platforma poskytuje Ofexu schopnosť obchodovať podstatne vyššie objemy určitých registrovaných a neregistrovaných cenných papierov s existujúcimi kotáciami kdekoľvek v Londýne.

(114) Orgány Spojeného kráľovstva tvrdia, že investori nebudú v Investbxe zablokovaní, ak sa zatvorí. Vystúpenie z projektu Investbx je stanovené v zmluve o poskytnutí financií. V prípade, že sa Investbx zatvorí, MSP môžu byť naďalej obchodované v platforme The Share Centre za rovnakých podmienok.

(115) Orgány sa domnievajú, že pomoc pre Investbx predstavuje minimum potrebné na riešenie zlyhania trhu v prístupe MSP vo West Midlands ku kapitálovému financovaniu. Investbx nebude poskytovať finančné prostriedky priamo a nebude robiť diferenciáciu pri výbere MSP na základe ich neskorších dosiahnutých výsledkov a ich ocenenia v platforme Investbxu pre obchodovanie. Investbx na rozdiel od investorov rizikového kapitálu nedostáva odmenu na základe budúceho ocenenia MSP. Bez pomoci sa tento projekt neuskutoční. Predstavuje príliš riskantnú akciu pre pokus zabezpečiť ju len so súkromnou podporu, keďže tento obchodný model nemá precedens.

(116) Orgány Spojeného kráľovstva nesúhlasia so sklonom neziskového obchodného modelu brániť inovácii na finančných trhoch. Orgány Spojeného kráľovstva si želajú, aby Investbx zriadil a budoval novú výnosnú obchodnú činnosť, ale tvrdia, že v skorých etapách nebude ziskový, a preto je potrebné financovať ho. Potrebuje však dosahovať zisk aj s cieľom, aby sa mohol sám financovať a bol dlhodobo životaschopný, keď skončí obmedzené financovanie zo strany AWM. Rozdiel je, že zisky sa reinvestujú, a neprerozdelia sa akcionárom. Orgány Spojeného kráľovstva budú Investbx merať podľa jeho schopnosti uspieť a zabezpečiť, aby pre MSP so sídlom vo West Midlands boli dostupné nové služby.

6. **HODNOTENIE POMOCI**

(117) Komisia preskúmala pomoc z hľadiska článku 87 Zmluvy o ES, a najmä na základe usmernení o rizikovom kapitáli. Výsledok tohto hodnotenia sa uvádza nižšie.

6.1. **Zákonnosť**

(118) Orgány Spojeného kráľovstva pomoc oznámili. Vyhlásili, že Investbx nie je zapísaný do obchodného registra, nezačal činnosť a nedostal žiadny grant ani finančné prostriedky.

(119) Orgány Spojeného kráľovstva ďalej uviedli, že AWM prijal osobu na budúcu funkciu generálneho riaditeľa Investbxu; táto osoba však v súčasnosti pracuje ako pracovník AWM na mnohých projektoch, jedným z ktorých je prípravná práca na projekte Investbx. Prípravná práca na rozvoji budúcom internetovom portáli Investbx začala. Táto stránka, ktorá je jasne označená ako v procese vývoja, bola v dôsledku technického problému prístupná. Tento problém sa vyriešil a už ju nemožno verejne prezerať.

(120) Investbx ešte nebol zriadený ako podnik a nedostal žiadne finančné prostriedky. Žiadna pomoc sa preto ešte neposkytla.

(121) Orgány Spojeného kráľovstva sa zaviazali neposkytnúť pomoc pred schválením Komisiou. Tým preto splnili povinnosti podľa článku 88 ods. 3 Zmluvy o ES.

6.2. **Existencia štátnej pomoci**

(122) Po rozhodnutí začať konanie bola prítomnosť pomoci overená na troch úrovniach: na úrovni:

— Investbxu ako trhu,

— investorov a

— MSP, do ktorých sa má investovať.

Toto hodnotenie sa vykoná v súlade s usmerneniami o rizikovom kapitáli.

6.2.1. *Pomoc na úrovni Investbxu*

(123) Investície, ako aj bežné výdavky budú financované zo štátnych zdrojov prostredníctvom štátnej rozvojovej agentúry AWM. Podľa orgánov Spojeného kráľovstva žiadny investor nemal záujem investovať do Investbxu. Za bežných trhových podmienok by sa začiatočný kapitál prijatý vo forme grantu nezískal za rovnako priaznivých podmienok. Poskytnutie finančných prostriedkov preto nezodpovedá správaniu investora súkromného trhu. Investbx preto prijíma finančné zdroje, ktoré by nebol inak schopný získať zo zdrojov súkromného sektora za trhové sadzby. Firma Investbx preto získava výhodu zo štátnych zdrojov. Keďže táto pomoc môže mať vplyv na ostatných poskytovateľov finančných služieb, najmä na Ofex, ako sa uvádza nižšie, má potenciál narušiť hospodársku súťaž. Kapitálové a súvisiace služby sa vo všeobecnosti môžu poskytovať cezhranične. Dôkazom toho je príklad predložený University of Warwick, v ktorom sa spomína MSP z West Midlands, ktorý získal finančné prostriedky na austrálskom trhu, ako aj úsilie Ofexu poskytovať služby v zahraničí. Hoci je nízka pravdepodobnosť, že MSP z West Midlands, ktorí sa snažia získať kapitálové financovanie do výšky 2 mil. GBP, sa budú snažiť získať služby zo zahraničia, nemožno to vylúčiť. Táto pomoc má preto potenciál ovplyvniť obchod vnútri Spoločenstva. Táto pomoc preto obsahuje pomoc pre Investbx v zmysle článku 87 ods. 1 Zmluvy o ES.

6.2.2. *Pomoc na úrovni investorov*

(124) Investbx poskytuje online aukčný systém, ktorý poskytuje možnosť investovať do MSP všetkým inštitucionálnym investorom, ako aj individuálnym súkromným investorom. Investori by mohli potenciálne využívať výhody z informácií a služieb poskytovaných Investbxom, ktoré by inak nedostali. Každý investor, ktorý má záujem, ak mu nebránia právne predpisy o ochrane investorov, bude schopný využívať Investbx za rovnakých podmienok. Neexistuje minimálna hraničná hodnota investície jedného investora. Preto nezávisle od toho, či pomoc prináša výhodu investorom, nie je selektívna na tejto úrovni, a tak nepredstavuje pre investorov pomoc v zmysle článku 87 ods. 1 Zmluvy o ES.

6.2.3. *Pomoc na úrovni MSP*

(125) MSP budú mať prospech z pomoci, keďže budú môcť získavať súkromný akciový kapitál za podmienok, ktoré by inak na trhu neexistovali. Balík služieb, ktoré poskytuje Investbx, neposkytuje v súčasnosti ako celok žiadny trh. Skutočnosť, že súkromní investori nie sú ochotní zriadiť podnik rovnocenný s Investbx, dokazuje, že tento projekt je rizikový. Táto činnosť znamená výrazné režijné náklady, ktoré možno pokryť, len ak Investbx bude môcť dosiahnuť určitý objem činností; nie je však isté, či sa tento objem dosiahne. Štandardne by cena, ktorú by mali platiť prijímatelia investícií, mala odrážať toto vysoké riziko. Hoci väčšina služieb, ktoré Investbx poskytuje, sa zadávajú externe trhovým poskytovateľom služieb a Investbx dostáva z nich ziskové rozpätie, cena, ktorú Investbx účtuje prijímateľom investícií za balík poskytnutých služieb, je príliš nízka, aby zabezpečila pokrytie jeho režijných nákladov počas začiatočného obdobia najviac päť rokov, alebo kým bude jeho služby využívať rozhodujúci objem spoločností. Túto ponuku neprijal žiadny trhový investor. Táto pomoc môže preto priniesť výhodu pre MSP, ktoré používajú Investbx na financovanie, keďže v dôsledku cenovej štruktúry Investbxu MSP pravdepodobne dostávajú služby za výhodnejších podmienok, než keby ich poskytovali existujúci trhoví aktéri jednotlivo. Spojené kráľovstvo dokázalo, že služby týkajúce sa využívania platformy pre obchodovanie, schémy zamestnaneckých akcií, akciového účtu, nezávislého výskumu a marketingové služby sa externe zadajú súkromným poskytovateľom za trhových podmienok. Výhoda vyplýva z integrácie týchto služieb, ako aj zo získania finančných prostriedkov od investorov, ktorí majú záujem o MSP vo West Midlands. Táto výhoda sa poskytuje zo štátnych zdrojov, keďže zriadiť Investbx je možné jedine na základe štátom financovaného zriadenia a udržiavania Investbxu, ktorý poskytuje služby, ktoré by inak trh neposkytoval za rovnakých podmienok. Keďže sa očakáva, že prijímatelia investícií budú aktívni na trhoch, ktoré sú otvorené pre hospodársku súťaž na úrovni Spoločenstva, pomoc môže narušiť hospodársku súťaž a ovplyvniť obchod vnútri Spoločenstva. Na záver, MSP, do ktorých sa má investovať, dostanú pomoc v zmysle článku 87 ods. 1 Zmluvy o ES.

6.3. **Zlučiteľnosť opatrenia**

(126) Keďže opatrenie predstavuje štátnu pomoc v zmysle článku 87 ods. 1 zmluvy, jeho zlučiteľnosť sa musí hodnotiť z hľadiska výnimiek ustanovených v článku 87 ods. 2 a ods. 3 zmluvy. Výnimky ustanovené v článku 87 ods. 2 zmluvy, ktoré sa týkajú pomoci sociálneho charakteru poskytnutej jednotlivým spotrebiteľom, pomoci na nápravu škôd spôsobených prírodnými katastrofami alebo výnimočnými udalosťami a pomoci poskytnutej určitým oblastiam Spolkovej republiky Nemecko, nie sú v tomto prípade použiteľné. Toto opatrenie nespĺňa ani podmienky pre výnimku povolenú v článku 87 ods. 3 písm. a) zmluvy pre pomoc na podporu hospodárskeho rozvoja oblastí, v ktorých je životná úroveň výnimočne nízka, alebo v ktorých existuje závažná miera nezamestnanosti. Pomoc rovnako nemožno považovať za dôležitý projekt verejného európskeho záujmu, ani na nápravu závažnej poruchy hospodárstva Spojeného kráľovstva v súlade s ustanoveniami článku 87 ods. 3 písm. b) zmluvy; jeho cieľom takisto nie je podpora kultúry ani zachovanie kultúrneho dedičstva v zmysle článku 87 ods. 3 písm. d) zmluvy.

(127) V článku 87 ods. 3 písm. c) zmluvy sa stanovuje oprávnenie pomoci na uľahčenie rozvoja určitých hospodárskych činností alebo určitých hospodárskych oblastí, kde táto pomoc nemá nepriaznivý vplyv na obchodné podmienky v neprospech verejného záujmu. Komisia konštatuje, že cieľom predmetného opatrenia je zriadenie trhu a poskytnutie pomoci na päť rokov pre online burzu určenú pre investorov a MSP. Cieľom tohto opatrenia je preto zriadenie prostriedku pre investovanie, ktorý môže uľahčiť párovanie investorov s cieľovými MSP, pre ktorých môže preto zlepšiť prístup k rizikovému kapitálu.

