II

(Akti, sprejeti v skladu s Pogodbo ES/Pogodbo Euratom, katerih objava ni obvezna)

ODLOČBE/SKLEPI

KOMISIJA

ODLOČBA KOMISIJE

z dne 20. decembra 2006

o pomoči za „Investbx“ C 36/2005, ki jo namerava izvajati Združeno kraljestvo

(notificirano pod dokumentarno številko C(2006) 5808)

(Besedilo v angleškem jeziku je edino verodostojno)

(Besedilo velja za EGP)

(2008/126/ES)

KOMISIJA EVROPSKIH SKUPNOSTI JE –

ob upoštevanju Pogodbe o ustanovitvi Evropske skupnosti in zlasti prvega pododstavka člena 88(2) Pogodbe,

ob upoštevanju Sporazuma o Evropskem gospodarskem prostoru in zlasti člena 62(1)(a) Sporazuma,

po pozivu vsem zainteresiranim strankam, naj predložijo svoje pripombe v skladu z navedenimi členi ([1]), in ob upoštevanju teh pripomb,

ob upoštevanju naslednjega:

1. POSTOPEK

(1) Z dopisom z dne 26. julija 2005, ki ga je Komisija evidentirala 28. julija 2005, je Združeno kraljestvo obvestilo Komisijo o omenjenem ukrepu pomoči v skladu s členom 88(3) Pogodbe ES.

(2) Komisija je 19. avgusta 2005 zaprosila za dodatne informacije, na podlagi česar so se 8. septembra 2005 sestali predstavniki Združenega kraljestva in Komisije. Na tem sestanku so predstavniki Združenega kraljestva predstavili dodatne informacije.

(3) Komisija je 26. septembra 2005 prejela pritožbo podjetja PLUS Markets Group plc (prej Ofex Holdings plc) (v nadaljevanju „Ofex“).

(4) Z dopisom z dne 20. oktobra 2005 je Komisija obvestila Združeno kraljestvo, da se je odločila, da bo v zvezi z ukrepom sprožila postopek, določen v členu 88(2) Pogodbe ES.

(5) Z dopisom z dne 11. novembra 2005 je Komisija zainteresirani stranki Ofex poslala svojo odločitev o sprožitvi postopka, določenega v členu 88(2) Pogodbe ES.

(6) Odločitev Komisije o sprožitvi postopka je bila objavljena v *Uradnem listu Evropske unije* ([2]). Komisija je pozvala zainteresirane stranke, naj predložijo svoje pripombe.

(7) Z dopisom z dne 21. novembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala istega dne, je Združeno kraljestvo predložilo odgovor na odločitev Komisije o sprožitvi postopka.

(8) Pripombe je predložilo 20 zainteresiranih strank:

(a) The Share Centre z dopisom z dne 10. novembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 23. novembra 2005;

([1]) UL C 288, 19.11.2005, str. 13.

([2]) Glej opombo 1.

(b) Ofex z dopisom z dne 25. novembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala istega dne, in dopisom z dne 15. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala naslednjega dne;

(c) Mazars z dopisom z dne 24. novembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 5. decembra 2005;

(d) Sir Albert Bore z dopisom z dne 30. novembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 6. decembra 2005;

(e) Quoted Companies Alliance z dopisom z dne 16. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala istega dne;

(f) Hembury Associates Ltd z dopisom z dne 16. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 19. decembra 2005;

(g) Hamilton Pratt z dopisom z dne 13. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 19. decembra 2005;

(h) Regione Emilia-Romagna z dopisom z dne 15. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 20. decembra 2005;

(i) JP Jenkins z dopisom z dne 13. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 20. decembra 2005;

(j) Aston Science Park z dopisom z dne 14. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 22. decembra 2005;

(k) Robert Huggins Associates z dopisom z dne 13. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 22. decembra 2005;

(l) Catapult Venture Managers z dopisom z dne 12. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 22. decembra 2005;

(m) EEF West Midlands z dopisom z dne 14. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 23. decembra 2005;

(n) Ofex z dopisom z dne 19. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 23. decembra 2005;

(o) CEBRE z dopisom z dne 16. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 23. decembra 2005;

(p) West Midlands Business Council (Poslovni svet regije West Midlands) z dopisom z dne 22. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 3. januarja 2006;

(q) Birmingham Forward z dopisom z dne 19. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 3. januarja 2006;

(r) Confederation of West Midlands Chambers of Commerce (Zveza gospodarskih zbornic regije West Midlands) z dopisom z dne 20. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 3. januarja 2006;

(s) Advantage Growth Fund z dopisom z dne 5. januarja 2006, ki ga je Komisija evidentirala 10. januarja 2006;

(t) University of Warwick (Univerza v Warwicku) z dopisom z dne 16. decembra 2005, ki ga je Komisija evidentirala 16. januarja 2006.

(9) Predstavniki Ofexa so predstavili svoje stališče na sestanku s Komisijo 16. decembra 2005.

(10) Z dopisi z dne 22. decembra 2005, 13. januarja 2006 in 19. januarja 2006 je Komisija predložila pripombe zainteresiranih strank Združenemu kraljestvu in mu dala možnost odgovora.

(11) Organi Združenega kraljestva so dne 30. januarja 2006 predstavili pojasnila na sestanku med organi Združenega kraljestva in Komisijo. Komisija je zaprosila za dodatne informacije.

(12) Te informacije in tudi mnenje Združenega kraljestva o pripombah tretjih strank je Komisija prejela z dopisom z dne 3. februarja 2006, ki ga je Komisija evidentirala istega dne, in dopisom z dne 7. februarja, ki ga je Komisija evidentirala 10. februarja 2006.

(13) Z dopisoma z dne 15. februarja 2006 in 6. aprila 2006 je Komisija zaprosila Združeno kraljestvo za dodatne informacije. Združeno kraljestvo je te informacije predložilo z dopisom z dne 2. marca 2006, ki ga je Komisija evidentirala naslednjega dne, in dopisom z dne 7. aprila 2006, ki ga je Komisija evidentirala 12. aprila 2006.

(14) Združeno kraljestvo je predložilo dodatne informacije z dopisom z dne 3. maja 2006, ki ga je Komisija evidentirala 11. maja 2006.

(15) V elektronskem sporočilu in dopisu z dne 25. maja 2006, ki sta vsebovala enake informacije ter ki ju je Komisija evidentirala 29. oziroma 30. maja 2006, je Ofex trdil, da je Advantage West Midlands (v nadaljevanju „AWM“) izvajal pripravljalne ukrepe v odnosu do Investbx, in zaprosil Komisijo, naj odloži sprejetje odločbe do takrat, ko bo Ofex lahko predložil dodatne informacije. Z elektronskim sporočilom z dne 31. maja 2006, evidentiranim istega dne, je Ofex zaprosil, naj ga o odločbi obvestijo, preden bo sprejeta, in da jo prejme, preden bo objavljena. Z elektronskim sporočilom z dne 9. junija 2006, ki ga je Komisija evidentirala istega dne, in z dopisom z dne 9. junija 2006, ki ga je Komisija evidentirala 13. junija 2006, je Ofex ponovno zaprosil, naj se odloži sprejetje odločbe.

(16) Z dvema elektronskima sporočiloma z dne 4. julija 2006, ki ju je Komisija evidentirala 6. julija 2006, je Združeno kraljestvo Komisiji predložilo dodatne informacije.

(17) Z elektronskim sporočilom z dne 12. maja 2006, ki ga je Komisija evidentirala 13. maja 2006, je Ofex obvestil Komisijo, da je spletna stran Investbxa javno dostopna.

(18) V dopisu z dne 26. julija 2006, ki ga je Komisija evidentirala 1. avgusta 2006, se je Angelbourse predstavil kot sistem trgovanja za manjše gospodarske družbe in trdil, da Investbx pomeni nelojalno konkurenco. Ta dopis je bil prejet več kot sedem mesecev po roku za oddajo pripomb zainteresiranih strank in njegove trditve niso bile utemeljene, zato ga Komisija ni upoštevala.

(19) Z elektronskimi sporočili z dne 3. avgusta 2006, ki jih je Komisija evidentirala istega dne, je Ofex Komisijo obvestil o obstoju in dejavnostih Angelboursa.

(20) Z dopisom z dne 7. avgusta 2006 je Komisija zaprosila Združeno kraljestvo za dodatne informacije.

(21) Z elektronskimi sporočili z dne 23. oktobra 2005, ki jih je Komisija evidentirala istega dne, je Združeno kraljestvo predložilo odgovor na zahtevo Komisije.

2. PODROBEN OPIS UKREPA

(22) Na podlagi informacij, ki jih je predložilo Združeno kraljestvo, Komisija povzema opis priglašenega ukrepa, kot sledi:

2.1. Cilj Investbxa

(23) Glavni cilj ukrepa je ustvariti sredstva za mala in srednja podjetja ([3]) v fazi širitve ([4]) (v nadaljevanju „MSP“) v regiji West Midlands v Združenem kraljestvu, da bi se povečalo financiranje vrzeli lastniških sredstev ([5]). Povezal bo MSP-je, izvajalce storitev in vlagatelje, da bi tako gospodarskim družbam olajšal zbiranje denarja z vzpostavitvijo praktičnega foruma za izdajanje in izmenjavo novih delnic. Investbx bo tudi zagotavljal in olajševal izvajanje storitev MSP-jem po tržnih cenah, da bi se povečala njihova sposobnost zbiranja sredstev.

(24) Namen ukrepa je premagati tržno pomanjkljivost z zagotavljanjem financiranja lastniških sredstev v višini od 0,5 do 2,0 milijona GBP za MSP-je v regiji West Midlands. Organi Združenega kraljestva so izjavili, da bo zgornja meja zbiranja sredstev znašala 2 milijona GBP letno v začetni petletni fazi, da bi se ukrep osredotočil na odpravljanje tržne pomanjkljivosti pri zbiranju sredstev MPS-jev. Skrbi pa jih dejstvo, da se tržna pomanjkljivost sčasoma spreminja, ker se zasebni lastniški kapital vse bolj pretaka v projekte večjega obsega. Poročilo združenja britanske industrije ([6]) ocenjuje tržno pomanjkljivost v višini med 0,25 in 3 milijoni GPB. Zgornja meja v višini 2 milijonov GBP bi zato lahko po mnenju organov Združenega kraljestva sčasoma ustvarila resnične ovire za uspeh projekta Investbx, saj bi izključila določene MSP-je, ki bi morda potrebovali višjo raven naložb. Če se bo izkazalo, da je tako, bo AWM zbral dokaze in spremembo sporočil Komisiji ter jo prosil za povišanje zgornje meje.

(25) Cilj Investbxa je zagotoviti povezavo med zasebnimi vlagatelji, vključno s poslovnimi angeli in imetniki tveganega kapitala, ki jim bo omogočil dodatno možnost izstopa, ter starejšimi in bolj uveljavljenimi trgi. Investbx bo pripravil subjekte, v katere se lahko vlaga, za kotiranje na starejših in bolj uveljavljenih trgih, in sicer alternativnem investicijskem trgu (Alternative Investment Market) in londonski borzi (London Stock Exchange).

2.2. Pravna podlaga ukrepa

(26) Pravna podlaga ukrepa je Regional Development Agencies Act (Zakon o regionalnih razvojnih agencijah) iz leta 1998 ([7]), oddelek 5.

2.3. Proračun in trajanje

(27) Regionalna razvojna agencija za West Midlands (West Midlands Regional Development Agency) („AWM“), ki je vladni organ, bo Investbxu dodelila finančna sredstva v višini največ 3 milijonov GBP za obdobje največ petih let. Znesek je lahko nižji in/ali obdobje je lahko krajše, če projekt postane samozadosten. Investbx bo to subvencijo uporabil za pokrivanje naložb in drugih zagonskih stroškov, ki se morda ne bodo pokrili s prihodki iz dejavnosti. Investbx bo subvencijo uporabil v skladu s finančnim načrtom, ki predvideva povečevanje števila MSP-jev, ki bodo koristili storitve Investbx v začetnem petletnem obdobju (do konca petletnega obdobja naj bi jih bilo skupaj 47), ter povečanje ustvarjanja prihodkov in zmanjšanje uporabe subvencije za pokrivanje izgube, dokler Investbx ne doseže pokritosti stroškov, kar se bo zgodilo najpozneje v petih letih.