(128) Článok 87 ods. 3 písm. c) zmluvy v oblasti rizikového kapitálu sa uplatňuje v súlade s usmerneniami o rizikovom kapitáli. Tieto usmernenia sa uplatňujú na všetky oznámené opatrenia týkajúce sa rizikového kapitálu, v súvislosti s ktorými musí Komisia prijať rozhodnutie po uverejnení týchto usmernení v *Úradnom vestníku Európskej únie*, aj keď opatrenia, ako napríklad toto, boli oznámené pred uverejnením týchto usmernení ([16]). Investbx uľahčuje párovanie investorov s cieľovými MSP, pre ktorých preto môže zlepšiť prístup k rizikovému kapitálu. Predstavuje preto investičný nástroj v zmysle bodu 5.1 písm. f) usmernenia o rizikovom kapitáli. Podľa tohto bodu opatrenie, ktoré predstavuje pomoc pre investičný nástroj, podlieha podrobnejšiemu hodnoteniu podľa oddielu 5 usmernení. Komisia pri hodnotení zlučiteľnosti pomoci podľa odseku 5 usmernení o rizikovom kapitáli uplatňuje prístup oznámený v akčnom pláne štátnej pomoci ([17]), ktorý bol ďalej špecifikovaný a konkretizovaný v pododdieloch 5.2, 5.3 a 5.4 usmernení o rizikovom kapitáli. Bude hodnotiť, či opatrenie pomoci je zamerané na jasne definovaný cieľ verejného záujmu, najmä zmiernenie zlyhania trhu, či pomoc je vhodná na splnenie stanoveného cieľa verejného záujmu, či je nutná a má stimulačný účinok, či je primerané a či narušenie hospodárskej súťaže a vplyv na obchod sú obmedzené tak, aby opatrenie pomoci nebolo celkovo v rozpore s verejným záujmom. Komisia bude preto skúmať mnoho pozitívnych a negatívnych prvkov. Podľa bodu 5 ods. 2 usmernení o rizikovom kapitáli nie je žiadny jednotlivý prvok rozhodujúci, ani žiadny súbor prvkov nie je možné považovať sám osebe za dostatočný na zabezpečenie zlučiteľnosti. V niektorých prípadoch ich uplatniteľnosť a váha im priradená môžu závisieť od formy pomoci.

(129) Nie je uplatniteľné žiadne z existujúcich nariadení, rámcov ani usmernení o štátnej pomoci. Je pravdou, že časti West Midlands spĺňajú predpoklady pre odchýlku v článku 87 ods. 3 písm. c) Zmluvy o ES ([18]), a Komisia tiež berie na vedomie, že tento región utrpel krízou spôsobenou kolapsom Roveru. Grant pre Investbx však nie je uplatnením pomoci na regionálny rozvoj.

6.3.1. *Je opatrenie pomoci nasmerované na jasne definovaný cieľ verejného záujmu?*

(130) Podľa 5.2.1 usmernení o rizikovom kapitáli Komisia vyhodnotí, či opatrenie pomoci je nasmerované na jasne definované zlyhanie trhu. V prípade opatrení, ktoré sa špecificky týkajú investičného nástroja, Komisia vyžaduje dodatočné dôkazy o zlyhaní trhu. Tieto dôkazy sa musia zakladať na štúdii, ktorá dokazuje úroveň zlyhania trhu, a dôkazy sa musia týkať poskytovania rizikového kapitálu a významnosti odvetvia rizikového kapitálu.

(131) Ako sa uvádza v bode 1.3.2 usmernení o rizikovom kapitáli, Komisia zastáva názor, že hlavný zdroj zlyhania trhu na trhoch rizikového kapitálu sa týka informačnej asymetrie. Pokiaľ ide o prístup malých a mladých podnikov ku kapitálu, hlavnými ťažkosťami kapitálového financovania sú vysoké náklady transakcií a náklady na sprostredkovanie, ako aj averzia investorov k investíciám do rizikového kapitálu. Zlyhanie trhu vo všeobecnosti nastáva, keď sa v dôsledku neúčinného stretu ponuky a dopytu po rizikovom kapitáli úroveň rizikového kapitálu stane príliš obmedzená a podniky nedostávajú finančné prostriedky napriek tomu, že majú dobrý obchodný model a perspektívy rastu.

(132) Cieľom tejto pomoci je vyriešiť zlyhanie trhu v kapitálovom financovaní MSP v pásme od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP v regióne West Midlands.

(133) Na dokázanie, že úroveň rizikového kapitálu je v tomto pásme obmedzená, napriek dopytu po kapitálovom financovaní životaschopnými podnikmi, sa v bode 5.2.1 usmernení o rizikovom kapitáli uvádza orientačný súbor prvkov. V nasledujúcom hodnotení zlyhania trhu Komisia zohľadňuje najmä ziskovosť investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností, vývoj investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností v Spojenom kráľovstve v minulých rokoch a rozdelenie investícií do kategórií podľa výšky investícií spojené s uvedeným pásmom zlyhania trhu. Komisia skúma aj údaje týkajúce sa regiónu West Midlands, najmä regionálne rozdelenie investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoloč-

([16]) Usmernenia o rizikovom kapitáli, bod 7.2 ods. 3.

([17]) Oznámenie Komisie KOM(2005) 107, konečné znenie, zo 7. júna 2005.

([18]) Rozhodnutie Komisie z 26.júla 2000 o štátnej pomoci č. N 265/2000 – Spojené kráľovstvo ohľadne mapy regionálnej pomoci Spojeného kráľovstva na roky 2000 – 2006 (Ú. v. ES C 272, 23.9.2000, s. 43).

ností, dopyt po kapitálovom financovaní a mieru, v akej sa tento dopyt uspokojuje na etablovaných kapitálových trhoch. Komisia na tento účel analyzuje štúdie predložené orgánmi Spojeného kráľovstva.

(134) Konštatuje sa ďalej, že táto pomoc bude zriadením regionálneho online akciového trhu pre MSP podporovať aj štrukturálne zmeny prebiehajúce v regióne.

6.3.1.1. ***Dôkazy zlyhania trhu, na ktoré má byť pomoc nasmerovaná***

(135) Investbx sa zameriava na kapitálové financovanie v regióne West Midlands v oblasti od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP. Je to pásmo, v ktorom aktéri na trhu podľa pripomienok Spojeného kráľovstva a mnohých tretích strán pociťujú zlyhanie trhu ako najostrejšie. Tieto zastávajú názor, že toto pásmo veľkosti investícií je príliš vysoké pre väčšinu neformálnych investorov, napríklad anjelov podnikania, ktorí majú prístup k obmedzeným finančným zdrojom ([19]) a príliš nízke pre oficiálnych investorov rizikového kapitálu, pre ktorých sú náklady na hodnotenie potenciálnych investícií prohibitívne, ak sa podnik snaží získať len menšiu sumu kapitálového financovania ([20]). Podľa finančnej prognózy Investbxu predloženej orgánmi Spojeného kráľovstva by priemerná veľkosť financovania mala byť do piateho roka činnosti 1,66 mil. GBP.

(136) Komisia v svojom rozhodnutí o schéme podnikových kapitálových fondov ([21]) dospela k záveru o zlyhaní trhu v pásme od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 mil. GBP (2,9 mil. EUR) v Spojenom kráľovstve na základe údajov poskytnutých v *Performance Measurement Survey 2003* (Analýza merania dosiahnutých výsledkov 2003) ([22]); *Report on Investment Activity 2003* (Správa o investičnej činnosti 2003) ([23]), na základe informácií poskytnutých Spojeným kráľovstvom a na základe pripomienok tretích strán, ktoré potvrdili existenciu zlyhania trhu.

(137) Podľa orgánov Spojeného kráľovstva zlyhanie trhu existuje v Spojenom kráľovstve, a najmä vo West Midlands, a toto hodnotenie podporujú nasledujúce faktory, ako sa uvádza v správe, ktorú vypracoval ECOTEC ([24]):

— spoločnosti pre financovanie investícií do verejne neobchodovateľných akcií nemôžu dosiahnuť úroveň návratnosti, ktorú vyžadujú, pri investíciách nižších ako 2 mil. GBP,

— zlyhanie trhu v pásme 250 000 až 2 mil. GBP je skutočné a vzniklo po rokoch 1999 – 2000, keď sa rizikový kapitál presunul do väčších obchodov,

— v pásme 250 000 GBP až 2 mil. GBP sa v tomto regióne vykonáva len veľmi málo investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností,

— v tomto pásme zlyhania trhu existuje výrazný dopyt MSP po financovaní.

6.3.1.1.1. *Návratnosť investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností a investícií rizikového kapitálu pre investorov v Spojenom kráľovstve*

(138) Ziskovosť investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností a investícií rizikového kapitálu v rôznych investičných kategóriách predstavuje ukazovateľ analýzy zlyhania trhu, keďže nízka výnosnosť investícií v pásme zlyhania trhu prinúti investorov presunúť sa na výnosnejšie veľké investície. Podľa najnovších údajov Britského združenia pre rizikový kapitál (ďalej len „BVCA“) ([25]) sa návratnosť investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností a rizikového kapitálu v Spojenom kráľovstve v roku 2004 vyvíjala tak, ako sa uvádza ďalej. Podobne ako v roku 2003, stredne veľké odkúpenia manažmentom (s investíciami do akciového kapitálu od 10 mil. GBP do 100 mil. GBP) a veľké odkúpenia manažmentom (s investíciami do akciového kapitálu nad 100 mil. GBP) vykazovali oveľa vyššiu návratnosť investícií v krátkodobom a strednodobom horizonte ako investície do financovania počiatočného rozvoja a rozvojového financovania. (Napríklad v roku 2004 bola trojročná návratnosť investícií do financovania počiatočného rozvoja - 13,2 %, investícií do rozvojového financovania - 5,3 %, kým v prípade stredne veľkého odkúpenia manažmentom bola 13,7 % a v prípade veľkého odkúpenia manažmentom 16,1 %.) V dôsledku toho je v rámci investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností pre investorov atraktívnejšie investovať do odkúpení manažmentom s investovaním do akciového kapitálu viac ako 10 mil. GBP ako investovať do financovania počiatočného rozvoja alebo do rozvojového financovania.

([19]) Anjeli podnikania investujú vo všeobecnosti od 10 000 do 250 000 GBP do podnikov s potenciálom rastu v etapách štartovacieho financovania a financovania začiatočného rozvoja. CBI: *Improving Access to Finance: Enabling Enterprise Revolution* (júl 2006).

([20]) Ministerstvo financií Spojeného kráľovstva: *Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses* (december 2003).

([21]) Vec štátnej pomoci C 17/2004, Ú. v. EÚ L 91, 29.3.2006, s. 16.

([22]) PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Private Equity and Venture Capital – Performance Measurement Survey 2003*“ (2004).

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

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

([25]) PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Private Equity and Venture Capital – Performance Measurement Survey 2004*“ (2005) a „*BVCA Private Equity and Venture Capital – Performance Measurement Survey 2005*“ (2006).

(139) Hoci sa v správe BVCA z roku 2005 o návratnosti investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností a investícií rizikového kapitálu v Spojenom kráľovstve zmenila metodika ([26]), strednodobá návratnosť v etapách rizikového financovania zostala v strednodobom horizonte naďalej záporná. Strednodobá návratnosť rozvojového financovania a malých odkúpení manažmentom bola omnoho nižšia ako strednodobá návratnosť stredných a veľkých odkúpení manažmentom.

6.3.1.1.2. *Aktivita v oblasti investovania do akcií verejne neobchodovateľných spoločností v Spojenom kráľovstve*

(140) Podľa štúdie BVCA o aktivite v oblasti investovania do akcií verejne neobchodovateľných spoločností v Spojenom kráľovstve ([27]) sa priemerná veľkosť investícií v Spojenom kráľovstve v roku 2005 zvýšila na úroveň 5,2 mil. GBP (v porovnaní so 4,1 mil. GBP v roku 2004, 3,2 mil. GBP v roku 2003, 3,7 mil. GBP v roku 2002 a 3,6 mil. GBP v roku 2001).

(141) Podľa uvedenej štúdie BVCA sa suma akciového kapitálu prijatého spoločnosťami Spojeného kráľovstva v predchádzajúcich rokoch výrazne zvýšila (6 813 mil. GBP v roku 2005, 5 336 mil. GBP v roku 2004, 4 074 mil. GBP v roku 2003). Suma investovaná v pásme 0,5 mil. GBP až 2 mil. GBP však nevykazovala takéto zvýšenie, ale namiesto toho v roku 2005 klesla (313 mil. GBP v roku 2005, 330 mil. GBP v roku 2004 a 286 mil. GBP v roku 2003). V roku 2005 sa 2 % z celkovej sumy investícií do verejne neobchodovateľných akcií prijatých spoločnosťami Spojeného kráľovstva realizovali v investíciách pod 0,5 mil. GBP, 5 % bolo investovaných v pásme 0,5 až 2 mil. GBP a zostávajúcich 94 % sa realizovalo v investíciách nad 2 mil. GBP. Podiel sumy investovanej v pásme 0,5 až 2 mil. GBP v porovnaní s celkovými investíciami boli v roku 2005 nižšie ako v predchádzajúcich rokoch (5 % v roku 2005, 6 % v roku 2004, 7 % v roku 2003, 10 % v rokoch 2002 a 2001).