([3]) Opredelitev je skladna s Priporočilom Komisije z dne 6. maja 2003 o opredelitvi mikro, malih in srednje velikih podjetij (UL L 124, 20.5.2003, str. 36).

([4]) MSP-ji v fazi širitve so MSP-ji, kot so opredeljeni pod točko 2.2(h) Smernic o rizičnem kapitalu (Smernice Skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja, UL C 194, 18.8.2006, str. 2).

([5]) Financiranje vrzeli lastniških sredstev se nanaša na naložbe v vrzeli lastniških sredstev, ki se gibljejo med 0,5 in 2 milijonoma GBP.

([6]) Confederation of British Industry: „*Improving access to finance – Enabling the enterprise revolution*“ (julij 2006).

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

(28) Del subvencije naj bi se po načrtih uporabil kot rezerva. Po tem obdobju bo Investbx vrnil preostala neuporabljena sredstva AWM, ta pa bo bodisi prodal delnice Investbxa na trgu na podlagi javnega in nediskriminacijskega razpisa ali pa ga zaprl.

2.4. **Prejemnik pomoči**

(29) Neposredni prejemnik pomoči je Investbx. Investbx bo prejel do 3 milijone GBP kot subvencijo od AWM. Vsi presežki Investbxa se bodo ponovno vložili v Investbx v korist regionalnemu gospodarstvu, kar je skladno s poslanstvom AWM. AWM bo obdržal močan vpliv nad Investbxom.

(30) Investbx bo družba z omejeno odgovornostjo. Status družbe bo Investbxu omogočil, da sklepa pogodbe v svojem imenu. Status pravne osebe, ki je ločena od AWM, mu bo omogočil morebiten prenos družbe v prihodnosti. Če bo Investbx uspešen, bo prodan in bo postal zasebna družba. V tistem trenutku se bodo vsa neporavnana sredstva iz prvotne subvencije vrnila AWM.

(31) Investbx bo imel skupino 6 do 8 vodilnih delavcev, ki bodo odgovorni za izpolnjevanje poslovnega načrta. V zunanjem izvršnem odboru bodo strokovnjaki iz regije West Midlands, ki bodo posebej imenovani na podlagi znanja in izkušenj pri delu z MSP-ji in ciljnimi vlagatelji.

2.5. **Trenutni trg v Združenem kraljestvu**

(32) Po trditvah Združenega kraljestva na tradicionalnem trgu kupovanja in prodaje delnic v Združenem kraljestvu prevladuje londonska borza, ki se ukvarja predvsem s trgovanjem z velikimi delnicami na svetovnem trgu. MSP-ji so vse bolj izključeni, ker se daje prednost delnicam velikih podjetij z največjo boniteto.

(33) Združeno kraljestvo navaja, da je londonska borza poskusila popraviti ta položaj z uvedbo alternativnega investicijskega trga leta 1995. Ta deluje kot sekundarni trg, katerega cilj so nova in manjša podjetja. Za članstvo niso potrebni minimalna doba poslovanja, minimalna sredstva ali raven dobička, minimalna kapitalizacija ali minimalna prosta prodaja delnic.

(34) Združeno kraljestvo navaja, da zunaj pristojnosti londonske borze in alternativnega investicijskega trga deluje sistem trgovanja Ofex, ki ga ureja Uprava Združenega kraljestva za finančne storitve (Financial Service Authority) (v nadaljevanju „FSA“). Cilj tega sistema je zagotoviti stroškovno učinkovitejši in manj s predpisi omejen način trgovanja, kot je alternativni investicijski trg.

(35) V Združenem kraljestvu je veliko izvajalcev storitev, ki trgujejo z delnicami, ki ne kotirajo na borzi, ali zbirajo lastniški kapital, kot so The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins ali Investor Champions.

(36) Kljub navedenemu razvoju dogodkov Združeno kraljestvo trdi, da je še vedno prisotna dolgoročna tržna pomanjkljivost na področju naložb v lastniške instrumente v MSP-je s sedeži v regijah zunaj jugovzhoda države, kot je na primer West Midlands. West Midlands ima eno od najnižjih ravni gospodarskih družb, katerih delnice kotirajo na borzi, in skupne tržne kapitalizacije. AWM je vprašal Ofex, ali bi lahko odpravil tržno pomanjkljivost v regiji West Midlands, ker bi v tem primeru opustil projekt Investbx. Vendar pa Ofex ni odgovoril.

2.6. **Dejavnosti Investbxa in njegovo oblikovanje cen**

(37) Po navedbah organov Združenega kraljestva je Investbx popolnoma nov ukrep brez precedenčnega primera. Medtem ko je cilj tradicionalnih skladov tveganega kapitala povečati dotok lastniškega kapitala, želi Investbx izboljšati učinkovitost kroženja informacij o gospodarskih družbah, v katere se lahko vlaga. Investbx bo sprožil oblikovanje učinkovitega lokalnega trga lastniških vrednostnih papirjev, tako da bo povezoval gospodarske družbe z vlagatelji, jim ponujal izvedljivo, preprosto in stroškovno učinkovito rešitev za zbiranje kapitala, trgoval z njihovimi delnicami in predstavljal njihove dejavnosti. Ta sistem trgovanja se bo razlikoval od tradicionalnih trgov vrednostnih papirjev (to je londonska borza skupaj s svojim alternativnim investicijskim trgom) in tudi od sistema Ofex, ker bo deloval prek vidnega spletnega elektronskega borznega trga s samodejnim sklepanjem poslov po enotni ceni in z naložbami prek spletne platforme, namenjene zgolj izvršitvi naročila. V nasprotju s tradicionalnimi trgi se bodo take spletne avkcije izvajale le nekajkrat na mesec. Investbx bo hkrati tudi spodbujal dolgoročni vidik naložb in dajal prednost glavnemu cilju zbiranja denarja za MSP-je v skupnosti namesto možnosti pogostega trgovanja z delnicami, kot to zagotavljajo obstoječi trgi s sedežem v Londonu. Skladno s tem bo imel Investbx tri ločene vloge: zbiranje sredstev ali primarno financiranje, povezovanje podpornih storitev za MSP-je in zagotavljanje sekundarne platforme za trgovanje z delnicami na podlagi avkcije, ko so te sprejete v trgovanje.

(38) Gospodarskim družbam, ki želijo povečati financiranje vrzeli lastniških sredstev, bodo pomagali lokalni finančni in pravni svetovalci ter skupina Investbxa s sedežem v regiji West Midlands.

(39) Platforma za trgovanje bo delovala na spletnem portalu Investbxa (www.investbx.com), ki bo vseboval tudi sklop celostnih storitev in bo dostopen 24 ur na dan 7 dni v tednu ter bo posebej namenjen zadovoljevanju potreb MSP-jev, katerih delnice kotirajo ali ne kotirajo na borzi.

(40) Investbx ne bo zagotavljal denarne podpore za MSP-je. Prav tako ne bo neposredno zagotavljal denarne podpore ali jamstev vlagateljem ali subjektom, v katere se lahko vlaga. Vse lastniško financiranje bodo zagotavljali tržni vlagatelji zasebnim ciljnim subjektom, v katere se lahko vlaga. Naloga Investbxa je samo olajšati transakcije med zasebnimi akterji na trgu.

2.6.1. *Zbiranje sredstev*

(41) Investbx bo pomagal zbirati sredstva MSP-jev. Tržil bo primerne MSP-je v regiji svetovalcem, ki iščejo MSP-je, v katere bi se lahko vlagalo. Zbiranje sredstev, ki se imenuje tudi primarno financiranje, bo zajemalo prodajo delnic, ki so jih na novo izdali ciljni MSP-ji, neposredno zainteresiranim vlagateljem ob pomoči Investbxa. Organi Združenega kraljestva so izjavili, da bo v začetni petletni fazi zgornja meja zbiranja sredstev znašala 2 milijona GBP na leto in na MSP.

(42) Po mnenju strokovnih svetovalcev, ki pomagajo MSP-jem pri zbiranju sredstev in s katerimi so bila opravljena posvetovanja med celotnim procesom načrtovanja projekta Investbx, obstaja v regiji West Midlands možnost financiranja več kot 10 MSP-jev na leto na podlagi, ki je predvidena za Investbx. V skladu z njegovim finančnim načrtom bi v prvih petih letih obstoja zbral najmanj 70 milijonov GBP za najmanj 47 gospodarskih družb.

(43) MSP-jem se bo zaračunavala provizija v višini 6 % od zbranih sredstev. Ta provizija je bila določena na podlagi finančnega modela na način, ki naj bi omogočil Investbxu, da doseže pokritost stroškov v obdobju petih let od sporazuma o dodelitvi sredstev. Poleg tega je bila ocenjena s primerjalno analizo provizij glede na obstoječe študije primerov za zbiranje sredstev. Ta je pokazala, da je višina 6 % več, kot zahtevajo nekateri drugi izvajalci. Vendar pa organi Združenega kraljestva navajajo tudi, da ima taka primerjalna analiza omejeno vrednost, ker glede na edinstveno naravo Investbxa ni mogoče najti ustreznih primerjav. Investbx se bo razlikoval od vseh obstoječih izvajalcev storitev zbiranja sredstev v regiji West Midlands. Zato se zdi primerno, da bo lahko Investbx zaračunaval provizijo v višini 6 %, to je vsaj toliko, kolikor zaračunavajo obstoječi podjetniški svetovalci.

2.6.2. *Povezovanje podpornih storitev za MSP-je*

(44) Organi Združenega kraljestva navajajo, da bo Investbx povezal različne izvajalce storitev, ki bodo pomagali MSP-jem pri zbiranju sredstev ter v obdobju, ko se bo trgovalo z njihovimi delnicami. Investbx bo zagotovil koordinatorja transakcij za vsak MSP, ki se odloči zbrati sredstva prek Investbx. Varna zmogljivost za skupni dostop do dokumentov na spletni strani Investbxa bo vsebovala vse vzorčne dokumente, ki jih bo MSP potreboval pri zbiranju sredstev in pridruževanju platformi za trgovanje. Ti vzorci so bili razviti skupaj z lokalno strokovno skupnostjo in poenostavljeni tako, da bi bili primerni in stroškovno učinkoviti za MSP-je.

(45) Investbx bo ocenil vsak MSP, ki želi zbrati sredstva prek Investbx. To bo zajemalo oceno možnosti MSP-ja, da privabi vlagatelje za primarno financiranje, in preveritev, ali je skrben pregled poslovanja pokazal na kakršna koli dejstva, ki bi lahko govorila proti vključitvi. Na podlagi pozitivne ocene bo skupina Investbxa navezala stik z vlagatelji in združenji partnerjev ([8]), ki imajo lahko številne lastne vlagatelje, ki želijo sodelovati v novi izdaji delnic.

(46) Med zbiranjem sredstev bo Investbx zagotavljal storitve raziskovanja in trženja po tržni ceni, ki jih bo naročal pri zunanjih izvajalcih. Investbx bo hranil seznam neodvisnih finančnih svetovalcev, pravnih svetovalcev, računovodij, svetovalcev za odnose z javnostjo na področju financ in neodvisnih izvajalcev raziskav, ki imajo ustrezne izkušnje in z zakonom predpisana dovoljenja ter od katerih lahko MSP-ji izberejo katere koli storitve, ki jih potrebujejo pri zbiranju sredstev.

(47) Za vse MSP-je, ki se vključijo v Investbx, bo objavljena neodvisna raziskava. Investbx bo na svoji spletni strani objavil predstavitev vsakega MPS-ja, ki bo vsebovala povzetek informacij iz celotnega dokumenta o vključitvi, dokument o vključitvi in neodvisno raziskavo in bo na voljo vsem morebitnim vlagateljem ali finančnim svetovalcem. Neodvisna raziskava bo vsebovala kvantitativne in kvalitativne podrobne in poglobljene informacije o določeni gospodarski družbi. Taka vrsta raziskave je navadno na voljo le upraviteljem institucionalnih skladov. Taki podatki se po navadi pripravijo le za večje količine delnic in so na voljo le institucionalnim vlagateljem. Raziskava bo vsebovala tudi podrobno razlago za vsako poslovno področje.