(142) Pokiaľ ide o počet spoločností, do ktorých sa investovalo, ich podiel v pásme 0,5 až 2 mil. GBP v porovnaní s celkovým počtom spoločností, do ktorých sa investovalo, vykazuje podľa štúdie BVCA v Spojenom kráľovstve taktiež klesajúci trend (23 % v roku 2005, 25 % v roku 2004, 25 % v roku 2003, 30 % v roku 2002 a 31 % v roku 2001). V absolútnom vyjadrení bol v roku 2005 počet spoločností, do ktorých sa investovalo v pásme 0,5 až 2 mil. GBP, najnižší z posledných piatich rokov (302 v roku 2005, 321 v roku 2004, 317 v roku 2003, 361 v roku 2002 a 399 v roku 2001).

(143) Orgány Spojeného kráľovstva sa odvolávajú na viaceré dokumenty a prieskumy potvrdzujúce existenciu zlyhania trhu v Spojenom kráľovstve, napríklad:

— dokument Ministerstva financií Spojeného kráľovstva k rozpočtu s názvom „Prekonanie nedostatku finančných prostriedkov“ ([28]) potvrdil nedostatok v oblasti 0,25 mil. GBP až 2 mil. GBP. Táto správa sa zakladala na prieskumoch, údajoch BVCA a obsahovala odkazy na akademické štúdie ([29]). Pokiaľ ide o prieskumy, 97 % respondentov, ktorí pripomienkovali dokument Prekonanie nedostatku finančných prostriedkov, súhlasilo, že MSP sú naďalej vystavené výraznému zlyhaniu trhu, a mnohí z nich tvrdili, že závažnosť nedostatku sa rôzni podľa veľkosti, sektora a etapy rozvoja podnikania. „*Z pripomienok k dokumentu Prekonanie nedostatku finančných prostriedkov vyplynulo, že zostáva hlavná skupina malých a stredných podnikov (MSP), ktoré nie sú vhodné na úverové financovanie, a ktoré nie sú v súčasnosti schopné získať prístup k akciovému kapitálu, ktorý potrebujú na rozvoj. Dotknuté sú aj podniky, ktoré sa snažia získať menšie sumy investícií na modernizáciu alebo diverzifikáciu svojej činnosti.*“ Správa tvrdí, že niektoré MSP „*nie sú vhodné na úverové financovanie*“, a ak podnik ešte neprodukuje dostatočné príjmy na splatenie úrokov z úverov, resp. podnik vyvíja nové technológie alebo produkty s výrazným potenciálom rastu, ale aj so značným rizikom, získanie akciového kapitálu môže predstavovať vhodnejšiu formu financovania. Ako sa uvádza v správe, investori do akciového kapitálu môžu znášať veľké náklady na identifikáciu vhodných investičných príležitostí, najmä v súvislosti s vyhľadávaním, náklady na povinnú starostlivosť a náklady na monitorovanie investícií do menších a mladších firiem. „*V porovnaní s veľkými spoločnosťami, ktoré sú kótované na verejných akciových trhoch, tok informácií o malých nekótovaných spoločnostiach, ktoré*

([26]) V správe za rok 2005 bola štatistika rozdelená na fondy, ktoré sa zatvorili pred rokom 1996 a po tomto roku. Fondy, ktoré sa prvýkrát zatvorili po roku 1996, boli preklasifikované do kategórií rizikového financovania (kam patrí zárodkové financovanie, štartovacie financovanie a financovanie počiatočného rozvoja), malého odkúpenia spoločnosti manažmentom (MBO/MBI pod 10 mil. GBP a investície do rozvojového financovania), stredného odkúpenia manažmentom (MBO/MBI vo výške 10 – 100 mil. GBP) a veľkého odkúpenia manažmentom (MBO/MBI nad 100 mil. GBP).

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

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

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

sa snažia získať investíciu, je obmedzený.“ V správe sa tvrdí, že v dôsledku informačnej asymetrie nemusia potenciálni investori správne vnímať profil firiem z hľadiska pomeru zisk/riziko a môžu sa stať neochotný investovať do rizikového kapitálu. Správa prichádza k záveru, že vysoké náklady za transakcie a pomerne vyššie náklady získavania informácií o menších firmách spôsobujú, že investori presúvajú svoje zameranie na väčšie investície. Štrukturálna prekážka poskytovania finančných prostriedkov a znalostí rizikového kapitálu pre menšie a rizikovejšie spoločnosti poukazuje na skutočnosť, že investori rizikového kapitálu presunú svoje zameranie smerom k väčším obchodom v neskorších etapách rozvoja.

— Výskum, ktorý vykonal ECOTEC ([30]), preformuloval existenciu zlyhania trhu v pásme od 0,5 mil. GBP do 5 mil. GBP, pričom najväčšie obmedzenia majú firmy, ktoré sa snažia získať rastový kapitál do 2 mil. GBP.

— V správach vydaných Konfederáciou britského priemyslu („CBI“ – *Confederation of British Industry*) v nedávnom období sa prichádza k záveru, že naďalej existuje jasný nedostatok v oblasti prístupu k finančným prostriedkom. „*Stále existujú zlyhania trhu a deformácie, ktoré je potrebné riešiť.*“…„*Dôkazy z posledných rokov naznačujú, že sa zvyšuje zlyhanie trhu v pásme 500 000 až 3 mil. GBP. Údaje BVCA z posledného obdobia nenaznačujú, že by sa tento nedostatok zmenšoval, a priemerná výška investícií do akciového kapitálu sa neustále zvyšuje*.“ ([31])

V niektorých štúdiách sa tvrdí, že zlyhanie trhu existuje aj v pásmach pod 0,5 mil. GBP a nad 2 mil. GBP. Žiadna zo štúdií však nespochybňuje existenciu zlyhania trhu v pásme od 0,5 do 2 mil. GBP, ktoré predstavuje pásmo kapitálového financovania, na ktoré sa zameriava Investbx. Vníma sa ako pásmo s najväčšími prekážkami.

(144) Orgány Spojeného kráľovstva citovali aj mnoho štúdií a prieskumov týkajúcich sa rôznych aspektov znevýhodnenia, s ktorými sa malé podniky stretávajú, keď sa chcú zaregistrovať na burze:

— vo výskumnom článku Briana Zivickeho ([32]) sa poukazuje na fakt, že v Spojenom kráľovstve analytici sledujú len málo menších kótovaných spoločností, keďže neexistuje dostatočný objem obchodov, ktorý by potvrdil opodstatnenosť nákladov na realizáciu výskumu.

— V správe, ktorú vypracoval Jaffe Associates v mene Združenia kótovaných spoločností ([33]), sa stanovuje, že menšie kótované spoločnosti súťažia o malý a klesajúci podiel inštitucionálnych investícií do akciového kapitálu v Spojenom kráľovstve. Schopnosť obchodovať vo veľkých objemoch je rozhodujúci činiteľ investičných rozhodnutí, ktorý automaticky trestá menšie spoločnosti.

— Prieskum, ktorý vykonal SWR Worldwide ([34]), potvrdil, že emitenti a investori jasne vnímajú, že súčasný mechanizmus poskytovania finančných služieb MSP by sa mohol zlepšiť, najmä v súvislosti so spájaním emitentov s investormi. Z výsledku prieskumu vyplynulo, že najdôležitejším faktorom pri prijímaní investičných rozhodnutí je kvalita a kvantita informácií. Väčšina manažérov fondov, investorov s vysokou čistou hodnotou a investorov rizikového kapitálu, ktorí boli účastníci prieskumu, povedala, že súčasné akciové burzy neodvádzajú dostatočnú prácu pri zabezpečovaní prístupu pre MSP alebo pri poskytovaní likvidity pre cenné papiere, ktoré ponúkajú MSP.

— V článku, ktorý napísal Tim Mocroft ([35]), sa uvádza, že „…registračné a regulačné požiadavky tradičných búrz sú nákladné, ale vzťahom na veľkosť zapojených spoločností a peňažných súm, ktoré sa získavajú, sa náklady zvyčajne dajú zvládnuť. Oba faktory však stavajú požiadavku minimálnej veľkosti spoločnosti, ktorá môže skutočne získať prístup k hlavným trhom, ktoré pôsobia v Spojenom kráľovstve – a to oficiálny zoznam Londýnskej burzy cenných papierov a AIM […] Ponuka nových cenných papierov na

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

([31]) CBI: „*Improving Access to Finance: Enabling Enterprise Revolution*“ (júl 2006).

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

([33]) Jaffe Associates za združenie kótovaných spoločností: „*Institutional investment and trading in UK smaller quoted companies*“ (2002).

([34]) SWR Worldwide: „*Views of Issuers and Investors across Great Britain on Investment Issuesh*“ (2001).

([35]) Tim Mocroft: „*Bridging equity gap: a new proposal for virtual local equity markets*“ (2001).

jednom alebo druhom trhu bude zvyčajne stáť približne 500 000 GBP; pri takýchto nákladoch sa nevyplatí získavať relatívne malé sumy kapitálu."

— V správe Deloitte Zlepšovanie prístupu malých a stredných podnikov k financiám ([36]) sa na základe pohovorov s maklérmi dospieva k záveru, že všeobecná znalosť a informovanosť MSP o možnostiach financovania je slabá. Z pohovorov vyplynulo, že slabá investičná pripravenosť je hlavná prekážka prístupu k financiám v regióne West Midlands. Investičná pripravenosť zahŕňa obchodný postoj k financovaniu, kvalitu obchodných dokumentov a všeobecnú investovateľnosť do projektu. Má to dôsledky na dopyt, ako aj ponuku: môže odradiť podniky od žiadania o finančné prostriedky v dôsledku očakávania zamietnutia a môže obmedziť ponuku, keďže potenciálny investor čelí zvýšenej úrovni rizika, ak sa domnieva, že úroveň investičnej pripravenosti nie je dostatočná.

6.3.1.2. ***Zlyhanie trhu vo West Midlands***

(145) Hoci sa informácie uvedené vyššie týkajú analýzy na úrovni Spojeného kráľovstva, predmetom hodnotenia Komisie je, či existuje zlyhanie trhu v cieľovom regióne Investbxu – West Midlands. V súvislosti s tým sa okrem uvedených prvkov vzali do úvahy ďalšie aspekty ponuky investícií a dopytu po investíciách na regionálnej úrovni.

(146) Väčšina pripomienok tretích strán podporila existenciu zlyhania trhu v regióne West Midlands. Orgány Spojeného kráľovstva v odpovedi na pripomienky tretích strán ďalej predložili dôkazy založené na odhade vykonanom investormi rizikového kapitálu so sídlom v regióne, ktoré podporujú existenciu zlyhania trhu v pásme 0,5 až 2 mil. GBP, a tvrdia, že z 500 až 750 žiadostí, ktoré prijmú ročne, financovanie získa menej ako 1 %, hoci väčšina zamietnutých spoločností má životaschopný podnikateľský plán a mohla by získať financovanie, ak by existoval mechanizmus podobný mechanizmu Investbxu.

6.3.1.2.1. *Regionálne rozdelenie investícií*

(147) Podľa údajov uverejnených v správe BVCA o investičnej činnosti v roku 2005 predstavovala celková výška investícií do akcií verejne neobchodovateľných spoločností v regióne West Midlands 4 % celkovej úrovne Spojeného kráľovstva, kým región South East a londýnsky región mali spolu 44 % z celkových investícií v Spojenom kráľovstve. Pokiaľ ide o investície do štádia financovania počiatočného rozvoja, podiel West Midlands predstavoval 1 % z celkovej sumy investovanej v Spojenom kráľovstve do štádia financovania počiatočného rozvoja, kým v regióne South East a londýnskom regióne dosiahol 49 %. Pokiaľ ide o štádium rozvojového financovania, investície vo West Midlands predstavovali 2 %, kým v South East a Londýne 42 % z celkových investícií v Spojenom kráľovstve do štádia rozvojového financovania. Tieto údaje je potrebné skúmať z hľadiska príspevku rôznych regiónov na HDP k celkovej úrovni Spojeného kráľovstva, o ktorom sú najnovšie údaje od Eurostatu dostupné od roku 2003, z ktorých vyplýva, že West Midlands prispel 8 %, kým South East a Londýn spolu 34 % k HDP Spojeného kráľovstva v roku 2003. To dokumentuje, že vo West Midlands je poskytovanie akciového kapitálu do investícií na financovanie počiatočného rozvoja a na rozvojové financovanie vzhľadom na hospodársku aktivitu oveľa nižšie ako v oblasti South East a Londýna.