(48) MSP-ji bodo plačali vse honorarje za svetovalce, ki jim bodo pomagali pri vključevanju v Investbx. Posamezni honorarji se bodo zaračunali po tržnih cenah, ki jih zaračunavajo zasebni izvajalci borznih poslov, ki ne prejemajo nobenih finančnih koristi od Investbxa.

2.6.3. *Sekundarno trgovanje*

(49) Investbx bo zagotavljal tudi spletno platformo za trgovanje na sekundarnem trgu na podlagi naročil, ki bo temeljila na avkciji. Namen te platforme je zagotoviti likvidnost delnic gospodarskih družb, potem ko zberejo sredstva na primarnem trgu in se vključijo v trgovanje v okviru Investbxa.

([8]) Združenje partnerjev je skupina vlagateljev, ki nastopa skupaj pri naložbi v gospodarsko družbo.

(50) Trg na podlagi naročil se opira na lastnike delnic v MSP-jih, ki so se prijavili, da želijo prodati nekaj svojega poslovnega deleža, in so razkrili ceno, ki bi jo bili pripravljeni sprejeti. Zainteresirani kupci delnic v MSP-jih bodo tudi prijavili svoj interes skupaj s ceno, ki so jo pripravljeni plačati za delnice.

(51) Kupci in prodajalci lahko vidijo vsa povpraševanja in ponudbe za delnice v MSP-jih na spletni strani Investbxa 24 ur na dan 7 dni v tednu ter lahko spremenijo svoja naročila najpozneje eno uro pred začetkom avkcije. Pogostost avkcij določi gospodarska družba na podlagi pokazanega interesa pri trgovanju z njenimi delnicami in so lahko tedenske ali mesečne. Po mnenju organov Združenega kraljestva to spodbuja dolgoročni vidik vlaganja v MSP-je, ker delnic ni mogoče takoj kupiti in prodati.

(52) Pri sistemu na podlagi avkcije se delnice prodajajo neposredno med posameznimi vlagatelji s samodejnim sklepanjem poslov po enotni ceni. Tako se odpravi marža ustvarjalcev trga, to je razlika med ponudbeno in prodajno ceno v običajnem sistemu ustvarjalcev trga, ki temelji na kotaciji (londonska borza, alternativni investicijski trg in Ofex so uveljavljeni trgi, ki temeljijo na ustvarjalcih trga, kot je razloženo v nadaljevanju; v nadaljevanju „uveljavljeni trgi“). Ta razlika je praviloma višja pri delnicah, s katerimi se trguje manj pogosto in v manjših količinah. Po navedbah organov Združenega kraljestva je najvišji cenovni razpon pri Ofexu znašal do 75 %, povprečni cenovni razpon delnic šestih podjetij s sedežem v regiji West Midlands, s katerimi se je trgovalo na Ofexu v zadnjih 12 mesecih pred septembrom 2006, pa je znašal 16 %.

(53) Investbx bo drage in zapletene naloge, povezane z regulacijo in trgovanjem, naročal pri zunanjem podjetju, ki ga odobri FSA. The Share Centre, ki je eno od takih podjetij, je bilo imenovano kot prednostni ponudnik za to vlogo na podlagi nediskriminacijskega razpisnega postopka, objavljenega v *Uradnem listu Evropske unije*. Naloge podjetja The Share Centre bodo zajemale: odobritev FSA in povezano skladnost; zagotavljanje spletnega proizvoda za borzno posredovanje; sprejemanje poslov zastopanja (zbiranje denarja od vlagateljev, ki se prijavijo za novo izdajo delnic), upravljanje sistema notranje delitve delnic med zaposlene, zagotavljanje sistema trgovanja in izvajanje občasnih avkcij.

(54) Organi Združenega kraljestva so potrdili, da bodo provizije, ki jih bo Investbx zaračunaval MSP-jem, v katere se lahko vlaga, in vlagateljem za storitve, povezane s sekundarnim trgovanjem, enake tržnim cenam, ki jih zaračunava The Share Centre posameznim gospodarskim družbam. Investbx bo imel dobiček od popusta podjetja The Share Centre.

2.7. **Posredni prejemniki**

(55) Celotno primarno in sekundarno trgovanje prek Investbxa se bo odvijalo med zasebnimi akterji na trgu, vlagatelji in subjekti, v katere se lahko vlaga, ki imajo lahko le posredno korist od ukrepa.

2.7.1. *Vlagatelji*

(56) Glede na težnjo institucionalnih vlagateljev, da vlagajo v večje poslovne transakcije, organi Združenega kraljestva menijo, da ti vlagatelji ne bodo zainteresirani za uporabo Investbxa. Investbx zato pričakuje, da bo sredstva zbiral predvsem od posameznih zasebnih vlagateljev, vključno s posamezniki z velikim čistim premoženjem. Investbx se bo usmeril predvsem, vendar ne izključno, na vlagatelje iz regije West Midlands, ker organi Združenega kraljestva menijo, da bodo ti najverjetneje vlagali v ciljne MSP-je s sedežem v tej regiji.

(57) Stike z vlagatelji lahko naveže neposredno Investbx ali pa posredniki ali združenja partnerjev. Nikakor pa vlagatelji ne bodo izključeni iz Investbxa ali prikrajšani zaradi njegove uporabe, ne glede na to, od kod so oziroma ali so institucionalni ali posamezni zasebni vlagatelji.

(58) Posamezni zasebni vlagatelji bodo lahko sodelovali v primarnem financiranju pri zbiranju sredstev ter imeli dostop do predstavitve in neodvisne raziskave o subjektih, v katere se lahko vlaga. Po trditvah organov Združenega kraljestva te priložnosti navadno pridobijo institucionalni vlagatelji. Vsi vlagatelji se bodo lahko prijavili za novo izdajo delnic neposredno prek spletne strani ali finančnih posrednikov.

2.7.2. *MSP-ji, v katere se lahko vlaga*

(59) Pravico do uporabe Investbxa imajo le tisti MSP-ji iz regije West Midlands, ki imajo izvedljiv poslovni načrt in poslujejo vsaj dve leti ter potrebujejo „kapital za širitev“ ([9]). Investbx lahko izjemoma upošteva tudi MSP, ki še ne posluje dve leti, če je ta MSP prejel naložbo od imetnika tveganega kapitala, medtem ko je razvijal svoje proizvode ali storitve. Organi Združenega kraljestva so potrdili, da MSP-ji ne bodo zbrali več kot 2 milijona GBP letno in ne bodo prekoračili faze kapitala za širitev, kot je opredeljeno v točki 2.2(h) Smernic Skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja (v nadaljevanju „Smernice o rizičnem kapitalu“) ([10]).

([9]) Kot je opredeljeno v Smernicah Skupnosti o državnih pomočeh za spodbujanje naložb rizičnega kapitala v mala in srednje velika podjetja, UL C 194, 18.8.2006, str. 2.

([10]) UL C 194, 18.8.2006, str. 2.

(60) Da bi se zagotovila zaščita vlagateljev, morajo gospodarske družbe, ki se vključijo v Investbx, izpolniti vrsto zakonodajnih zahtev in zahtev po javnosti podatkov v skladu s predpisom FSA.

2.8. **Razpisni postopek za izvajalca storitev za ukrep**

(61) The Share Centre, ki je glavni izvajalec storitev za Investbx, je bil izbran na podlagi nediskriminacijskega razpisnega postopka, objavljenega v *Uradnem listu Evropske unije* ([11]). Uradne ponudbe so oddala tri podjetja: Ofex, Univits in The Share Centre. Skupina treh neodvisnih strokovnih svetovalcev in treh notranjih ocenjevalcev AWM je pregledala izbor na podlagi 18 razpisnih meril. Na podlagi teh meril je ponudba Univits dobila najmanj točk. Prvi najboljši ponudnik, The Share Centre, in drugi najboljši ponudnik, Ofex, sta bila povabljena na razgovor. The Share Centre je bil ocenjen s precej več točkami kot Ofex in je bil po navedbah organov Združenega kraljestva zato izbran kot prednostni ponudnik.

(62) Zaradi tehnične zapletenosti projekta in pomena vloge izvajalca borznih poslov za uspeh podjetja je bila naročena dodatna neodvisna ocena obeh finalistov, ki pa je tudi pokazala, da je The Share Centre boljši ponudnik.

(63) Po navedbah organov Združenega kraljestva so bile vse stranke februarja 2004 obveščene o odločitvi. Ofex je zaprosil za pojasnilo, zakaj ni bil izbran, in to mu je bilo ustrezno posredovano. Sledila ni nobena uradna pritožba ali sodno izpodbijanje.

2.9. **Primerjava med Investbxom in Ofexom**

(64) Na podlagi informacij, ki so jih predložili organi Združenega kraljestva in na katere zainteresirane stranke niso dale pripomb, se lahko ugotovijo naslednje razlike med Investbxom in Ofexom:

INVESTBX	OFEX
Geografsko območje delovanja	
samo MSP-ji iz regije West Midlands	nacionalno in mednarodno
namenska skupina 6–8 oseb s sedežem v regiji West Midlands	1 vodja za razvoj podjetništva s sedežem v Londonu, ki pokriva vseh 9 regij Združenega kraljestva
Ciljni trg	
samo MSP-ji v fazi širitve	gospodarske družbe vseh velikosti
do 2 milijonov GBP letno	ni omejitve
Storitve, ki se zagotavljajo	
Glavni cilj je zbiranje primarnega kapitala za MSP-je	Trg za primarno in sekundarno trgovanje; borzni posredniki zbirajo denar
Izvedba neodvisne raziskave je predpogoj za vključitev	Ni nobene take zahteve
Platforma za trgovanje na podlagi naročil, občasne avkcije s samodejnim sklepanjem poslov po enotni ceni	Trg, ki temelji na kotaciji; trgovanje v realnem času, pri katerem se nakupna in prodajna cena razlikujeta, kar ustvarja cenovni razpon
Zakonodajno okolje	
Investbx bo pooblaščeni predstavnik podjetja The Share Centre, ki izvaja alternativni sistem trgovanja (Alternative Trading System)	Ofex je trenutno alternativni sistem trgovanja, ki ga je neposredno odobril FSA

3. **RAZLOGI ZA SPROŽITEV POSTOPKA**

(65) Komisija v svoji odločitvi o sprožitvi postopka opredeli pomoč za Investbx. Poleg tega najavi tudi dodatno preverjanje morebitne pomoči vlagateljem in MSP-jem.

(66) V navedeni odločitvi Komisija navaja, da ukrep ne spada v področje sporočila o rizičnem kapitalu ([12]), čeprav je njegov cilj premostiti vrzel lastniških sredstev. Ker Investbx ne zagotavlja tveganega kapitala MSP-jem, se ne more obravnavati kot sklad tveganega kapitala. Namen ukrepa je vzpostaviti infrastrukturo za borzni sistem za vlagatelje in MSP-je. Subvencija za Investbx ne izpolnjuje pogojev, da bi bila opredeljena kot pomoč v skladu s smernicami o regionalni pomoči. Prav tako se nanjo ne nanašajo nobeni drugi predpisi, okviri ali smernice o državni pomoči. Zato Komisija v odločitvi o sprožitvi postopka navaja, da bi lahko ocena pomoči za Investbx temeljila neposredno na členu 87(3)(c) Pogodbe ES. Skladno s tem mora obstajati natančno opredeljena tržna pomanjkljivost, instrument pomoči mora biti usmerjen v tržno pomanjkljivost, skupni interes pa mora prevladati nad izkrivljanjem konkurence in vplivom na trgovino.

([11]) UL S 206, 25.10.2003, št. 186003.

([12]) UL C 235, 21.8.2001, str. 3.

(67) Komisija v odločitvi o sprožitvi postopka izraža dvome o združljivosti ukrepa, še posebej pa dvomi, ali tržna pomanjkljivost v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP, ki je bila ugotovljena v Odločbi Komisije o shemi pomoči „*Podjetniški skladi kapitala*“ ([13]), še vedno velja v Združenem kraljestvu in zlasti v regiji West Midlands.

(68) Na koncu želi Komisija še dodatno proučiti razlike med Investbxom in tradicionalnimi trgi, zlasti Ofexom. Napoveduje preiskavo vsake konkurence z londonsko borzo, alternativnim investicijskim trgom in Ofexom ter s tistimi, ki zagotavljajo dolžniško financiranje. Namen tega je preveriti, ali sta izkrivljanje konkurence in vpliv na trgovino dovolj omejena, da se zagotovi, da ukrep pomoči ne prevladuje nad skupnim interesom.

(69) Komisija se lahko šele po proučitvi pripomb tretjih strank odloči, ali je ukrep, ki ga predlaga Združeno kraljestvo, usmerjen v natančno opredeljeno tržno pomanjkljivost ter ali vpliva na konkurenco in pogoje trgovanja v obsegu, ki je v nasprotju s skupnim interesom.

4. **PRIPOMBE ZAINTERESIRANIH STRANK**

(70) Komisija je prejela pripombe od 20 zainteresiranih strank v skladu s členom 20(2) Uredbe Sveta (ES) št. 659/1999 ([14]). Od teh 20 zainteresiranih strank jih je 17 podprlo ukrep Investbx. Podporo so izrazila podjetja iz regije West Midlands, strokovna skupnost in imetniki tveganega kapitala, podjetniške organizacije iz regije West Midlands, univerze in akademski strokovnjaki iz regije West Midlands, borzni posredniki iz regije West Midlands ter še ena evropska regija. Poleg Ofexa sta negativne pripombe na ukrep Investbx predstavila tudi JP Jenkins Stockbrokers in Quoted Companies Alliance.

4.1. **Pozitivne pripombe**

(71) Večina od 17 strank, ki so predstavile pozitivne pripombe, je potrdila obstoj tržne pomanjkljivosti v zagotavljanju lastniškega kapitala v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP, ena od njih pa je trdila, da tržna pomanjkljivost obsega do 3 milijone GBP. Po njihovih trditvah naj bi tržna pomanjkljivost obstajala na strani povpraševanja in na strani ponudbe ter da je ne morejo rešiti niti poslovni angeli, ki zagotavljajo nižje zneske, ali zasebni skladi tveganega kapitala, ki se osredotočajo na večje poslovne transakcije, niti uveljavljeni trgi, kot sta alternativni investicijski trg ali Ofex, ki sta po trditvah strank usmerjena na londonsko in jugovzhodno regijo in ju ne zanima razvoj lokalnega trga v regiji West Midlands. MSP-ji, ki uporabljajo obstoječe platforme, imajo težave zaradi majhnega zanimanja vlagateljev, ker so zneski transakcij razmeroma majhni in je posledično manj MSP-jev zajetih v raziskave. Po trditvah več strank je Investbx koristen in potreben za premagovanje tržne pomanjkljivosti ter se lahko uporablja kot most do starejših in bolj uveljavljenih trgov. Z zagotavljanjem možnosti izstopa bo vzbudil zanimanje poslovnih angelov.

(72) Več strank je ponovno potrdilo potrebo po lokalnem trgu, ki se bo osredotočil na tržno pomanjkljivost, ki so jo povzročili večji izvajalci, in ki bo imel korist zaradi lokalnega znanja, strokovnih izkušenj in osebnih mrež. Nekatere stranke navajajo, da je državna pomoč potrebna, ker zagotavljanje lastniškega kapitala samo iz zasebnega sektorja na lokalni ravni ne deluje. Študija primera, ki jo je predložila Univerza v Warwicku, omenja primer MSP-ja, ki se je moral zaradi vrzeli v financiranju v regiji West Midlands in visokih stroškov vstopa na sedanje trge obrniti na avstralski trg, da bi zbral lastniški kapital za rast. V pripombah stranke trdijo, da za vlagatelje ni ekonomsko upravičeno redno obiskovati druge regije, da bi iskali in spremljali poslovne transakcije, zato bo Investbx izboljšal razmere, ker bo sredstva zbiral predvsem od lokalnih vlagateljev, zlasti od posameznikov z velikim čistim premoženjem. Investbx je pohvaljen kot inovativen in stroškovno učinkovit projekt, ki ima možnost pomagati MSP-jem, da postanejo konkurenčni, in izboljšati razmere v regiji West Midlands po vrsti gospodarskih šokov, kot je bil na primer razpad družbe MG Rover.

(73) Stranke iz drugih držav članic so izrazile podporo projektu Investbx in verjamejo, da bo to postal pilotni projekt, ki bi lahko pomenil izkušnje in dobro prakso za druge regije Evropskih skupnosti.

4.2. **Negativne pripombe**

(74) Quoted Companies Alliance (v nadaljevanju „QCA“) trdi, da bi lokalna borza oslabila likvidnost drugih trgov in da „*preprosto ne razumejo, kako bi lahko majhna lokalna borza izpolnila te [obsežne predpise] brez ogromnih subvencij davkoplačevalcev*“.

(75) JP Jenkins, neodvisen borzni posrednik, ki zgolj izvršuje naročila, specializiran za samodejno sklepanje poslov z delnicami, trdi, da bo Investbx njegov neposredni konkurent ter da bo državna pomoč izkrivila konkurenco in škodila njegovemu položaju.

(76) Glavni svetovalec pri Ofexu Jamie Whitehorn meni, da je predstavitev Združenega kraljestva, v kateri so opredeljeni razlogi za domnevno tržno pomanjkljivost ter njen razpon

([13]) Odločba Komisije C(2005)1144, UL L 91, 29.3.2006, str. 16.

([14]) Uredba Sveta (ES) št. 659/1999 z dne 22. marca 1999 o določitvi podrobnih pravil za uporabo člena 93 Pogodbe ES, UL L 83, 27.3.1999, str. 1.

od 0,5 do 2 milijonov GBP, nepravilna in nedokazana. Glede nepopolnih informacij na strani povpraševanja in ponudbe meni, da ni dokazov, prvič, o pomanjkanju informacij za MSP-je o dostopu do lastniškega financiranja, drugič, o nezmožnosti gospodarskih družb iz regije West Midlands z izvedljivimi poslovnimi načrti, da bi zbrale lastniški kapital prek Ofexa ali alternativnega investicijskega trga, in tretjič, da vlagatelji nimajo *„ustreznih in zanesljivih informacij o potencialnih subjektih, v katere se lahko vlaga“*.

(77) Po navedbah Ofexa in QCA trenutno MSP-jem, ki želijo zbrati lastniška sredstva, storitve ponujajo Ofex, alternativni investicijski trg, JP Jenkins Limited, mreže borznih posrednikov in vlagatelji z dopisnih seznamov. Poleg tega se lastniški kapital lahko zbere z uporabo registra *„vlagateljev, ki izpolnjujejo pogoje“*, ki ga vodi Financial Services Authority.

(78) Ofex je izrazil zaskrbljenost, ker so nekatere informacije, na katerih temelji predhodna ocena Komisije, nepopolne, zastarele in/ali v neskladju z načinom, kako trg lastniških vrednostnih papirjev Združenega kraljestva deluje v praksi.

(79) Ofex meni, da so študije, ki jih je predložilo Združeno kraljestvo v zvezi s Podjetniškimi skladi kapitala, na katere se sklicuje Komisija, zastarele, kar zadeva storitve, ki jih zagotavlja Ofex. V zadnjih dveh letih se je trg Ofexa korenito izboljšal. To se izraža v povečanem številu vključitev MSP-jev v Ofex v letu 2005 v primerjavi z letom 2004, pri čemer so bila vsa zbiranja sredstev pod 2 milijonoma GBP.

(80) Čeprav se predvideva obstoj tržne pomanjkljivosti, Ofex trdi, da Investbx ne bi rešil osnovnih težav. Investbx ne more odpraviti pomanjkanja informacij, ker zaradi zakonodajnih ovir ne bi mogel zagotoviti več informacij, kot jih je trenutno na voljo pri Ofexu ali alternativnem investicijskem trgu. Stroški transakcije, in sicer honorarji za strokovno delo in stroški skrbnega pregleda poslovanja, so enaki na vseh trgih, ter provizija, ki jo zaračunavata Ofex in alternativni investicijski trg, zajemata le majhen delež celotnih stroškov zbiranja lastniškega kapitala.

(81) Ofex meni, da ukrep ni ustrezen instrument, ker bi platforma za trgovanje, če bi jo zaprli v petih letih, izginila ter bi se stik med MSP-jem in njegovimi delničarji izgubil. Posledično bi bili vlagatelji lahko priklenjeni, kar bi povzročilo negotovost ob iztekanju petletnega obdobja.

(82) Ofex trdi tudi, da ima sistem, ki temelji na avkciji, določene omejitve, zaradi katerih je manj primeren za trgovanje v primerjavi s sistemi, ki temeljijo na ustvarjalcih trga. Prvič, za realizacijo prodaje bi bilo potrebno dvojno sovpadanje med prodajalcem in kupcem ob določenem času. Drugič, tak sistem ne bo ustvaril zadostne intenzivnosti naročil za zanesljivo obveščanje vlagateljev o cenah delnic. Pri sistemih, ki temeljijo na ustvarjalcih trga, pa se poslovne transakcije lahko sklepajo kadar koli.

(83) Ofex trdi, da funkcijo tekočih stopnic v celoti zagotavljajo Ofex, alternativni investicijski trg in londonska borza. Po njegovem mnenju napovedani cilj premostitve ugotovljene tržne pomanjkljivosti za MSP-je bodisi ne bi bil dosežen ali/in že obstaja več konkurenčnih možnosti na trgu, ki ponujajo primerljive načine za zbiranje lastniškega kapitala.

(84) Ofex tudi trdi, da je predlagana državna pomoč usmerjena na stroške poslovanja Investbxa, namesto na stroške za MSP-je. Predlagana pomoč prav tako ne bo koristila potencialnim vlagateljem v MSP-je niti MSP-jem, ki želijo zbrati sredstva, temveč Investbxu kot posredniku, prek katerega se ukrepi izvajajo. Ofex kot pomembno dejstvo navaja, da se predlagani instrument domnevno ne izvaja prek mehanizma, ki ga priznava sporočilo o rizičnem kapitalu.

(85) Ofex trdi, da predlagana pomoč ne bo imela domnevnega spodbujevalnega učinka. Če gospodarske družbe želijo zbrati sredstva in menijo, da bi to lahko najbolje dosegle prek sistema trgovanja z delnicami, so taki trgi že na voljo. Gospodarske družbe v regiji Midlands so že izkoristile te sisteme.

(86) Nato Ofex na podlagi poročila finančnega ministrstva (HM Treasury) z naslovom *„Bridging the Finance Gap“* (Premostitev finančne vrzeli; december 2003) trdi, da na vlagatelje ne vpliva zemljepisna lega, temveč sama poslovna ponudba.

(87) Ofex trdi, da imajo na njegovi platformi vlagatelji dostop do novih izdaj delnic MSP-jev in se zanje prijavijo. Glede na delež gospodarskih družb, ki zbirajo sredstva v višini manj kot 2 milijona GBP prek Ofexa, bo Investbx njegova neposredna konkurenca namesto dopolnitev. Ofex je zaskrbljen tudi, ker bi Investbx lahko „izrinil“ druge izvajalce zaradi državne pomoči, ki bi mu bila zagotovljena, saj bi druge morebitne vlagatelje odvrnil od zagotavljanja dodatnega kapitala drugim obstoječim ali potencialnim trgom za trgovanje z delnicami. To je po njihovih trditvah zato, ker bi dodelitev državne pomoči pomenila, da Investbx ne bi imel potrebe po ustvarjanju dobička, kar bi mu omogočilo, da sprejme model dohodkov samo za pokrivanje dodatnih stroškov, ki jih državna pomoč ne pokriva. Po drugi strani pa njegove konkurente (kot je Ofex) financirajo vlagatelji iz zasebnega sektorja, ki pričakujejo finančno donosnost, in taki konkurenti bi zato morali doseči zadostno razliko v ceni, da bi ustvarili dobiček. Po njihovih trditvah bi lahko Investbx dejansko oviral inovativnost na finančnih trgih. Z državno pomočjo podprta platforma, ki ne deluje po načelu dobička, po njihovem mnenju ne bo imela enake gospodarske nujnosti za izboljšanje ali uvedbo novih storitev v korist strank.