(148) Podľa analýzy ([37]) celkovej trhovej kapitalizácie firiem registrovaných na LSE a AIM v jednotlivých regiónoch niektoré z najnižších úrovní celkovej trhovej kapitalizácie existujú v Midlands. V roku 2003 regionálna trhová kapitalizácia ako pomer k HDP dosiahla v londýnskej oblasti až 621 %, v South East 139 %, za celé Spojené kráľovstvo 153 %, kým v midlandskom regióne len 25 %. Vzhľadom na dosahované hospodárske výsledky má región Midlands nízku úroveň trhovej kapitalizácie v rámci regiónov Spojeného kráľovstva.

6.3.1.2.2. *Dopyt MSP vo West Midlands po kapitálovom financovaní*

(149) Zo štatistických údajov je ťažké overiť, či existuje neuspokojený dopyt spoločností so životaschopným podnikateľským plánom. Na prekonanie tohto problému sa ako najlepší prostriedok skúmania dopytu spoločností so životaschopným podnikateľským plánom po kapitálovom financovaní ukázal prieskum.

(150) Orgány Spojeného kráľovstva vykonali mnoho konzultácií, seminárov a prieskumov o dopyte po kapitálovom financovaní medzi MSP z West Midlands. V apríli 2003 sa uskutočnil prieskum, v ktorom zo 41 respondentov z regionálnych podnikateľských kruhov sa 73 % domnievalo, že prístup ku kapitálovým trhom je zásadný problém pre MSP, a 88 % sa domnievalo, že etablované kapitálové trhy nespĺňajú potreby MSP v oblasti financovania. Okrem toho sa 68 % respondentov domnievalo, že Ofex je málo využívaný zdroj kapitálu pre MSP a 73 % z nich malo záujem zapojiť sa do projektu Investbx.

(151) V novembri 2003 sa v Birminghame uskutočnilo stretnutie ohľadne Investbxu, na ktorom sa zúčastnilo 81 zástupcov podnikateľských kruhov. Následné stretnutie sa uskutočnilo v Londýne v Stredisku pre štúdium finančnej inovácie

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

([37]) Robert Huggins, Robert Huggins Associates: „*Regional Stock Exchanges – A Viable Option for Wales and Other UK Regions?*" (2003).

(CSFI – *Centre for Study of Financial Innovation*), na ktoré bolo pozvaných 27 zástupcov podnikateľských kruhov. Spätná väzba z CSFI znamenala takmer jednomyseľnú podporu projektu. V máji 2004 bolo oslovených 21 firiem profesionálnych poradcov s cieľom získať od nich podrobné informácie k rozvoju projektu Investbx a posúdiť, koľko ich klientov môže byť vhodných pre vstup na Investbx. Trinásť firiem uviedlo, že by očakávali ponuku od 1 do 6 klientov zo svojho portfólia na vstup do Investbxu ročne. Vzhľadom na to, že do seminárov bol zapojený len malý podiel firiem, orgány Spojeného kráľovstva sa domnievajú, že kapitálové financovanie pre 10 MSP ročne vo finančných výhľadoch Investbxu predstavuje konzervatívny odhad dopytu. Keďže profesionálni poradcovia dostanú zaplatené, len ak spoločnosti úspešne získajú kapitál, je v ich najlepšom záujme navrhnúť len spoločnosti so životaschopným podnikateľským plánom, aby sa len tie spoločnosti snažili vstúpiť do Investbx, o ktorých sa domnievajú, že budú atraktívne pre investorov.

(152) Pokiaľ ide o získavanie kapitálového financovania pre MSP vo West Midlands v oblasti od 0,5 do 2 mil. GBP – čo je primárny cieľ Investbxu – existujúce trhy, ktoré ponúkajú kapitálové financovanie pre MSP, podľa orgánov Spojeného kráľovstva nedostatočne uspokojujú dopyt, a preto neriešia zlyhanie trhu. Hoci sprostredkovali investície do akciového kapitálu mnohých MSP vo West-Midlands, nezabezpečujú dostatočné pokrytie v regióne West-Midlands, a žiadny z nich nemá regionálne zameranie na MSP. Orgány Spojeného kráľovstva sa domnievajú, že všetky dostupné dôkazy poukazujú na záver, že zlyhanie trhu nevyrieši súkromný sektor. Na dvoch osobitných stretnutiach, ktoré inicioval AWM, boli vedúci predstavitelia Ofex vyzvaní, aby oznámili svoje plány na riešenie zlyhania trhu vo West Midlands, ale podľa orgánov Spojeného kráľovstva to Ofex buď nebol schopný alebo nemal záujem urobiť.

(153) Na Ofexe je v súčasnosti registrovaných 7 podnikov z West Midlands a len 5 z nich je obchodovaných ([38]). Spojené kráľovstvo nezastáva názor, že Ofex vyriešil zlyhanie trhu, ani sa nedomnieva, že Ofex v súčasnosti pokrýva odhadovaný dopyt v regióne najmenej 10 spoločností ročne. Počet novo registrovaných MSP na Ofexe z West Midlands bol v roku 2005 len jeden a jeden v roku 2004, kým v prípade Investbxu sa predpokladá registrácia 5 – 12 nových westmidlandských spoločností ročne.

Záver o zlyhaní trhu

(154) Komisia dospela k záveru, že podľa bodu 5.2.1 usmernení o rizikovom kapitáli bol na základe viacerých štúdií poskytnutý dostatok dôkazov pre prijatie záveru, že v regióne West Midlands existuje zlyhanie trhu v pásme od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP.

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

6.3.2. *Je nástroj pomoci primeraný na splnenie cieľa verejného záujmu?*

(155) Podľa bodu 5.2.2 usmernení o rizikovom kapitáli Komisia hodnotí, či opatrenie je schopné zmierniť dokázané zlyhanie trhu. Komisia ďalej zohľadní akékoľvek hodnotenie vplyvov a preskúma možnosť dosiahnuť rovnaké ciele inými prostriedkami.

6.3.2.1. ***Zameranie na zlyhanie trhu***

(156) S ohľadom na pomoc na úrovni Investbxu navrhovaná pomoc rieši zlyhanie trhu opísané vyššie zriadením online regionálnej elektronickej platformy obchodovania, ktorá umožní MSP prezentovať sa, získať kapitál a obchodovať s ich akciami. Súčasne umožní investorom priamo sledovať podrobné a nezávisle potvrdené informácie o MSP. Investbx preto zvýši efektívnosť informácií a umožní investorom lepšie vnímať vzťah riziko/zisk v jednotlivých MSP a zníži náklady za transakcie investorov na získanie informácií o MSP sprístupnením výskumných dokumentov o MSP pre verejnosť.

(157) Cieľom Investbxu je získavať akciový kapitál špecificky pre MSP v regióne West Midlands. Obchodný plán Investbxu predpokladá primárne získavanie finančných prostriedkov pre minimálne 47 MSP vo West Midlands počas obdobia piatich rokov vo výške minimálne 70 mil. GBP. V porovnaní s Ofexom, ktorý tvrdí, že je tiež prítomný vo West Midlands a veľkosť jeho transakcií je podobná, orgány Spojeného kráľovstva dospeli v svojich pripomienkach k rozhodnutiu začať konanie k týmto záverom:

— počas piatich rokov od roku 2000 sa na Ofexe získalo v pásme od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP len 43,3 mil. GBP primárneho financovania pre 39 spoločností v celom Spojenom kráľovstve,

— ak od celkových získaných finančných prostriedkov odpočítame sekundárne financovanie, spoločnosti Ofexu získavajú cez primárne emisie len menšie sumy (napr. 0,8 mil. GBP za celé Spojené kráľovstvo v roku 2004),

— ak berieme do úvahy len spoločnosti so sídlom vo West Midlands, na Ofexe sa počas obdobia piatich rokov od roku 2001 do roku 2005 celkovo získalo 12 mil. GBP (primárne a sekundárne),

— od roku 2000 sa na Ofexe získalo len 3,5 mil. GBP primárneho financovania pre 5 spoločností so sídlom vo West Midlands.

(158) Investbx poskytuje regionálne zameranie s miestnou sieťou poskytovateľov služieb a investorov, čo je osobitne dôležité pre investície do akciového kapitálu rozvojových MSP. Tieto investície často vyžadujú pozorné ďalšie sledovanie a priamy vzťah medzi investorom a MSP, ktorá prijíma investíciu. Podľa teoretických a empirických štúdií je potrebné upozorniť, že blízkosť investora k financovanej spoločnosti je dôležitým faktorom investičného rozhodnutia. ([39]) Mohlo by sa dokonca tiež tvrdiť, že miestny investor môže byť podnecovaný k investovaniu do miestnej firmy nielen pre presvedčivú informačnú výhodu, ale aj preto, lebo bude schopný poskytnúť prijímateľom investícií konkrétnu výhodu ich napojenia na svoju miestnu sieť, ako aj získať výhodu z vedľajších ekonomických účinkov na iné firmy, alebo aj z dôvodu regionálneho patriotizmu. Regionálne zameranie dokumentuje fakt, že Investbx poskytuje služby len MSP z West Midlands, má tím 6 – 8 ľudí s trvalým pobytom vo West Midlands, ako aj členov rady bez výkonných právomocí tvorenej odborníkmi z West Midlands s praxou s MSP.

(159) Investbx bude poskytovať MSP integrované služby obsahujúce získavanie finančných prostriedkov, marketing a nezávislý výskum, ako aj spojenie so sieťou miestnych odborníkov, ktorí budú poskytovať MSP podporu pre úspešný vstup do platformy pre obchodovanie s akciami. Pre vstup na Investbx, na rozdiel od etablovaných trhov, musia MSP poskytnúť nezávislú a štandardizovanú výskumnú správu, ktorá uľahčí zber informácií o MSP dôležitých pre investorov. Táto integrácia služieb spolu s nezávislou správou vždy dostupnou pre investorov zlepší šance MSP účinne získať kapitál na Investbx.

(160) Investbx ďalej prináša inovačnú koncepciu sekundárneho obchodovania, ktorá sa odlišuje od etablovaných akciových trhov v mnohých ohľadoch. Kým LSE, AIM a Ofex používajú klasické mechanizmy tvorby trhu prostredníctvom systému kotácií s cenami ponuky nákupu a ponuky predaja, Investbx nemá tvorcov trhu, ktorí by dosahovali príjmy na základe rozdielu medzi cenami ponuky nákupu a predaja buď predajom veľkých objemov akcií, alebo predajom s veľkým rozpätím. Párovanie investorov s MSP bude zabezpečené prostredníctvom online elektronického aukčného trhu za jednu cenu, ktorý umožňuje vylúčenie nákladov transakcií, ktoré by sa inak vytvárali rozpätiami medzi cenami ponuky nákupu a predaja. Okrem toho v porovnaní s uznávanými investičnými burzami (RIE – *Recognised Investment Exchanges*), ako AIM a LSE, Investbx, ktorý je vymenovaným zástupcom Alternatívneho systému obchodovania (The Share Centre), podlieha miernejšej regulácii FSA. Tento štatút vyžaduje menej náročné dosahovanie súladu s požiadavkami predpisov a umožňuje jednoduchší a v pomere k sumám získavaným do 2 mil. GBP menej nákladný prístup pre MSP k platforme pre obchodovanie.

(161) Celkové náklady na získanie malých množstiev akciového kapitálu budú nižšie ako v prípade vyspelejších etablovaných trhov. Spojené kráľovstvo ilustruje tento fakt príkladom, že na získanie 2,5 mil. GBP na Investbxe predstavujú celkové náklady na získaný kapitál približne 10 %, kým na AIM 24 %. Orgány Spojeného kráľovstva ďalej uvádzajú, že druh služieb získaných za túto cenu je odlišný, napr. objednanie nezávislého výskumu následne sprístupneného súkromným investorom sa neposkytuje na žiadnom z etablovaných trhov. Hoci je dôležité držať náklady na prijateľnej úrovni, náklady nebudú zrejme jediným, dokonca ani hlavným faktorom rozhodnutia MSP vstúpiť na Investbx. Výber pre mnohé MSP vo West Midlands bude Investbx alebo nič. Dostupnosť výskumu pre investorov predstavuje kvalitatívne zlepšenie Investbxu, ktoré by malo zvýšiť šance MSP získať finančné prostriedky. Investbx však predsa bude vo viacerých aspektoch nákladovo efektívnejší ako Ofex. To bude spôsobené najmä nižšími nákladmi na výskum a marketing v súvislosti so štandardizovanými predlohami a prispôsobením služieb potrebám MSP v etape primárneho financovania a odstránením rozpätia medzi cenou ponuky nákupu a predaja v sekundárnej fáze.