(88) V povzetku Ofex trdi, da predlagani ukrep ne more šteti za ukrep, ki je v skupnem interesu.

5. PRIPOMBE ZDRUŽENEGA KRALJESTVA

5.1. Pripombe k odločitvi o sprožitvi postopka

(89) Organi Združenega kraljestva v svojih pripombah k odločitvi o sprožitvi postopka trdijo, da celotna domneva v zvezi z Investbxom temelji na obstoju natančno opredeljene tržne pomanjkljivosti pri zagotavljanju lastniškega financiranja v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP v regiji West Midlands. Čeprav je bilo ustanovljenih več javno podprtih skladov tveganega kapitala, je še vedno premalo financiranja za MSP-je. Organi Združenega kraljestva poudarjajo, da vsi razpoložljivi dokazi kažejo, da zasebni sektor ne bo odpravil tržne pomanjkljivosti, zato se lahko ta težava reši le s spodbujanjem trga z javno intervencijo.

(90) Da bi se odpravila tržna pomanjkljivost, naj bi Investbx deloval kot regionalni katalizator, ki bi povezoval MSP-je in vlagatelje prek spletne borze delnic, ki bi jo dopolnjeval sklop dodatnih storitev, namenjenih zbiranju sredstev za MSP-je. Kolikor je organom Združenega kraljestva znano, v Skupnosti trenutno ne obstaja nič podobnega Investbxu. Gre za inovativen in edinstven pilotni projekt, ki ponuja možne koristi vsem regijam v Skupnosti, saj jim omogoča, da opazujejo njegov napredek pri odpravljanju tržne pomanjkljivosti in proučijo, ali so take regionalne spletne borze trajnostne in ali pomagajo regionalnemu gospodarstvu.

(91) Organi Združenega kraljestva trdijo, da je AWM za delovanje trga Investbx javno izbral The Share Centre na podlagi razpisnega postopka, objavljenega v *Uradnem listu Evropske unije*. Navajajo tudi, da je Ofex podprl projekt pred in neposredno po tem, ko ni bil izbran za vodenje Investbxa. Po njihovih trditvah je bil razpisni postopek izveden objektivno in v nobeni fazi ni bilo dvomov o poštenosti postopka.

(92) Organi Združenega kraljestva menijo, da bo Investbx privabil novo vrsto vlagateljev in kot tak ne bo tekmoval za sredstva z Ofexom. Investbx bo deloval kot odskočna deska do starejših trgov in ne kot konkurent.

(93) Organi Združenega kraljestva navajajo, da izboljšane storitve za vlagatelje, kot so navedene v odločitvi o sprožitvi postopka, trenutno niso na voljo. Zato ne bo možnosti, da bi prišlo do izkrivljanja konkurence. Organi Združenega kraljestva navajajo, da bo Investbx omogočil javni dostop do nove izdaje delnic, kar je v nasprotju s prakso starejših trgov, kjer so nove izdaje delnic navadno na voljo le nekaj institucijam.

(94) Organi Združenega kraljestva potrjujejo, da bo imel Investbx dvojno vlogo (ker bo deloval kot forum za povezane razprave in ker bo izvajal dejavnosti trgovanja), česar pa trenutno ne izpolnjuje niti Ofex niti nobena druga organizacija. Struktura Investbxa je bila izbrana, ker zagotavlja učinkovit nadzor Investbxa s strani AWM ter jamči, da nobena korist od sredstev ne bo prešla v roke tretjih strank in da se bodo vse koristi, ki izhajajo iz prodaje Investbxa, na koncu povrnile AWM, če se naložba izkaže za uspešno.

(95) Poslovni načrt za Investbx predvideva, da se bodo v obdobju petih let v regiji West Midlands zbrala sredstva za primarno financiranje najmanj 47 MSP-jev v višini najmanj 70 milijonov GBP. V primerjavi z Ofexom so organi Združenega kraljestva v svojem dopisu z dne 21 novembra 2005 sklenili naslednje:

Raven Združenega kraljestva

— V petih letih od leta 2000 je bilo prek Ofexa zbranih le za 43,3 milijona GBP sredstev za primarno financiranje v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP za 39 podjetij s sedežem po vsem Združenem kraljestvu.

— Če se od vseh zbranih sredstev odšteje sekundarno financiranje, gospodarske družbe prek Ofexa zberejo le skromne zneske v okviru primarnih izdaj.

Regija West Midlands

— 10 gospodarskih družb s sedežem v regiji West Midlands, ki kotirajo na Ofexu, pomeni le 7 % celotnega števila gospodarskih družb na Ofexu (november 2005).

— Če se upoštevajo le gospodarske družbe s sedežem v regiji West Midlands, je bilo v petletnem obdobju med letoma 2001 in 2005 prek Ofexa zbranih za skupaj 12 milijonov GBP sredstev (za primarno in sekundarno financiranje), kar pomeni le 4,1 % vseh sredstev v celotnem Združenem kraljestvu, zbranih prek Ofexa. Več kot 50 % sredstev, zbranih prek Ofexa za gospodarske družbe s sedežem v regiji West Midlands, je bilo namenjenih v korist ene gospodarske družbe.

— V petletnem obdobju od leta 2000 je bilo prek Ofexa zbranih le za 3,5 milijona GBP sredstev za primarno financiranje 5 gospodarskih družb s sedežem v regiji

West Midlands. Od 20 gospodarskih družb, ki so se v letu 2004 na novo vključile v Ofex, je imela le ena gospodarska družba sedež v regiji West Midlands.

(96) Organi Združenega kraljestva v svojem dopisu z dne 21. novembra 2005 navajajo, da so dejavnosti Ofexa pri zbiranju sredstev razpršene po vsem Združenem kraljestvu, medtem ko je Investbx jasno usmerjen v eno regijo, in sicer West Midlands. Od več kot 300 000 MSP-jev v regiji West Midlands naj bi se na alternativnem investicijskem trgu trgovalo s samo 57 in na Ofexu le z 10 MSP-ji, 5 do 10 MSP-jem pa naj bi vsako leto pomagal vsak večji imetnik tveganega kapitala. Organi Združenega kraljestva niso prepričani, da ima Ofex ali kateri koli drugi izvajalec vire ali natančne načrte za odpravo tržne pomanjkljivosti v regiji West Midlands ali da je pripravljen ali zainteresiran za reševanje tega vprašanja. Na dveh ločenih sestankih so bili vodilni delavci Ofexa pozvani, da predstavijo svoje načrte za odpravo tržne pomanjkljivosti v regiji West Midlands, vendar tega niso storili. Organi Združenega kraljestva iz razpoložljivih dokazov sklepajo, da Ofex naloge, ki je predvidena za Investbx, niti ni izpolnil v preteklosti niti je ne more ali ne želi izpolniti v prihodnosti. Organi Združenega kraljestva ugotavljajo, da ustanovitev Investbxa nikakor ne bo prikrajšala Ofexa. Glavni cilj Investbxa je delovati kot neke vrste priključna borza, kjer bi se gospodarske družbe „navadile“ na zahteve, ki jih morajo izpolnjevati kot podjetja na borzi, in pripravile na morebiten prehod na uveljavljene trge.

(97) Po trditvah organov Združenega kraljestva pomoč ne bo prehajala v roke MSP-jev ali vlagateljev. MSP-ji bodo neposredno angažirali svetovalce in plačali tržno ceno za njihove storitve.

(98) Organi Združenega kraljestva se strinjajo, da je Investbx prejemnik pomoči. Da bi pomoč veljala za združljivo, mora obstajati natančno opredeljena tržna pomanjkljivost. Največja vrzel lastniškega kapitala za mala podjetja naj bi obstajala v razponu 0,5 do 2 milijonov GBP. Organi Združenega kraljestva navajajo, da to dokazujejo številne neodvisne raziskave, Komisija v predhodnih primerih in tudi same Smernice o rizičnem kapitalu. Našli niso nobenih dokazov, da se je ocena tržne pomanjkljivosti, ki je bila ponovno potrjena v Odločbi o Podjetniških skladih kapitala ([15]), v tem času spremenila. Organi Združenega kraljestva navajajo številne izjave starejših akterjev v širši strokovni skupnosti v regiji West Midlands, ki podpirajo potrebo po Investbxu. Imetnik tveganega kapitala s sedežem v regiji je navedel, da sredstva prejme manj kot 1 % od 500 do 750 ponudb, ki jih prejmejo na leto. Večina gospodarskih družb, ki so zavrnjene, ima izvedljiv poslovni načrt in čeprav niso ustrezne za naložbe tveganega kapitala, bi lahko bile primerne za Investbx. Organi Združenega kraljestva poudarjajo, da je na trgu še vedno nedvoumna vrzel, in se v ta namen sklicujejo na dodatne dokumente (kot so dokument o posvetovanju finančnega ministrstva Premostitev finančne vrzeli, dokument za razpravo Predsedstva Združenega kraljestva, objavljen pred srečanjem na vrhu o tveganem kapitalu, in raziskava o trendih v MSP-jih Konfederacije britanske industrije).

([15]) Zadeva št. 2006/250/ES – Združeno kraljestvo – „Podjetniški skladi kapitala“, UL L 91, 29.3.2006, str. 16.

(99) Čeprav organi Združenega kraljestva na začetku niso izključili transakcij v višini do 5 milijonov GBP glede na tržno pomanjkljivost, ki so jo priznali do te ravni, so v nadaljnji fazi postopka potrdili, da bi bile transakcije prek Investbxa v prvih petih letih omejene do višine 2 milijonov GBP letno in da bi se vse transakcije nad 2 milijonoma GBP prijavile Komisiji.

(100) Po mnenju organov Združenega kraljestva je priglašeni instrument pomoči dejansko usmerjen v tržno pomanjkljivost in po načinu, kako obravnava to težavo, presega tradicionalne načine. Investbx naj bi dopolnjeval druge financerje ter privabljal in izkoriščal dodatni vir financiranja v korist MSP-jev. Organom Združenega kraljestva se zdi spodbujevalni učinek ukrepa jasen v smislu, da Investbx ne bi bil ustvarjen brez javne intervencije.

(101) Organi Združenega kraljestva menijo, da oblikovanje in začetno financiranje Investbxa ne bo izkrivljalo konkurence, temveč bo pomagalo odpraviti tržno pomanjkljivost, ki trenutno ni obravnavana. Celo če bi lahko trdili, da bi ukrep lahko imel izkrivljajoč učinek, pa omejen znesek sredstev v obdobju največ petih let ter dejstvo, da bo vpliv Investbxa omejen le na eno regijo Združenega kraljestva, pomenita, da bi morebitne koristi za vse regije Skupnosti močno prevladale nad morebitnim izkrivljanjem. Ob koncu petletnega obdobja mora biti Investbx samozadosten in ko bo po pričakovanjih prodan, se bo ves ustvarjeni dobiček vrnil AWM.

(102) Organi Združenega kraljestva menijo, da bo imel Investbx omejen učinek na konkurenco in da ne bo imel nikakršnega opaznega učinka na trgovino, ker naj bi deloval le v eni od devetih regij Združenega kraljestva. Deloval bo kot regionalni akter, zato po definiciji ne more izkrivljati nobene gospodarske dejavnosti zunaj regije West Midlands. Poleg tega, če bi se Investbx izkazal za uspešnega, bi podobni projekti v drugih delih Skupnosti vzbudili zanimanje zasebnega sektorja in ne bi potrebovali javne intervencije.

(103) Če bo projekt uspešen in bo tržna pomanjkljivost zmanjšana, bo to odličen način doseganja takega učinka z minimalno javno porabo ali minimalnim izkrivljanjem konkurence. Če pa projekt ne bo uspel, konkurenca prav tako ne bo izkrivljena, vendar bo jasno, da bodisi model Investbxa ni izvedljiv način odpravljanja tržne pomanjk-

ljivosti bodisi da način, kako je AWM poskušal izvesti model, ni ustrezen in je treba razmisliti o drugačnem pristopu.