(162) Investbx sprístupní prístupové dokumenty a podrobný nezávislý výskum o všetkých MSP všetkým potenciálnym investorom alebo finančným poradcom. Tieto informácie budú na internetovej stránke Investbxu. Takéto informácie sa zvyčajne vypracúvajú len pre väčšie objemy akcií a sú dostupné len pre inštitucionálnych investorov. Nediskriminujúce poskytovanie podrobných informácií, a najmä nezávislého výskumu všetkým investorom je podľa orgánov Spojeného kráľovstva jedným z rozhodujúcich faktorov očakávanej úspešnosti opatrenia.

(163) Zlepšovaním informačnej a transakčnej efektívnosti Investbx rieši príčinu zlyhania trhu, nie jeho dôsledky.

([39]) Tento faktor analyzuje Harald Hau, ktorý dokazuje, že obchodníci investujúci do firiem v blízkom okolí majú tendenciu dosahovať vyššie obchodné zisky v porovnaní s inými obchodníkmi, ktorí sa nachádzajú ďalej, ako aj Degryse a Ongena, ktorí analyzovali bankové úverové zmluvy a zistili, že banky poskytujú lepšie úverové podmienky klientom, ktorí sa nachádzajú bližšie. Harald Hau: *Location Matters: An Examination of Trading Profits*, The Journal of Finance, (2001) zv. 56, č. 5, pp. 1959 – 1983; Hans Degryse, Steve Ongena: „*Distance, Lending Relationship, and Competition*“, EFA 2003 Annual Conference Paper No. 260 (2002).

(164) Cieľom Investbxu je ďalej vytvoriť most medzi prvým zdrojom financovania a vyspelejšími etablovanými trhmi, na základe čoho má takzvanú „výťahovú funkciu“. Táto funkcia bude prospešná nielen pre prijímateľov investícií, ale aj pre investorov na susedných trhoch poskytnutím cesty pre ukončenie ich investícií. Z dostupných dôkazov nevyplýva, že Ofex pôsobí ako prvok umožňujúci vzostup k vyšším trhom v regióne West Midlands. Na internetovej stránke Ofexu sa uvádza, že v období rokov 2001 až 2004 sa z Ofexu na AIM presunulo 54 spoločností. V rokoch 2003 až 2005 sa však z Ofexu na AIM presunula len jedna spoločnosť z regiónu West Midlands.

(165) Schopnosť Investbxu zvyšovať informačnú transparentnosť pre investorov a znižovať niektoré náklady získavania finančných prostriedkov a obchodovania s akciami v porovnaní s vyššími trhmi dokazuje vhodnosť Investbxu zmenšovať zlyhanie trhu.

(166) Pokiaľ ide o pomoc na úrovni MSP, táto pomoc uľahčí poskytovanie akciového kapitálu malým a stredným podnikom, ktorý je pre nich ťažké získať – v dôsledku zlyhania trhu – napriek tomu, že majú životaschopné podnikateľské plány.

6.3.2.2. ***Hodnotenie vplyvu a použitie alternatívnych prostriedkov***

(167) Počas prvých piatich rokov svojej existencie Investbx získa podľa svojho finančného plánu 70 mil. GBP pre najmenej 47 podnikov. MSP, ktoré získali akciový kapitál, budú mať prístup k obchodovaniu v platforme Investbxu pre obchodovanie.

(168) Spojené kráľovstvo uvádza, že po zistení neuspokojeného dopytu prieskumami sa orgány Spojeného kráľovstva pred zriadením tejto pomoci snažili zmenšiť zlyhanie trhu s pomocou existujúcej trhovej štruktúry. Zástupcovia Ofexu boli prizvaní na stretnutie s AWM 12. júla 2005, kde boli požiadaní, aby dokázali, že dokážu riešiť zlyhanie trhu prítomné vo West Midlands. V tom prípade by AWM stál bokom. Ofex sa rozhodol neposkytnúť informácie, a AWM preto dospel k záveru, že Ofex buď nemá konkrétne plány na riešenie zlyhania trhu alebo nemá dostatok zdrojov na jeho riešenie alebo oboje zároveň. Ak neexistuje záujem súkromného sektora riešiť zlyhanie, zdá sa byť potrebný zásah štátu.

(169) Komisia pokladá za pozitívne, že v súlade s bodom 5.2.2 usmernení o rizikovom kapitáli je opatrenie schopné zmenšiť dokázané zlyhanie trhu. Komisia ďalej berie do úvahy, že sa zvážili iné prostriedky, ktoré však neviedli k žiaducim výsledkom, a konštatuje, že opatrenie by malo mať pozitívny vplyv na zmiernenie zlyhania trhu.

6.3.3. *Stimulačný účinok a potreba pomoci*

(170) Podľa bodu 5.2.3 usmernení o rizikovom kapitáli Komisia hodnotí stimulačný účinok a potrebu pomoci. Pomoc má stimulačný účinok, ak vyvolá zmenu správania v prospech celkového zvýšenia rizikového kapitálu. V usmerneniach o rizikovom kapitáli Komisia oznamuje, že zohľadní aj charakter investičného rozhodnutia z hľadiska jeho orientácie na zisk, najmä komerčné riadenie (bod 5.2.3.1 usmernenia o rizikovom kapitáli), existenciu investičného výboru (bod 5.2.3.2 usmernenia o rizikovom kapitáli), veľkosť pomoci (bod 5.2.3.3 usmernenia o rizikovom kapitáli) a účasť anjelov podnikania v etape investovania do zárodkového kapitálu (bod 5.2.3.4 usmernenia o rizikovom kapitáli).

(171) Uvedený prípad sa týka investičného nástroja, ktorý uľahčuje párovanie súkromných investorov s cieľovými MSP. Investičné rozhodnutie vykonávajú výhradne súkromní investori a MSP získavajú len investície do akciového kapitálu. Hybnou silou investičných rozhodnutí týkajúcich sa získavania finančných prostriedkov malými a strednými podnikmi bude výhradne zisk.

(172) Keďže ide o akciový trh, Investbx funguje inak ako fondy rizikového kapitálu. V prípade fondov rizikového kapitálu dôležitú úlohu v investičných rozhodnutiach hrá manažment. Investbx samotný neposkytuje žiadne finančné prostriedky MSP, ani nevykonáva investičné rozhodnutia. Tieto kritériá majú preto menšiu dôležitosť.

(173) Pokiaľ ide o komerčné riadenie (bod 5.2.3.1 usmernenia o rizikovom kapitáli), na jednej strane, keďže manažment Investbxu nebude vykonávať investičné rozhodnutia týkajúce sa získavania finančných prostriedkov malými a strednými podnikmi, tento aspekt nie je dôležitý. Spojené kráľovstvo na druhej strane ubezpečilo, že manažment Investbxu budú tvoriť odborníci s preukázanými skúsenosťami a predošlými dosiahnutými výsledkami v investovaní na kapitálových trhoch, čo treba považovať za pozitívne.

(174) Pokiaľ ide o existenciu investičného výboru (bod 5.2.3.2 usmernenia o rizikovom kapitáli), z povahy Investbxu vyplýva, že do rozhodovania o investíciách do MSP nebude zapojený žiadny investičný výbor. Komisia súčasne považuje za pozitívne, že projekt Investbx bol vypracovaný s účasťou expertov z westmidlandských odborných kruhov.

(175) Pokiaľ ide o veľkosť pomoci (bod 5.2.3.3 usmernenia o rizikovom kapitáli), Komisia konštatuje, že Investbx nebude poskytovať finančné prostriedky MSP z vlastného rozpočtu. Ohľadne získavania finančných prostriedkov sa bude obracať na trh. V súlade s finančným plánom by výška pomoci mala byť dostatočná, aby umožnila Investbxu dosiahnuť do piatich rokov rozhodujúcu veľkosť pre dosahovanie úspor z podnikania vo veľkom a stať sa ziskovým. To sa považuje za pozitívne.

(176) Pokiaľ ide o účasť anjelov podnikania v etape investovania do zárodkového kapitálu (bod 5.2.3.4 usmernenia o rizikovom kapitáli), na jednej strane sa táto pomoc netýka investícií do zárodkového kapitálu, a preto sa toto kritérium neuplatňuje. Na druhej strane potenciálni anjeli podnikania môžu používať Investbx na investovanie do MSP, tak ako akýkoľvek iní investori.

(177) Pokiaľ ide o potrebu opatrenia, Komisia predovšetkým berie do úvahy, že žiadny súkromný trhový subjekt nebol ochotný začať s iniciatívou Investbx bez poskytnutia štátnej pomoci. To môže vyplývať z faktu, že zriadenie regionálneho online trhu pre MSP predstavuje závažné riziká v začiatočnej etape, kým sa nedosiahnu úspory z podnikania vo veľkom. Na riešenie zlyhania trhu zriadením Investbxu a jeho podporou do dosiahnutia prahu rentability do prvých piatich rokov činnosti sa preto štátna pomoc považuje za potrebnú.

(178) V nasledujúcich bodoch Komisia hlbšie hodnotí stimulačný účinok.

(179) V súlade s odhadmi založenými na prieskumoch vykonaných orgánmi Spojeného kráľovstva sa každý rok najmenej 10 MSP z West Midlands so životaschopným podnikateľským plánom snaží získať akciový kapitál, ale ho nedostane. Investbx plánuje získať počas prvých piatich rokov svojej činnosti akciový kapitál najmenej pre 47 takýchto podnikov. Možno ďalej predpokladať, že poskytovanie akciového kapitálu v pásme od 0,5 do 2 mil. GBP bude mať pozitívne účinky na susedné finančné trhy. Anjeli podnikania a iní neformálni investori, ktorí zvyčajne poskytujú finančné prostriedky pod úrovňou 0,5 mil. GBP, budú môcť používať Investbx ako novú možnosť ukončenia svojich investícií, na základe čoho vyššie etablované trhy a investori angažujúci sa vo väčších obchodoch, napríklad AIM a fondy rizikového kapitálu, môžu mať prospech z firiem, ktoré narastú s pomocou Investbxu a budú vyžadovať väčšie finančné tranže ako 2 mil. GBP prostredníctvom registrácie na burze. Táto pomoc predstavuje pilotný projekt, ktorý v prípade úspešnosti môže viesť k ďalším takýmto projektom v ďalších regiónoch.

(180) Stimulačný účinok pomoci na Investbx je zrejmý z faktu, že by neexistoval bez štátnej pomoci, ako tvrdí Spojené kráľovstvo a Ofex. Jasný konečný dátum pomoci je ďalej stimulom pre Investbx, aby sa stal ziskový a komerčne životaschopný. Opatrenie má za cieľ zmeniť správanie investorov, ako aj MSP zlepšením výmeny informácií o ich potenciálnych pároch.

(181) Projekt Investbx neposkytuje pomoc na úrovni investorov; preto nenarúša ich stimulačný mechanizmus výberu najvýnosnejších investícií. Na rozdiel od iných opatrení štátnej pomoci, t. j. priamej pomoci pre investovanie do MSP, stimuly pre investorov zostávajú nenarušené.

(182) Podľa odhadov orgánov Spojeného kráľovstva počas prvých piatich rokov dostane najmenej 47 spoločností kapitálové financovanie za podmienok poskytovaných Investbxom. Väčšinu z nich môžu inak odradiť súčasné podmienky na trhu, najmä nedostatok informácií, zložité postupy a existujúce ceny. Predpokladá sa, že vďaka zriadeniu nového kanála získavania kapitálového financovania, integrácie všetkých súvisiacich služieb a možnosti následne obchodovať so svojimi akciami získajú MSP viac kapitálového financovania na svoj rozvoj. To predstavuje stimulačný účinok pomoci.