5.2. **Stališča Združenega kraljestva o negativnih pripombah tretjih strank**

(104) Glede pripomb JP Jenkinsa organi Združenega kraljestva jasno razlikujejo med Investbxom in navedeno gospodarsko družbo. Navajajo, da JP Jenkins Stockbrokers delujejo na podlagi popolnoma drugačnega poslovnega modela kot Investbx. JP Jenkins Stockbrokers je borzni posrednik, ki zgolj izvršuje naročila, in ustvarjalec trga, ki sklepa posle z zunajborznimi in neuvrščenimi vrednostnimi papirji. Za ta trg ne veljajo nobene zakonodajne obveznosti. Glavni cilj Investbxa je zbirati sredstva za MSP-je, medtem ko JP Jenkins Stockbrokers ne opravlja te naloge.

(105) Organi Združenega kraljestva so se odzvali na pripombe QCA in Ofexa, kot sledi:

(106) Izčrpno in stvarno poročilo o tržni pomanjkljivosti je predstavljeno v priglasitvi državne pomoči s strani organov Združenega kraljestva z dne 26. julija 2005. Poleg tega navajajo študije, ki kažejo na stalno tržno pomanjkljivost, kot so študija finančnega ministrstva: *Pre-Budget Report on 5 December 2005* (Predproračunsko poročilo z dne 5. decembra 2005), študija agencije DTI Small Business Service: *A Mapping study of Venture Capital Provision* (Načrtovalna študija zagotavljanja tveganega kapitala) in študija Združenja britanske industrije: *Enabling the Enterprise evolution* (Omogočanje razvoja podjetij). V regiji West Midlands je več kot 300 000 MSP-jev in v zadnjih petih letih se je na leto v Ofex vključila povprečno le ena gospodarska družba s sedežem v tej regiji. Čeprav že obstaja mreža zasebnih vlagateljev, pripombe tretjih strank podobno dajejo slutiti, da MSP-ji potrebujejo instrument financiranja, ki se povečuje, da bi zapolnili manjkajočo raven na tekočih stopnicah, ker se je izkazalo, da je vključitev v uveljavljen trg prezahteven korak za njihovo stopnjo razvoja.

(107) Organi Združenega kraljestva se strinjajo, da skupni stroški transakcije MSP-jem pogosto preprečujejo zbiranje sredstev na uveljavljenih trgih. Tretje stranke v svojih pripombah poudarjajo, da strošek ustanovitve po oceni zajema prevelik delež zbranih sredstev. Intervencija organov Združenega kraljestva je konkurenčnim lokalnim strokovnim družbam pomagala, da sodelujejo pri doseganju skladnega procesa trgovanja v alternativnem sistemu trgovanja in pripravi standardnih modelov, ki znižujejo stroške zbiranja sredstev. Skupni strošek ne bi smel biti ovira za vključitev v Investbx.

(108) Po mnenju organov Združenega kraljestva so informacije iz raziskav na voljo za delnice na starejših trgih, ki privabljajo institucionalne naložbe. Pripravljajo se za delnice, za katere se bodo zanimali institucionalni vlagatelji, uporabljale pa jih bodo prodajne skupine borznih posrednikov, da bi vzbudile zanimanje institucionalnih vlagateljev za delnice in ustvarile trgovanje. Vendar pa take informacije iz raziskav niso na voljo posameznim vlagateljem. Poleg tega finančne institucije niso zainteresirane za delnice manjših podjetij, ker je količina delnic, ki je na voljo zanje, premajhna, da bi imele pomemben položaj. Nasprotno pa bo Investbx zagotavljal podatke o delnicah MSP-jev, poleg tega pa bodo MSP-ji naročili neodvisno raziskavo po tržni ceni, da bi vlagatelju zagotovili podrobne informacije o gospodarski družbi, s katerimi bi podprli njegovo odločitev o naložbi.

(109) V odgovor na trditev, da bo Investbx oslabil likvidnost, organi Združenega kraljestva navajajo, da „*tržna tehnologija pred 25 leti ni mogla podpreti geografsko različnih trgov, ker se je kotiranje iste delnice na različnih trgih razumelo kot drobitev likvidnosti trga. Vendar pa je prihod medmrežja prinesel možnost, da se razmere spremenijo in da se denar regionalnih vlagateljev usmeri v lokalne gospodarske družbe v korist regije*.“ Borza v regiji West Midlands ne bi drobila likvidnosti, temveč bi spodbudila stalno združevanje likvidnosti s tedenskim ali mesečnim pretokom večjega števila delnic po enotni ceni.

(110) V odgovor na pripombo o zaščiti vlagateljev so organi Združenega kraljestva predstavili ukrepe za zaščito vlagateljev, ki se izvajajo v Združenem kraljestvu in veljajo za vlagatelje, ki vlagajo v Investbx. Gospodarske družbe, ki se vključijo v Investbx, morajo izpolniti vrsto zakonodajnih zahtev in zahtev po javnosti podatkov, primernih za alternativni sistem trgovanja. Kot je navedeno, bo Investbx izpolnil obveznosti FSA glede zaščite vlagateljev z izkušenim sistemom usklajevanja, ki ga bo naročal pri The Share Centre in ki bo spremljal vse vidike delovanja Investbxa na tem področju. The Share Centre, ki ga ureja FSA, bo nadzoroval delovanje Investbxa in zagotavljal, da Investbx ravna v skladu z ustrezno najboljšo prakso, kot je določena v Kodeksu poslovnega ravnanja FSA. Investbx bo poleg zakonsko določenih informacij vlagateljem posredoval veliko več informacij o MSP-jih, kot je to običajno mogoče. To presega zakonsko ureditev in kaže na inovativen pristop Investbxa.

(111) Sistemi, ki temeljijo na avkciji, so poleg sistemov, ki temeljijo na kotaciji, priznana druga možnost in so primernejši za trgovanje z manjšimi količinami delnic, kot je navedeno v poročilu dr. Roberta Hugginsa z naslovom „*Regional Stock exchanges in the UK*“ (Regionalne borze v Združenem kraljestvu). Ciljni vlagatelji za MSP-je,

ki kotirajo na Investbxu, se zanimajo za srednje- do dolgoročne priložnosti, zato je pomembno, da se zagotovijo obsežnejše informacije o nadaljnjih možnostih gospodarske družbe. Taki vlagatelji ne zahtevajo enakih možnosti za stalno trgovanje kot institucionalni borzni trgovci. Vendar pa se podatki v zvezi z naslednjo avkcijo lahko pregledajo ali naročila spremenijo 24 ur na dan 7 dni v tednu kadar koli do same avkcije.

(112) Strukturo delničarjev Ofexa sestavljajo predvsem borzni posredniki in finančne institucije, ki uporabljajo običajni sistem ustvarjalcev trga, ki temelji na kotaciji, in imajo od njega precejšnje koristi. Kot je razvidno iz podatkov, predloženih za Ofex, lahko cenovni razpon doseže celo do 75 %, da bi se ohranila sposobnost trgovanja ob katerem koli času na trgu, ki temelji na kotaciji. V nasprotju s tem pa se bodo v okviru modela Investbxa samodejno sklepali posli po enotni ceni, kar bo koristilo MSP-jem, ki bodo lahko trgovali z majhnimi količinami delnic, ter vlagateljem, ki ne bodo imeli težav zaradi cenovnega razpona med ponudbeno in prodajno ceno.

(113) Organi Združenega kraljestva navajajo, da Ofex postaja starejši trg. V nedavnih izjavah za tisk je Ofex potrdil, da je zbral lastniški kapital za financiranje sprememb njegove platforme za trgovanje, da bi olajšal trgovanje z delnicami v neposredni konkurenci z alternativnim investicijskim trgom in londonsko borzo. Nova platforma Ofexu omogoča, da trguje s precej večjimi količinami določenih uvrščenih in neuvrščenih vrednostnih papirjev s kotacijami drugje v Londonu.

(114) Organi Združenega kraljestva trdijo, da vlagatelji ne bi bili priklenjeni, če bi se moral Investbx zapreti. Izstop iz projekta Investbx je opredeljen v sporazumu o financiranju. Če bi bilo treba Investbx zapreti, bi se lahko z MSP-ji še naprej trgovalo pod enakimi pogoji na platformi The Share Centre.

(115) Organi menijo, da je pomoč Investbxu najnižji znesek, ki je potreben za odpravljanje tržne pomanjkljivosti v dostopu MSP-jev do lastniškega financiranja v regiji West Midlands. Investbx ne bo neposredno dodelil sredstev; ne bo pristransko izbiral MSP-je na podlagi njihove poznejše uspešnosti in njihove ocene na Investbxu kot platformi za trgovanje. Investbx ne prejema nobenega plačila na podlagi prihodnje ocene MSP-ja, kot bi ga dobil imetnik tveganega kapitala. Projekt se brez pomoči ne bo izvedel. Naložba je preveč tvegana, da bi se je lotili izključno z zasebno podporo, ker ni precedenčnega primera za ta poslovni model.

(116) Organi Združenega kraljestva se ne strinjajo z domnevo, da bi neprofitni poslovni model lahko oviral inovativnost na finančnih trgih. Organi Združenega kraljestva si želijo, da bi Investbx ustanovil in zgradil nov donosen posel, vendar priznavajo, da v začetnih fazah ne bo donosen, zato bo potrebno financiranje. Kljub temu pa bo moral ustvarjati dobiček, da se bo dolgoročno lahko samofinanciral in postal sposoben za obstoj, ko se bo izteklo omejeno financiranje s strani AWM. Razlika je v tem, da se bodo dobički ponovno investirali, namesto da bi jih pobrali delničarji. Organi Združenega kraljestva bodo ocenili Investbx glede na njegovo sposobnost, da je uspešen in da zagotavlja dostopnost novih storitev za MSP-je s sedežem v regiji West Midlands.

6. **OCENA UKREPA**

(117) Komisija je preučila ukrep v skladu s členom 87 Pogodbe ES in zlasti na podlagi Smernic o rizičnem kapitalu. Rezultati te ocene so predstavljeni v nadaljevanju.

6.1. **Zakonitost**

(118) Organi Združenega kraljestva so priglasili ukrep. Izjavili so, da Investbx še ni ustanovljen, ni začel izvajati dejavnosti in ni prejel nobene subvencije ali sredstev.

(119) Organi Združenega kraljestva so tudi navedli, da je AWM zaposlil eno osebo za prihodnjo vlogo izvršnega direktorja Investbxa, vendar trenutno ta oseba dela kot član osebja AWM na različnih projektih, med katerimi so priprave za Investbx. Začele so se priprave za razvoj prihodnjega spletnega portala Investbxa. Zaradi tehnične težave je bila ta stran, ki je jasno označena kot stran v pripravi, dostopna. Ta težava je bila rešena in stran zdaj ni javno dostopna.

(120) Investbx še ni ustanovljen kot podjetje in ni prejel nobenih finančnih sredstev. Zato tudi še ni bila dodeljena nobena pomoč.

(121) Organi Združenega kraljestva so se zavezali, da ne bodo dodelili pomoči, preden je Komisija ne odobri. S tem so izpolnili svoje obveznosti iz člena 88(3) Pogodbe ES.

6.2. **Obstoj državne pomoči**

(122) Na podlagi odločitve o sprožitvi postopka se je prisotnost pomoči preverila na treh ravneh, in sicer na ravni:

— Investbxa kot trga,

— vlagateljev in

— MSP-jev, v katere se lahko vlaga.

Ta ocena se bo izvedla v skladu s Smernicami o rizičnem kapitalu.