(183) Komisia dospela k záveru, že v súlade s bodom 5.2.3 usmernení o rizikovom kapitáli je opatrenie potrebné a poskytuje stimulačný účinok.

6.3.4. *Vyváženosť pomoci*

(184) Podľa bodu 5.2.4 usmernení o rizikovom kapitáli Komisia hodnotí vyváženosť pomoci. Komisia skúma, či pomoc neprekračuje rámec toho, čo je potrebné na stimulovanie vyššieho poskytovania rizikového kapitálu, a najmä či investori nie sú nadmerne kompenzovaní a straty neznáša úplne štátny sektor, kým výhody plynú iným investorom. Komisia môže ďalej dospieť k záveru, že obchodná verejná súťaž alebo verejná výzva pre investorov budú mať pozitívny vplyv na hodnotenie.

(185) Uskutoční sa verejná výzva pre investorov, aby používali Investbx, a informácie o Investbxe budú verejne dostupné všetkým investorom na internetovej stránke Investbxu. Pomoc nebude uzatvorená, ale zostane otvorená pre akýchkoľvek investorov.

(186) V porovnaní so schémami rizikového kapitálu, ktoré členské štáty bežne používajú na zmenšenie zlyhania trhu, výška použitého financovania z verejných zdrojov je veľmi obmedzená. Regionálne schémy rizikového kapitálu pre regióny podobnej veľkosti ako West Midlands zvyčajne vyžadujú oveľa vyššie sumy pomoci než s akými sa počíta pri tejto pomoci ([40]). Okrem toho Investbx samotný neposkytuje kapitál pre MSP. Toto opatrenie len zavádza nový druh trhu pre investície do MSP, ktorý uľahčuje transakcie medzi súkromnými stranami za trhových podmienok. V tomto zmysle sa Investbx zdá byť osobitne efektívny pri riešení zlyhania trhu.

([40]) Napríklad vec štátnej pomoci č. C 17/2004 – Spojené kráľovstvo („podnikové kapitálové fondy“), Ú. v. EÚ L 91, 29.3.2006, s. 16, a prípad štátnej pomoci č. C 72/2003 – Spojené kráľovstvo („Invest Northern Ireland Venture 2003“), Ú. v. EÚ L 236, 13.9.2005, s. 14.

(187) Veľkosť pomoci je vypočítaná tak, aby Investbx mohol získať úsporu z podnikania vo veľkom a nadobudnúť dostatočnú veľkosť, aby bol schopný dosiahnuť prah rentability po piatich rokoch. Maximálny limit pomoci je 3 mil. GBP. To sa bude vzťahovať len na rozdiel medzi perspektívnymi príjmami z činnosti Investbxu a nákladmi vynaloženými Investbxom v prvých piatich rokoch. Skutočná pomoc bude obmedzená na úroveň potrebnú na krytie potenciálnych strát. Ak Investbx dosiahne také výsledky, že pokryje svoje správne náklady pred vynaložením celej sumy pomoci, vráti zostávajúcu časť grantu späť do AWM.

(188) Komisia berie pozitívne na vedomie, že opatrenie je obmedzené na päť rokov. Po tomto období regionálny orgán, AWM, buď zatvorí Investbx, alebo predá jeho akcie v otvorenej a nediskriminujúcom obchodnej verejnej súťaži prístupnej pre každého účastníka trhu vrátane Ofexu. AWM dostane potom späť najmenej časť svojho celého grantu a potenciálne omnoho viac vo forme predajnej ceny Investbxu.

(189) Komisia dospela k záveru, že pomoc je obmedzená na potrebné minimum a je preto vyvážená.

6.3.5. *Narušenia hospodárskej súťaže a účinok na obchod majú byť obmedzené, aby pomoc nebola celkovo v neprospech verejného záujmu*

(190) Podľa bodu 5.3 usmernení o rizikovom kapitáli bude Komisia hodnotiť negatívne účinky opatrenia s cieľom porovnať ich s pozitívnymi účinkami. V nasledujúcich bodoch sa bude analyzovať možný účinok vytlačenia potenciálnych konkurentov a ďalšie negatívne účinky.

6.3.5.1. ***Potenciálni konkurenti a rozsah, v akom sa ich vytlačenie môže dotknúť***

(191) Základnou službou, ktorú poskytuje Investbx, je získavanie akciového kapitálu v pásme od 0,5 do 2 mil. GBP pre MSP. Pridružené služby poskytované Investbxom sú pomocné a ich hlavný účel je nasmerovanie kapitálu do MSP. Hoci existujú určité výhody investovania do MSP na miestnej úrovni, geografický trh pre tieto akciové tranže je najmenej celé Spojené kráľovstvo, keďže tie MSP, ktoré už dostali takéto finančné prostriedky, ich získali zo zdrojov so sídlom v iných častiach Spojeného kráľovstva, napríklad v Londýne. Hoci bol oznámený príklad prijatia finančných prostriedkov zo zahraničia ([41]), akciový kapitálový trh pre tranže od 0,5 do 2 mil. GBP má vo všeobecnosti sklon byť vnútroštátny.

([41]) V podkladoch, ktoré predložila University of Warwick, sa uvádzala prípadová štúdia, v ktorej MSP vo West Midlands získal kapitálové financovanie z Austrálie.

(192) V nasledujúcich bodoch sa budú preberať možné účinky pomoci na konkurentov. Medzi konkurentov, ktorí poskytujú alebo uľahčujú poskytovanie kapitálového financovania v pásme od 0,5 do 2 mil. GBP, by mohli patriť anjeli podnikania, investorovi rizikového kapitálu, makléri, alternatívne systémy obchodovania, ako aj štandardné burzy ako AIM a LSE.

(193) V porovnaní s financovaním anjelmi podnikania Investbx na jednej strane uľahčuje poskytovanie väčších súm akciového kapitálu a na druhej strane vyžaduje vyššiu úroveň sprístupňovania údajov a nezávislých štúdií ako anjeli podnikania. Hoci niektoré siete alebo bloky anjelov podnikania môžu poskytovať rovnaké sumy akciového kapitálu, ich súťaž s Investbxom môže byť v tomto prípade dosť obmedzená, pretože títo anjeli podnikania budú poskytovať akciový kapitál s nižšími nákladmi ako Investbx, keďže nevyžadujú rovnakú úroveň výskumu a sprístupňovania údajov. Anjeli podnikania by ďalej mohli mať prospech z pomoci aj investovaním prostredníctvom Investbxu. Komisia dostala z kruhov anjelov podnikania len pozitívne pripomienky.

(194) Súkromné fondy rizikového kapitálu, ako sa uvádza vyššie, sa sústreďujú najmä na väčšie obchody. Investbx uľahčí rast MSP, ktoré by mohli byť ďalej prevzaté fondmi rizikového kapitálu alebo investormi na vyšších etablovaných trhoch. Nemožno vylúčiť určitú mieru hospodárskej súťaže s tými fondmi, ktoré poskytujú malé sumy akciového kapitálu. Od zástupcov odvetvia rizikového kapitálu, a to Catapult Venture Managers Ltd. a Advantage Growth Fund, Komisia dostala len pozitívne pripomienky. Keďže hlavnou črtou Investbxu je získavať kapitál pre MSP od investorov a pôsobiť ako platforma pre obchodovanie, on sám neposkytuje finančné prostriedky obchodovaným spoločnostiam. Preto je s fondmi rizikového kapitálu v hospodárskej súťaži len vo veľmi obmedzenom rozsahu.

(195) Z kruhov maklérov dostala Komisia kritické pripomienky od JP Jenkins, ktorý tvrdí, že Investbx sa stane priamym konkurentom využívajúcim konkurenčnú výhodu z poskytnutej štátnej pomoci, čo by mohlo viesť k narušeniu hospodárskej súťaže, ktoré poškodí postavenie JP Jenkins. V súvislosti s tým Komisia berie na vedomie vyhlásenie orgánov Spojeného kráľovstva, že JP Jenkins uplatňuje odlišný obchodný model ako Investbx. JP Jenkins je maklér poskytujúci len služby vykonávania príkazov a tvorca trhu, ktorý páruje obchody s neregistrovanými a nekótovanými cennými papiermi mimo burzy. Pre tento trh ďalej neexistuje žiadna regulačná povinnosť. Spojené kráľovstvo preto konštatuje, že JP Jenkins nevykonáva funkciu získavania finančných prostriedkov pre MSP, čo je základný cieľ Investbxu. Tie isté argumenty platia pre činnosť ostatných maklérov poskytujúcich len služby

vykonávania príkazov. Pokiaľ ide o tvrdenia JP Jenkins, v každom prípade v júni 2006, pred odstránením možnosti prehľadávania podľa regiónov na jeho internetovej stránke, JP Jenkins obchodoval 157 spoločností, z ktorých len štyri spoločnosti boli z West Midlands. Komisia preto považuje potenciálny vplyv Investbxu na JP Jenkins prinajmenšom za veľmi obmedzený.

(196) Investbx plánuje vstúpiť na trh platforiem pre obchodovanie zameraných na kapitálové financovanie spoločností, ktoré nemožno kótovať na hlavnej burze v Spojenom kráľovstve. LSE sa nepovažuje za potenciálneho konkurenta Investbxu, keďže spoločnosti obchodované na týchto dvoch trhoch budú odlišné z hľadiska veľkosti a ďalších čŕt, ktoré požaduje LSE. Spoločnosť, ktorá sa chce zaregistrovať na LSE, musí predovšetkým spĺňať určité kritériá, napríklad 25 % akcií vlastnených vo verejných rukách, 3-ročné skúsenosti s obchodovaním a obežný kapitál na najmenej nasledujúcich 12 mesiacov alebo minimálna trhová kapitalizácia. AIM je ďalej menej vhodný na získavanie menších súm ako 2 mil. GBP, keďže priame náklady na získanie takejto sumy môžu predstavovať v priemere 20 – 26 % získaného akciového kapitálu. Neposkytuje malým a stredným podnikom rovnaké služby ako Investbx. MSP, ktoré potrebujú získať 2 mil. GBP, sú preto odrádzané od využitia AIM.

(197) Súčasné alternatívne systémy obchodovania, ako Ofex a The Share Centre, môžu tiež poskytovať primárne alebo sekundárne obchodovanie pre MSP. Pokiaľ ide o situáciu v oblasti hospodárskej súťaže na trhu ako celku, účinky Investbxu budú obmedzené len na jeden región Spojeného kráľovstva. V tomto regióne je poskytovanie a sprostredkovanie akciového kapitálu menej rozvinuté ako v Spojenom kráľovstve ako celku. Pokiaľ ide o možnú hospodársku súťaž, najmä s Ofexom, Komisia pripomína, že v súčasnosti len 5 % spoločností obchodovaných na Ofexe má sídlo vo West Midlands. Z tohto regiónu v rokoch 2000 až 2005 získalo prístup na Ofex spolu 10 spoločností. Zo spoločností registrovaných v súčasnosti získali od roku 2003 prístup len 2 spoločnosti. Ofex pôsobí celoštátne a zameriava sa na medzinárodný obchod a nemožno vylúčiť, že bude používať svoju zmodernizovanú platformu na obchodovanie významnejších objemov, ako aj akcií väčších spoločností, ktoré môžu byť kótované kdekoľvek. Okrem toho, ako uvádzajú orgány Spojeného kráľovstva, počas šiestich rokov 2000 až 2005 Ofex získal len 3,5 mil. GBP primárneho financovania pre 5 spoločností so sídlom vo West Midlands. V tom istom čase Ofex získal celkovo 43,3 mil. GBP primárneho financovania v pásme od 0,5 mil. GBP do 2 mil. GBP pre 39 spoločností v Spojenom kráľovstve. Narušenie hospodárskej súťaže z hľadiska objemu primárneho financovania a počtu MSP vo West Midlands, ktoré sa potenciálne presunú z Ofexu na Investbx, je preto veľmi obmedzené.

(198) Komisia zastáva názor, že nenastane žiadne narušenie hospodárskej súťaže, ak by Investbx nebol vôbec úspešný a nezískal by žiadny kapitál, a/alebo by neobchodoval žiadne MSP. V tom prípade by bola pomoc len neúčinná, ale nie narúšajúca.

(199) Na úrovni MSP, do ktorých sa investuje prostredníctvom Investbxu, je narušenie hospodárskej súťaže veľmi obmedzené. Ich výhoda je obmedzená na región West Midlands a na zlepšenie prístupu k finančným službám prostredníctvom integrácie služieb, ktoré by sa inak poskytovali za trhových podmienok, a získavania finančných prostriedkov od lokálne zainteresovaných investorov, pre ktorých musia v každom prípade zaplatiť zo získaných finančných prostriedkov 6 %. Prístup k Investbxu je ďalej otvorený pre MSP z West Midlands, ktoré spĺňajú stanovené pravidlá pre sprístupňovanie údajov a poskytnú nezávislú výskumnú štúdiu. Sú to súkromní investori, ktorí nakoniec rozhodnú, ktorý MSP má najvhodnejší podnikateľský plán pre investovanie.

6.3.5.2. *Ďalšie formy narušenia hospodárskej súťaže*

(200) Pokiaľ ide o ďalšie formy narušenia hospodárskej súťaže uvedené v bode 5.3.2 usmernení o rizikovom kapitáli, Komisia skúma, či opatrenie bude viesť k vytvoreniu významnej trhovej sily cieľových MSP, či bude mať účinok udržania neefektívnych firiem alebo sektorov nad vodou, účinok nadbytočnej ponuky financovania rizikovým kapitálom a či pomoc môže viesť k neefektívnemu rozdeleniu výrobných faktorov medzi regiónmi.

(201) Ako sa uvádza v hodnotení existencie pomoci na úrovni MSP, cieľové MSP získajú rizikový kapitál od súkromných investorov bez akéhokoľvek prvku pomoci. Jediná výhoda, ktorú dostanú, spočíva v prijatí služieb, ktoré nie sú inak dostupné na trhu. Z povahy tejto výhody vyplýva, že samotná nemôže viesť k vytvoreniu trhovej sily. Podobne súkromná povaha investičných rozhodnutí zabezpečí, že opatrenie nebude mať účinok udržania neefektívnych firiem alebo sektorov nad vodou alebo zmeny rozdelenia výrobných faktorov medzi regiónmi.

6.3.5.3. *Ďalšie faktory obmedzujúce účinok narušenia hospodárskej súťaže*

(202) Komisia zastáva názor, že 3 mil. GBP pomoci pre Investbx môže narušiť hospodársku súťaž, existujú však viaceré aspekty, ktoré obmedzujú ujmu, ktorá môže byť spôsobená konkurentom. Táto pomoc je obmedzené výškou poskytnutej pomoci, geograficky a časovo.

(203) Po prvé, pomoc pre Investbx bude prísne obmedzená na maximálne 3 mil. GBP. Táto výška pomoci sa nezvýši a obmedzuje sa na rámec potrebný na krytie potenciálnych strát v etape rozbiehania Investbxu.

(204) Po druhé, poskytuje služby len MSP so sídlom v regióne West Midlands, kým iné trhy, ako Ofex, poskytujú služby pre celé Spojené kráľovstvo, ako aj zahraničie. Preto akékoľvek potenciálne narúšajúce účinky budú obmedzené na malú časť etablovaných trhov.

(205) Po tretie, pomoc je obmedzená aj časovo, na päť rokov. Po tomto období AWM, buď predá svoje akcie Investbxu nediskriminujúcim postupom obchodnej verejnej súťaže súkromným investorom, alebo ukončí Investbx, čo zabráni možnému narušeniu. V prípade predaja akékoľvek nevyplatené finančné prostriedky z pôvodného grantu budú vyplatené späť v prospech AWM. Hoci Investbx nezahŕňa len začiatočnú investíciu, ale aj štartovacie náklady na päť rokov, Komisia považuje túto sumu za potrebnú. Keďže očakávaný počet nových MSP vstupujúcich na trh Investbxu za rok je obmedzený, je primerané predpokladať, že úspora z podnikania vo veľkom bude účinná a Investbx bude schopný dosiahnuť prah rentability, len ak počet obchodovaných MSP dosiahne určitú úroveň po niekoľkých rokoch.

(206) Ofex v dodatočných pripomienkach vyjadril obavu, že existuje riziko, že po období piatich rokov sa nenájde žiadny kupujúci Investbxu, takže spoločnosti, ktoré získali prístup na jeho platformu, stratia možnosť obchodovania a ich akcionári stratia schopnosť predať svoje akcie a zostanú „zablokovaní“. Orgány Spojeného kráľovstva potvrdili, že v prípade potenciálneho ukončenia Investbxu je The Share Centre povinné udržiavať svoju platformu, ktorú používa Investbx, a MSP budú mať možnosť používať ju za rovnakých podmienok, aké mali na Investbxe. Napriek tvrdeniam Ofexu budú mať akcionári možnosť ďalej obchodovať so svojimi akciami a nebudú zablokovaní.

(207) Po štvrté, opatrenie sa týka výlučne MSP v etape rozvojového financovania. Cieľom opatrenia je pritiahnuť viac MSP na akciový trh, ktoré na ňom v minulosti neboli činné, a tým vytvoriť nové investičné príležitosti. Orgány Spojeného kráľovstva sa ďalej zaviazali obmedziť veľkosť transakcií na maximálne 2 mil. GBP ročne, kým v platformách etablovaných trhov tento formálny maximálny limit neexistuje.

(208) Na záver, narušenie hospodárskej súťaže bolo obmedzené výberom hlavného poskytovateľa služieb v nediskriminujúcom konaní. Boli predložené len tri ponuky, z ktorých jednu predložil aj Ofex. Výber poskytovateľa služieb pre Investbx sa uskutočnil na základe rovnakých kritérií pre všetkých účastníkov. Ponuka The Share Centre bola najlepšia podľa kvalitatívnych kritérií, ako aj podľa ceny.

(209) „Výťahová funkcia“ Investbxu pre prijímateľov investícií, ktorí budú rásť, kým v neskoršej etape svojho rozvoja nesplnia podmienky vyšších etablovaných trhov, bude výhodná pre AIM. Obmedzenie veľkosti transakcií na 2 mil. GBP posilní túto výťahovú funkciu.

(210) Tento projekt už vyvolal široký záujem, keďže sa v budúcnosti môže použiť na riešenie potenciálnych miestnych zlyhaní trhu v iných regiónoch Európskeho spoločenstva, čo potvrdzujú pripomienky CEBRE a Regione Emilia-Romagna. Môže sa stať zaujímavou a nákladovo efektívnou možnosťou stimulácie trhu rizikového kapitálu a podpory MSP.

(211) Na úrovni investorov do cieľových MSP Komisia zastáva názor, že súkromné investície nie sú vytlačené ako dôsledok tejto pomoci, naopak, Investbx poskytne viac príležitostí súkromným investorom zlepšením ich prístupu k informáciám o MSP. Jeho cieľom je ďalej zameriavať sa na širokú verejnosť, nie na inštitucionálnych investorov.

(212) Nemožno však vylúčiť, že Investbx pritiahne aspoň časť spoločností, ktoré by sa inak snažili získať investície prostredníctvom iných trhov. Tento účinok však bude obmedzený na obmedzené obdobie maximálne piatich rokov a na región West Midlands, v ktorom nevyriešené zlyhanie trhu dokazuje, že súčasný potenciál tohto regiónu nie je dostatočne uspokojovaný službami iných trhov.

(213) Komisia dospela k záveru, že celkové negatívne účinky pomoci podľa bodu 5.3 usmernení o rizikovom kapitáli sú obmedzené.

6.3.6. *Reakcia Komisie na kritické pripomienky tretích strán*

(214) V nasledujúcich bodoch Komisia rekapituluje svoje argumenty, ktorými oponuje pripomienky predložené tretími stranami.

(215) Pokiaľ ide o fragmentáciu likvidity, Investbx obmedzuje svoje služby na MSP z West Midlands, ktoré sa snažia získať akciový kapitál v pásme 0,5 až 2 mil. GBP. V tomto konkrétnom segmente môže pritiahnuť len malú časť prijímateľov investícií, ktorí využívajú iné trhy. Pokiaľ ide o investorov, pritiahne len tých, ktorí majú záujem investovať vo West Midlands. Možné nebezpečenstvo fragmentácie likvidity, ktorá je prítomná na existujúcich trhoch, je preto veľmi obmedzené. Na druhej strane bude Investbx prispievať k združovaniu likvidity prostredníctvom koncentrácie viacerých cenných papierov a transakcií na organizovaných aukciách, z ktorých väčšina by sa na pokladničnom trhu inak obchodovala len oddelene.

(216) Investbx bude spĺňať regulačné požiadavky a požiadavky na sprístupňovanie údajov príslušné pre alternatívny systém obchodovania. Bude ho monitorovať The Share Centre, firma regulovaná FSA, ako sa vysvetľuje v opise.

(217) Pokiaľ ide o údajné narušenie hospodárskej súťaže spôsobujúce nevýhodu pre JP Jenkins, Komisia konštatuje, že JP Jenkins má odlišný podnikateľský model. JP Jenkins obchoduje neregistrované spoločnosti alebo spoločnosti, ktoré boli vyradené z registrácie na Ofexe, AIM alebo LSE. Je to maklér poskytujúci len služby vykonávania príkazov a tvorca trhu. Spojené kráľovstvo uvádza, že hoci sa pre každú spoločnosť, ktorú JP Jenkins obchoduje, môže vykazovať dvojitá cena, nemusí mať nutne k dispozícii akcie na nákup alebo predaj, ale snaží sa spárovať kupujúcich a predávajúcich. V každom prípade v júni 2006 obchodoval JP Jenkins podľa svojich internetových stránok len 4 spoločnosti z West Midlands zo svojich 157 obchodovaných spoločností. Komisia preto zastáva názor, že potenciálny účinok Investbxu na JP Jenkins je veľmi obmedzený.

(218) Pokiaľ ide o tvrdenie Ofexu, že Komisia zakladá svoje predbežné hodnotenie na informáciách, ktoré sú neúplné, zastarané a nezhodujúce sa so skutočnosťou akciového trhu Spojeného kráľovstva, Komisia uvádza, že zakladá svoje hodnotenie na najnovších dostupných údajoch a štúdiách, najmä na správach BVCA o investičnej aktivite za roky 2003, 2004 a 2005, analýzach BVCA z merania výsledkov investícií do verejne neobchodovateľných akcií a investícií rizikového kapitálu za roky 2003, 2004 a 2005, správach Ministerstva financií Spojeného kráľovstva a na ďalších zdrojoch uvádzaných v tomto rozhodnutí. Ofex ani ďalšie zainteresované strany neposkytli žiadne protichodné ani novšie štúdie alebo údaje.

(219) Ofex tvrdí, že neexistujú dôkazy o MSP, ktoré nemajú dostatok informácií, ako získať prístup ku kapitálovému financovaniu, o neschopnosti westmidlandských spoločností so životaschopným podnikateľským plánom získať akciový kapitál a o investoroch, ktorí nemajú informácie o prijímateľoch investícií. Po prvé, v správe Deloitte Zlepšovanie prístupu k financovaniu malých a stredných podnikov ([42]), založenej na prieskumoch medzi maklérmi sa stanovuje, že všeobecné znalosti a informovanosť MSP o možnostiach financovania sú slabé. Z konzultácií sa zistilo, že slabá investičná pripravenosť je hlavnou prekážkou prístupu k financiám v regióne West Midlands. Investičná pripravenosť zahŕňa podnikateľský prístup k financiám, kvalitu podnikateľských dokumentov a všeobecnú investovateľnosť do projektu. Po druhé, orgány Spojeného kráľovstva vykonali prieskum, z ktorého vyplýva, že najmenej 10 MSP z West Midlands ročne by sa mohlo dostať na Investbx. Poskytli ďalej vyhlásenia investora rizikového kapitálu, že fondy rizikového kapitálu zamietnu množstvo MSP so životaschopným podnikateľským plánom, ktoré by boli vhodné pre Investbx. Po tretie, v poskytnutých štúdiách sa nedostatok spoľahlivých informácií pre investorov uvádza ako jeden z dôvodov existencie zlyhania trhu. ([43])

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

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

(220) Pokiaľ ide o pochybnosti o komerčnej potrebe Investbxu, Komisia konštatuje, že Spojené kráľovstvo predložilo výsledky prieskumu vykonaného v roku 2003 medzi 21 firmami odborných poradcov, v ktorom sa ich pýtalo, koľko spoločností ročne vstúpi podľa nich na Investbx. Výsledok bol, že 13 z 20 firiem uviedlo, že predpokladá vstup jednej až šiestich spoločností ročne. Keď zohľadníme, že neboli kontaktovaní všetci odborní poradcovia aktívni vo West Midlands, Komisia súhlasí, že odhad vstupu piatich až dvanástich spoločností ročne na Investbx možno považovať za konzervatívny. Ďalej v inom prieskume vykonanom v roku 2003 medzi zástupcami regionálnych podnikateľských kruhov sa 88 % zo 41 respondentov domnievalo, že etablované kapitálové trhy nespĺňajú požiadavky MSP na financovanie. V tom istom prieskume sa 68 % domnievalo, že Ofex sa málo využíval ako zdroj kapitálu pre MSP. Hoci Ofex tvrdí, že od roku 2003 sa reštrukturalizoval a zaviedol regionálneho manažéra, v roku 2004 a 2005 len jedna spoločnosť z West Midlands bola novo zaregistrovaná na Ofexe. Nesúlad medzi potenciálnym dopytom a mierou, v akej ho uspokojuje Ofex alebo akékoľvek iné etablované trhy, naznačuje, že Investbx je potrebný.