6.2.1. *Pomoč na ravni Investbx*

(123) Naložba in tekoči odhodki se bodo financirali prek državnih virov v okviru državne razvojne agencije AWM. Po navedbah organov Združenega kraljestva se noben zasebni vlagatelj ni zanimal za vlaganje v Investbx. Pod normalnimi tržnimi pogoji se začetni kapital, prejet v obliki subvencije, ne bi zbral po enako ugodnih pogojih. Zato zagotavljanje financiranja ne ustreza vedenju zasebnega vlagatelja v tržno gospodarstvo. Investbx tako prejema finančna sredstva, ki jih sicer ne bi mogel poskušati dobiti od virov v zasebnem sektorju po tržni ceni. Skladno s tem podjetje Investbx prejema korist iz državnih sredstev. Ker ukrep lahko vpliva na druge izvajalce finančnih storitev, zlasti na Ofex, kot je obrazloženo v nadaljevanju, obstaja možnost, da izkrivi konkurenco. Na splošno se lahko storitve na področju kapitala in povezane storitve izvajajo čezmejno. To dokazujejo primer, ki ga je predstavila Univerza v Warwicku, ki navaja primer MSP-ja iz regije West Midlands, ki je prejel finančna sredstva na avstralskem trgu, in tudi prizadevanja Ofexa, da bi ponujal svoje storitve v tujini. Čeprav je malo verjetnosti, da bi MSP-ji iz regije West Midlands, ki potrebujejo lastniško financiranje v višini do 2 milijonov GBP, iskali in prejeli storitve iz tujine, tega ni mogoče izključiti. Ukrep bi zato lahko vplival na trgovino znotraj Skupnosti. Ukrep torej pomeni pomoč za Investbx v smislu člena 87(1) Pogodbe ES.

6.2.2. *Pomoč na ravni vlagateljev*

(124) Investbx ponuja spletni sistem avkcije, ki omogoča vlaganje v MSP-je vsem vlagateljem – institucionalnim in tudi posameznim zasebnim strankam. Vlagatelji bi lahko imeli koristi od zagotavljanja informacij in storitev s strani Investbxa, ki jih sicer ne bi prejeli. Kateri koli zainteresiran vlagatelj, če ni izključen na podlagi zakonodaje o zaščiti vlagateljev, bo lahko uporabljal Investbx pod enakimi pogoji. Ni najnižjega praga za naložbo enega vlagatelja. Ne glede na to, ali ukrep daje korist vlagateljem, na tej ravni ni selektiven in zato za vlagatelje ne pomeni pomoči v smislu člena 87(1) Pogodbe ES.

6.2.3. *Pomoč na ravni MSP-jev*

(125) MSP-ji bodo imeli korist od ukrepa, če bodo lahko zbrali zasebni lastniški kapital pod pogoji, ki sicer ne bi bili prisotni na trgu. Investbx izvaja sklop storitev, ki jih trenutno skupaj ne ponuja noben izvajalec na trgu. Dejstvo, da zasebni vlagatelji niso pripravljeni razviti podjetja, ki bi bilo enako Investbxu, kaže na tveganost projekta. Ta dejavnost vključuje velike splošne stroške, ki se lahko pokrijejo samo, če lahko Investbx doseže določen obseg dejavnosti; vendar pa ni gotovo, da bo dosegel ta obseg. Po navadi bi morala cena, ki jo plačajo subjekti, v katere se lahko vlaga, izražati to visoko stopnjo tveganja. Čeprav Investbx večino storitev, ki jih ponuja, naroča pri izvajalcih na trgu in zanje prejema profitno maržo, je cena za sklop storitev, ki jo zaračunava subjektom, v katera se lahko vlaga, prenizka, da bi se zagotovilo pokritje splošnih stroškov v začetnem obdobju do petih let ali dokler njegove storitve uporablja kritična masa gospodarskih družb. Te ponudbe ni sprejel noben tržni vlagatelj. Zato lahko ukrep pomeni korist za MSP-je, ki uporabljajo Investbx za financiranje, saj zaradi njegove cenovne strukture MSP-ji lahko prejemajo storitve po ugodnejših pogojih, kot če bi te storitve ponujali posamezni obstoječi akterji na trgu. Združeno kraljestvo je navedlo, da se bodo storitve, povezane z uporabo platforme za trgovanje, sistemom notranje delitve delnic med zaposlene, kontom delnic, neodvisnimi raziskavami in storitvami trženja, naročale pri zasebnih izvajalcih po tržnih pogojih. Korist izhaja iz povezovanja teh storitev in iz zbiranja sredstev od vlagateljev, ki se zanimajo za MSP-je v regiji West Midlands. Ta korist se dodeli iz državnih sredstev, saj le financiranje ustanovitve in vzdrževanja Investbxa iz državnih sredstev omogoča oblikovanje te platforme, ki izvaja storitve, ki se sicer na trgu ne bi izvajale pod enakimi pogoji. Subjekti, v katere se lahko vlaga, so navadno dejavni na trgih, ki so odprti za konkurenco na ravni Skupnosti, zato bi lahko ukrep izkrivil konkurenco in vplival na trgovino znotraj Skupnosti. MSP-ji, v katere se lahko vlaga, bodo torej prejeli pomoč v smislu člena 87(1) Pogodbe ES.

6.3. **Združljivost ukrepa**

(126) Če ukrep pomeni državno pomoč v smislu člena 87(1) Pogodbe, je treba oceniti njegovo združljivost glede na izjeme, določene v členu 87(2) in (3) Pogodbe. Izjeme, določene v členu 87(2) Pogodbe, ki zadevajo pomoč socialnega značaja, dodeljeno posameznim potrošnikom, pomoč za povrnitev škode, ki so jo povzročile naravne nesreče ali izjemni dogodki, in pomoč, dodeljeno nekaterim območjem Zvezne republike Nemčije, v tem primeru niso veljavne. Ukrep prav tako ne izpolnjuje pogojev za izjemo, ki jo dopušča člen 87(3)(a) Pogodbe za pomoč za pospeševanje gospodarskega razvoja območij, kjer je življenjska raven izjemno nizka ali kjer je podzaposlenost velika. Ukrep se niti ne more obravnavati kot pomemben projekt skupnega evropskega interesa ali za odpravljanje resne motnje v gospodarstvu Združenega kraljestva, kot to določa člen 87(3)(b) Pogodbe, niti ni njegov cilj pospeševanje kulture in ohranjanje kulturne dediščine, kot je določeno v členu 87(3)(d) Pogodbe.

(127) Člen 87(3)(c) Pogodbe predvideva odobritev pomoči za pospeševanje razvoja določenih gospodarskih dejavnosti ali določenih gospodarskih območij, kadar taka pomoč ne spreminja trgovinskih pogojev v obsegu, ki bi bil v nasprotju s skupnimi interesi. Komisija ugotavlja, da je cilj zadevnega ukrepa ustanovitev trga in dodelitev pomoči za obdobje petih let za spletni sistem borze za vlagatelje in MSP-je. Ukrep naj bi tako ustanovil nosilca naložbe, ki lahko olajša samodejno sklepanje poslov med vlagatelji in ciljnimi MSP-ji, za katere lahko tako izboljša dostop do tveganega kapitala.

(128) Na področju tveganega kapitala se člen 87(3)(c) Pogodbe uporablja v skladu s Smernicami o rizičnem kapitalu. Te smernice se uporabljajo za vse prijavljene ukrepe tveganega kapitala, v zvezi s katerimi mora Komisija sprejeti odločitev po objavi smernic v *Uradnem listu Evropske unije*, tudi če so bili ukrepi, kot je zadevni ukrep, priglašeni pred objavo Smernic. ([16]) Investbx podpira samodejno sklepanje poslov med vlagatelji in ciljnimi MSP-ji, za katere se lahko tako izboljša dostop do tveganega kapitala. Zato je Investbx nosilec naložbe v smislu točke 5.1(f) Smernic o rizičnem kapitalu. V skladu z navedeno točko je za ukrep, ki pomeni pomoč nosilcu naložbe, potrebna podrobnejša presoja v skladu z oddelkom 5 Smernic. Pri presoji združljivosti ukrepa v skladu z oddelkom 5 Smernic o rizičnem kapitalu Komisija uporablja pristop, predviden v Akcijskem načrtu državnih pomoči ([17]), ki je podrobno opredeljen in pojasnjen v pododdelkih 5.2, 5.3 in 5.4 Smernic o rizičnem kapitalu. Presodila bo, ali je ukrep pomoči namenjen natančno opredeljenemu cilju skupnega interesa, zlasti zmanjšanju tržne pomanjkljivosti, ali je pomoč primerna za dosego opredeljenega cilja skupnega interesa, ali je potreben in ima spodbujevalni učinek, ali je sorazmeren ter ali sta izkrivljanje konkurence in vpliv na trgovanje omejeni, da se zagotovi, da ukrep pomoči na splošno ni v nasprotju s skupnim interesom. Komisija bo tako proučila vrsto pozitivnih in negativnih elementov. V skladu z drugim odstavkom točke 5 Smernic o rizičnem kapitalu noben posamezen element ni odločilen in nobena skupina teh elementov se ne more obravnavati sama kot zadostna za zagotovitev združljivosti. V nekaterih primerih sta njihova uporaba in teža, ki jo imajo, odvisni od oblike ukrepa.

(129) Nobeni drugi predpisi, okviri ali smernice o državni pomoči niso veljavni. Res je, da deli regije West Midlands izpolnjujejo pogoje za odstopanje v členu 87(3)(c) Pogodbe ES ([18]), Komisija pa ugotavlja tudi, da je ta regija doživela krizo zaradi razpada družbe Rover. Vendar pa subvencija za Investbx ne pomeni uporabe pomoči za regionalni razvoj.

6.3.1. *Ali je ukrep pomoči namenjen natančno opredeljenemu cilju skupnega interesa?*

(130) V skladu s točko 5.2.1 Smernic o rizičnem kapitalu Komisija presodi, ali je ukrep pomoči namenjen natančno opredeljeni tržni pomanjkljivosti. Za ukrepe, ki izrecno vključujejo nosilca naložb, Komisija zahteva dodatna dokazila o tržni pomanjkljivosti. Taka dokazila morajo temeljiti na študiji, ki kaže raven tržne pomanjkljivosti, ter se nanašati na ponudbo tveganega kapitala in pomen sektorja tveganega kapitala.

(131) Kot je navedeno v točki 1.3.2 Smernic o rizičnem kapitalu, Komisija meni, da se poglavitni vir tržne pomanjkljivosti, pomemben za trge tveganega kapitala, nanaša na asimetrične informacije. Glede dostopa do kapitala za mala in mlada podjetja so glavne težave lastniškega financiranja visoki transakcijski in agencijski stroški ter strah vlagateljev pred tveganjem, povezanim z naložbami tveganega kapitala. Tržna pomanjkljivost se na splošno pojavi, ko zaradi nezadostne usklajenosti ponudbe in povpraševanja po tveganem kapitalu postane stopnja tveganega kapitala preveč omejena, podjetja pa kljub dobremu poslovnemu načrtu in možnostim za rast ne dobijo finančnih sredstev.

(132) Namen tega ukrepa pomoči je odpraviti tržno pomanjkljivost v lastniškem financiranju MSP-jev v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP v regiji West Midlands.

(133) Da se dokaže, da je stopnja tveganega kapitala v tem razponu omejena kljub zahtevam za obstoj sposobnih podjetij po lastniškem financiranju, je v točki 5.2.1 Smernic o rizičnem kapitalu naveden okvirni sklop elementov. V nadaljnji presoji tržne pomanjkljivosti Komisija upošteva zlasti donosnost naložb zasebnega lastniškega kapitala, razvoj naložb zasebnega lastniškega kapitala v Združenem kraljestvu v zadnjih letih in porazdelitev naložb po kategorijah zneskov naložb v povezavi z navedenim razponom tržne pomanjkljivosti. Komisija prouči tudi podatke o regiji West Midlands, zlasti regionalno porazdelitev naložb zasebnega lastniškega

([16]) Smernice o rizičnem kapitalu, točka 7.2, tretji odstavek.

([17]) Sporočilo Komisije COM(2005) 107 konč. z dne 7. junij 2005.

([18]) Odločba Komisije z dne 26. julij 2000 o državni pomoči 265/2000 – Združeno kraljestvo, načrt regionalne pomoči za obdobje 2000–2006 (UL C 272, 23.9.2000, str. 43).

kapitala, zahtevo po lastniškem financiranju in obseg, v katerem se te zahteve izpolnjujejo na uveljavljenih kapitalskih trgih. V ta namen Komisija analizira študije, ki so jih predložili organi Združenega kraljestva.