(221) Ofex tvrdí, že Investbx nesmie z dôvodu regulácie poskytovať viac informácií o obchodných perspektívach prijímateľov investícií, ako informácie, ktoré sú dostupné na Ofexe a AIM. Podľa orgánov Spojeného kráľovstva však Investbx smie a bude sprístupňovať všetkým investorom nezávislý výskum o MSP, ktorý v súčasnosti nie je predpokladom vstupu na etablované trhy. Pokiaľ ide o ochranu investorov, orgány Spojeného kráľovstva uviedli, že Investbx, ako vymenovaný zástupca firmy The Share Centre regulovanej prostredníctvom FSA, bude podliehať požiadavkám stanoveným v Zákone o finančných službách a trhoch z roku 2000 a že The Share Centre zabezpečí, aby Investbx vykonával príslušné overené postupy uvedené v Kódexe obchodných postupov FSA.

(222) Pokiaľ ide o náklady transakcií, orgány Spojeného kráľovstva tvrdia, že Investbx zabezpečí poskytovanie výskumných a prezentačných služieb v priemere na výrazne nižšej úrovni nákladov a súčasne odstráni rozpätie tvorcu trhu medzi cenou ponuky nákupu a ponuky predaja.

(223) Ak po piatich rokoch Investbx nebude ekonomicky životaschopný a nebude sa dať predať, ukončí sa jeho činnosť. Spoločnosti registrované v tom čase na Investbxe sa však môžu rozhodnúť nechať sa prevziať firmou The Share Centre, ktorá bude garantovať investorom a prijímateľom investícií bezpečnú kontinuitu obchodovania na platforme pri tých istých poplatkoch a iných podmienkach, aké boli ponúknuté pri postupe výberu na

poskytovanie služieb pre Investbx. Tento mechanizmus sa zaviedol s cieľom zabrániť obave zo zablokovania investícií ku koncu päťročného obdobia podpory.

(224) Pokiaľ ide o argument, že aukčný systém je menej vhodný na obchodovanie akcií MSP, Komisia konštatuje, že oba systémy poskytujú odlišné výhody. Kým systém tvorcu trhu poskytuje možnosť obchodovať v ktoromkoľvek čase, aukčný systém odstraňuje cenové rozpätie. Orgány Spojeného kráľovstva ďalej vyhlásili, že cieľom Investbxu bude pritiahnuť investorov s dlhodobou perspektívou, ktorí budú prikladať menšiu dôležitosť schopnosti obchodovať so svojimi akciami denne. V každom prípade nie je úlohou Komisie určiť, ktorý systém je vhodnejší. Komisia len konštatuje, že Investbx môže prispieť k zmierneniu zlyhania trhu.

(225) Podľa Ofexu výťahovú funkciu plne pokrýva Ofex, AIM a oficiálny denný záznam cien na burze. Komisia konštatuje, že cieľom Investbxu je prispievať k prekonaniu prvého kroku na tomto rebríčku k AIM pre MSP so sídlom vo West Midlands. V zozname, ktorý poskytol Ofex, zo spoločností, ktoré prešli z Ofexu na AIM počas uplynulých troch rokov, len jedna spoločnosť bola z West Midlands. Keď sa vezme do úvahy, že AIM je rýchlo rastúci trh, Komisia predpokladá, že v každom prípade bude pre Investbx existovať priestor na doplnenie úsilia Ofexu priviesť nové spoločnosti na AIM.

(226) Komisia však uznáva, že skutočne existuje riziko, že ciele Investbxu, či je to získavanie kapitálu pre MSP alebo slúženie ako krok k vyšším kapitálovým trhom, sa nemusia dosiahnuť. Takéto riziko je prirodzene prítomné v pilotnom projekte. Je to dôvod, prečo súkromní investori neboli ochotní investovať do tohto projektu a prečo sa využíva stimul štátnej pomoci.

(227) Ofex má pravdu, že pomoc nie je predovšetkým orientovaná na pokrytie podnikateľských nákladov MSP, ktoré sa majú financovať, ale na štartovacie náklady Investbxu. Prijímatelia investícií budú dostávať kapitálové financovanie od súkromných investorov za trhových podmienok. Pomoc je nasmerovaná výlučne na trh, ktorý budú pomáhať zvyšovať efektívnosť smerovania finančných prostriedkov.

(228) Pokiaľ ide o stimulačný účinok, pomoc umožňuje zriadiť regionálny alternatívny systém obchodovania s dodatočnými službami, ktorý poskytuje aj nový kanál distribúcie informácií týkajúcich sa investícií investorom a MSP, ktoré prijímajú investície. Pomoc preto poskytuje stimul na vznik Investbxu a jeho nasmerovanie na zlyhanie trhu.

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

(230) Pokiaľ ide o obavu Ofexu, že Investbx vytlačí súkromné investície do existujúcich alebo potenciálnych obchodných trhov, Komisia nevylučuje túto možnosť v obmedzenej miere, ale pripomína, že činnosť Investbxu je obmedzená na MSP vo West Midlands, ktoré chcú získať akciový kapitál do 2 mil. GBP. V tomto segmente sú iné Komisii známe trhy aktívne len vo veľmi obmedzenej miere. Najmä Ofex registruje len 7 spoločností z West Midlands zo svojich 180 kótovaných spoločností. Ak Investbx nebude úspešný, bude to znamenať, že jeho obrat je príliš malý na dosiahnutie zisku, a nemožno predpokladať, že akokoľvek ovplyvní postavenie jeho konkurentov. Ak na druhej strane Investbx bude úspešný, AWM ho po piatich rokoch predá súkromným investorom v obchodnej verejnej súťaži, a tak pritiahne viac súkromných investícií do trhu pre tento druh finančných služieb. V každom prípade to budú súkromní investori, ktorí zhodnotia, ktorý druh trhu poskytuje lepšie služby, je inovačnejší a poskytuje väčšie možnosti návratnosti ich investícií. Na jednej strane je pravda, že počas prvých piatich rokov Investbx nebude musieť platiť štátnemu investorovi žiadne dividendy. Investbx bude počas prvých piatich rokov účtovať za svoje služby také ceny, aby sa prah rentability dosiahol po piatich rokoch. Z hľadiska jeho predaja je však jeho konečným cieľom stať sa ziskovým podnikom, ktorý bude musieť prinášať zisk, keď sa predá. Ofex tvrdí, že Investbx môže brzdiť inováciu na finančnom trhu. Spôsob, akým bude Investbx fungovať, však sám osobe predstavuje výraznú inováciu. Predstavuje vlastne kombináciu viacerých inovačných prvkov.

6.4. **Vyváženosť a záver**

(231) Komisia potvrdzuje, že vytvorenie Investbxu predstavuje pomoc nasmerovanú na odstránenie zlyhania trhu a bude mať stimulačný účinok na získavanie akciového kapitálu pre MSP.

(232) Komisia sa domnieva, že výška pomoci 3 mil. GBP pre Investbx je vyvážená. Existujú viaceré aspekty, ktoré obmedzujú ujmu, ktorá môže byť spôsobená konkurentom. Toto opatrenie je obmedzené geograficky, časovo a z hľadiska cieľových prijímateľov investícií.

(233) Komisia prišla na základe uvedených úvah k záveru, že pomoc prispieva k prekonaniu zlyhania trhu a umožňuje vytvorenie regionálnej platformy pre obchodovanie s akciami, ktorá bude uľahčovať kapitálové financovanie MSP, pričom nebude mať negatívny účinok na podmienky obchodovania v neprospech verejného záujmu. Pomoc pre Investbx je preto podľa usmernení o rizikovom kapitáli zlučiteľná so spoločným trhom.

(*) Dôverné informácie.

6.5. **Zhrnutie**

(234) Orgány Spojeného kráľovstva poskytli záväzok, že grant pre Investbx nebude kumulovaný so žiadnou ďalšou štátnou pomocou na úrovni Investbxu. Pokiaľ ide o pomoc pre cieľové MSP, výhodou, ktorú môžu získať z tejto pomoci, je prístup k službám Investbxu, ktorý by inak buď nemali, alebo nie za tých istých podmienok. Budú dostávať akciový kapitál, ktorý neobsahuje žiadny prvok pomoci, z výhradne súkromných zdrojov. Prvok pomoci nie je prítomný v investíciách do vlastného kapitálu, preto pravidlá oddielu 6 usmernení o rizikovom kapitáli, ktoré zabraňujú kumulácii rizikového kapitálu, pre ktorý sa získala štátna pomoc, s inými opatreniami pomoci, sa nevzťahujú na MSP, ktoré využívajú Investbx.

7. **MONITOROVANIE**

(235) So zreteľom na inovačnú povahu, zložitosť a potenciál opatrenia pomoci, ktorá sa má uplatňovať v ďalších regiónoch Európskych spoločenstiev s cieľom prispievať k riešeniu zlyhania trhu na regionálnej úrovni, Komisia chce monitorovať účinky a úspešnosť pomoci pre Investbx. Orgány Spojeného kráľovstva predložia v ročnej správe týkajúcej sa tejto pomoci počet MSP, pre ktoré sa získal kapitál, a objem kapitálu získaného pre každý MSP, aby Komisia mohla vyhodnotiť, či pomoc skutočne primerane rieši zlyhanie trhu pod 2 mil. GBP. Na to, aby Komisia bola schopná vyhodnotiť účinky na strane ponuky, orgány Spojeného kráľovstva budú rovnako predkladať aj objem získaného investičného kapitálu podľa druhov investorov. Na účel merania rentability opatrenia a monitorovania využívania štátnych zdrojov predložia orgány Spojeného kráľovstva účtovnú závierku Investbxu. Na konci piateho roka po zriadení Investbxu Spojené kráľovstvo bude informovať Komisiu, či Investbx bol úspešne predaný súkromným investorom v obchodnej verejnej súťaži, alebo či ukončil činnosť,

PRIJALA TOTO ROZHODNUTIE:

Článok 1

Pomoc, ktorú má Spojené kráľovstvo v úmysle poskytnúť vo forme grantu 3 mil. GBP v prospech Investbxu, je zlučiteľná so spoločným trhom v zmysle článku 87 ods. 3 písm. c) zmluvy.

Vykonávanie pomoci sa preto povoľuje.

Článok 2

Spojené kráľovstvo predloží každoročnú správu o vykonávaní pomoci, ktorá bude obsahovať tieto prvky:

— počet MSP, pre ktoré sa získal kapitál,

— objem kapitálu získaného pre každý MSP,

— objem získaného investičného kapitálu podľa druhov investorov a

— účtovnú závierku.

Spojené kráľovstvo na konci piateho roka po zriadení Investbxu bude informovať Komisiu, či Investbx bol úspešne predaný súkromným investorom vo verejnom otvorenej a nediskriminujúcej obchodnej verejnej súťaži, alebo či ukončil činnosť.

Článok 3

Toto rozhodnutie je určené Spojenému kráľovstvu Veľkej Británie a Severného Írska.

V Bruseli 20. decembra 2006

Za Komisiu

Neelie KROES

členka Komisie