(134) Poleg tega se upošteva, da bo ukrep pomoči z uvedbo regionalnega spletnega trga lastniških vrednostnih papirjev za MSP-je podpiral regijo, ki prestaja strukturne spremembe.

6.3.1.1. ***Dokazi o tržni pomanjkljivosti, ki naj bi jo ukrep odpravil***

(135) Investbx je usmerjen v lastniško financiranje v regiji West Midlands, in sicer v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP. Na podlagi pripomb Združenega kraljestva in številnih tretjih strank je to razpon, v katerem so akterji na trgu zaznali največjo tržno pomanjkljivost. Po njihovem mnenju je ta razpon velikosti naložb previsok za večino neformalnih vlagateljev, ki imajo dostop do omejenih finančnih sredstev ([19]), in prenizek za večino formalnih vlagateljev tveganega kapitala, ki se jim zdi strošek ocene potencialnih naložb previsok, kadar podjetje potrebuje le skromen znesek lastniških sredstev ([20]). Po finančni napovedi Investbxa, kot so jo predstavili organi Združenega kraljestva, naj bi povprečni obseg financiranja v petem letu delovanja znašal 1,66 milijona GBP.

(136) Komisija je v svoji Odločbi o Podjetniških skladih kapitala ([21]) na podlagi podatkov, predloženih v Raziskavi za merjenje uspešnosti v letu 2003 ([22]), Poročilu o naložbeni dejavnosti v letu 2003 ([23]), informacij, ki jih je predložilo Združeno kraljestvo, in pripomb tretjih strank, ki so potrdili obstoj tržne pomanjkljivosti, ugotovila, da v Združenem kraljestvu obstaja tržna pomanjkljivost v razponu od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milijonov GBP (2,9 milijona EUR).

(137) Po trditvah organov Združenega kraljestva obstaja tržna pomanjkljivost v Združenem kraljestvu in zlasti v regiji West Midlands, to oceno pa podpirajo naslednji dejavniki, kot so navedeni v poročilu, ki ga je pripravil ECOTEC ([24]):

— zasebne družbe za lastniško financiranje ne morejo doseči stopnje donosa, ki jo potrebujejo za naložbe v višini pod 2 milijonoma GBP;

— tržna pomanjkljivost v razponu od 250 000 do 2 milijonov GBP je stvarna in je bila ustvarjena po letih 1999/2000, ko se je tvegani kapital preusmeril v večje poslovne transakcije;

— zelo malo naložb zasebnega lastniškega kapitala se izvede v razponu od 250 000 do 2 milijonov GBP;

— obstaja precejšnja potreba po financiranju MSP-jev v tem razponu tržne pomanjkljivosti.

6.3.1.1.1. *Donosnost za vlagatelje v zasebni lastniški kapital in naložbe tveganega kapitala v Združenem kraljestvu*

(138) Donosnost zasebnega lastniškega kapitala in naložb tveganega kapitala v različnih kategorijah naložb je kazalec za analizo tržne pomanjkljivosti, saj se bodo zaradi nizke donosnosti naložb v razponu tržne pomanjkljivosti vlagatelji preusmerili v donosnejše večje naložbe. Po zadnjih podatkih Britanskega združenja tveganega kapitala (British Venture Capital Association; v nadaljevanju „BVCA“) ([25]) se je donos zasebnega lastniškega kapitala in naložb tveganega kapitala v Združenem kraljestvu v letu 2004 razvijal, kot je opisano v nadaljevanju. Podobno kot v letu 2003 so srednje veliki odkupi podjetij s strani vodstva (z investiranim lastniškim kapitalom v višini 10 do 100 milijonov GBP) in veliki odkupi podjetij s strani vodstva (z več kot 100 milijonov GBP investiranega lastniškega kapitala) pokazali mnogo višjo kratkoročno in srednjeročno donosnost naložb kot naložbe v začetni fazi in v fazi razvoja. (Na primer v letu 2004 je triletna donosnost znašala - 13,2 % v naložbe v začetni fazi, - 5,3 % v naložbe v fazi razvoja, medtem ko je dosegla 13,7 % v srednje velikih odkupih podjetij s strani vodstva in 16,1 % v velikih odkupih podjetij s strani vodstva.) Zato so pri naložbah zasebnega lastniškega kapitala za vlagatelje privlačnejše naložbe v odkupe podjetij s strani vodstva nad 10 milijoni GBP investiranega lastniškega kapitala kot naložbe v začetni fazi ali v fazi razvoja.

([19]) Poslovni angeli običajno vlagajo od 10 000 do 250 000 GBP v podjetja v zagonski ali zgodnji fazi, ki imajo možnosti za rast. CBI: *Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution* (julij 2006).

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

([21]) Zadeva državne pomoči C 17/2004, UL L 91, 29.3.2006, str. 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) in „*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*“ (2006).

(139) Čeprav se je v poročilu Britanskega združenja tveganega kapitala iz leta 2005 o donosnosti zasebnega lastniškega kapitala in naložb tveganega kapitala v Združenem kraljestvu metodologija spremenila ([26]), je bila srednjeročna donosnost v začetni in tvegani fazi še naprej negativna. Srednjeročna donosnost naložb v fazi razvoja in majhnih odkupov podjetij s strani vodstva je bila mnogo nižja kot srednjeročna donosnost srednje velikih in velikih odkupov podjetij s strani vodstva.

6.3.1.1.2. *Naložbena dejavnost zasebnega lastniškega kapitala v Združenem kraljestvu*

(140) Po podatkih študije Britanskega združenja tveganega kapitala o naložbeni dejavnosti zasebnega lastniškega kapitala v Združenem kraljestvu ([27]) se je povprečna velikost naložbe v Združenem kraljestvu v letu 2005 povečala na raven 5,2 milijona GBP (v primerjavi s 4,1 milijona GBP v letu 2004, 3,2 milijona GBP v letu 2003, 3,7 milijona GBP v letu 2002 in 3,6 milijona GBP v letu 2001).

(141) Navedena študija Britanskega združenja tveganega kapitala kaže, da se je znesek zasebnega lastniškega kapitala, ki so ga prejele gospodarske družbe v Združenem kraljestvu, precej povečal v preteklih letih (6 813 milijonov GBP v letu 2005, 5 336 milijonov GBP v letu 2004, 4 074 milijonov GBP v letu 2003). Vendar pa znesek naložb v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP ni pokazal takega povečanja, temveč se je v letu 2005 zmanjšal (313 milijonov GBP v letu 2005, 330 milijonov GBP v letu 2004 in 286 milijonov GBP v letu 2003). V letu 2005 sta bila v naložbe pod 0,5 milijona GBP namenjena 2 % celotnega zneska zasebnega lastniškega kapitala, ki so ga prejele gospodarske družbe v Združenem kraljestvu, v naložbe v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP je bilo namenjenih 5 % in v naložbe, ki presegajo vrednost 2 milijonov GBP, je bilo namenjenih preostalih 94 %. Delež zneska, namenjenega za naložbe v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP, je bil v primerjavi s celotnimi naložbami v letu 2005 nižji kot v predhodnih letih (5 % v letu 2005, 6 % v letu 2004, 7 % v letu 2003, 10 % v letih 2002 in 2001).

(142) Kar zadeva število podjetij, v katera se je vlagalo, je študija Britanskega združenja tveganega kapitala pokazala, da delež teh podjetij v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP v primerjavi s celotnim številom podjetij, v katera se je vlagalo, tudi kaže težnjo zmanjševanja v Združenem kraljestvu (23 % v letu 2005, 25 % v letu 2004, 25 % v letu 2003, 30 % v letu 2002 in 31 % v letu 2001). V absolutnih vrednostih je bilo v letu 2005 število podjetij, v katera se je vlagalo v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP, najnižje v zadnjih petih letih (302 v letu 2005, 321 v letu 2004, 317 v letu 2003, 361 v letu 2002 in 399 v letu 2001).

(143) Organi Združenega kraljestva so se sklicevali na več poročil in študij, ki kažejo na obstoj tržne pomanjkljivosti v Združenem kraljestvu, kot so:

— dokument o proračunskem posvetovanju finančnega ministrstva z naslovom „*Premostitev finančne vrzeli*“ ([28]) je potrdil vrzel v razponu od 0,25 do 2 milijonov GBP. Poročilo je temeljilo na raziskavah in podatkih Britanskega združenja tveganega kapitala ter se sklicuje na akademske študije ([29]). Glede raziskav se je 97 % udeležencev razprave „*Premostitev finančne vrzeli*“ strinjalo, da se MSP-ji nenehno spopadajo s precejšnjo tržno pomanjkljivostjo, in veliko jih je trdilo, da se obseg vrzeli razlikuje glede na velikost, sektor in stopnjo razvoja podjetja. „*Odzivi posvetovanja o Premostitvi finančne vrzeli so jasno pokazali, da obstaja pomembna skupina malih in srednjih podjetij (MSP), ki niso primerna za dolžniška finančna sredstva in trenutno nimajo dostopa do lastniškega kapitala, ki ga potrebujejo za uspešen razvoj. Prizadeta so tudi podjetja, ki potrebujejo manjše zneske naložb, da bi posodobila ali razširila svoje dejavnosti.*“ Poročilo navaja, da nekateri MSP-ji „niso primerni za dolžniška finančna sredstva“, in kadar podjetje še ne ustvarja zadostnih prihodkov, da bi odplačalo obresti od dolga in/ali kadar razvija nove tehnologije ali proizvode s precejšnjim potencialom rasti, vendar tudi s precejšnjim tveganjem, je lahko zbiranje lastniškega kapitala primernejša oblika financiranja. Kot navaja poročilo, se lahko vlagatelji v lastniške instrumente spopadajo z večjimi stroški določanja ustreznih priložnosti za naložbe, zlasti kar zadeva iskanje, skrben pregled poslovanja in spremljanje stroškov naložb v manjše in mlajše gospodarske družbe. „*V primerjavi z velikimi gospodarskimi družbami, ki kotirajo na javnih borzah, je pretok informacij o malih gospodarskih družbah, ki ne kotirajo na borzi in ki*

([26]) V poročilu za leto 2005 so statistični podatki razdeljeni v sklade, ki so se prvič zaprli pred letom 1996 in po njem. Skladi, ki so se prvič zaprli po letu 1996, so bili ponovno razvrščeni v kategorije tvegani (vključno s semensko, zagonsko in začetno fazo razvoja), majhni odkupi podjetij s strani vodstva (MBO/MBI za manj kot 10 milijonov GBP in naložbe v fazi širitve), srednje veliki odkupi podjetij s strani vodstva (MBO/MBI za 10 do 100 milijonov GBP) in veliki odkupi podjetij s strani vodstva (MBO/MBI za več kot 100 milijonov GBP).

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

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

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

potrebujejo naložbe, omejen." Poročilo trdi, da zaradi asimetričnih informacij morebitni vlagatelji morda ne zaznajo pravilno predstavitve podjetja o dobičku in tveganju ter lahko postanejo nenaklonjeni vlaganju v tvegani kapital. Za zaključek poročilo navaja, da se zaradi visokih stroškov transakcije in sorazmerno višjih stroškov pridobivanja informacij o manjših podjetjih vlagatelji preusmerjajo v večje naložbe. Strukturna ovira pri zagotavljanju sredstev in strokovnega znanja o tveganem kapitalu manjšim in bolj tveganim gospodarskim družbam kaže na to, da se bodo vlagatelji preusmerili v večje poslovne transakcije v poznejši fazi razvoja.

— Raziskava, ki jo je izvedel ECOTEC ([30]), je ponovno pokazala obstoj tržne pomanjkljivosti v razponu od 0,5 do 5 milijonov GBP, pri čemer se z največjimi ovirami srečujejo podjetja, ki potrebujejo kapital za rast v višini do 2 milijonov GBP.

— V zadnjih poročilih je Združenje britanske industrije (Confederation of British Industry) ugotovilo, da še naprej obstaja očitna vrzel v dostopu do finančnih sredstev. „*V sistemu so še vedno tržne pomanjkljivosti in nepravilnosti, ki jih je treba odpraviti.*"… „*Podatki kažejo, da v zadnjih nekaj letih narašča tržna pomanjkljivost v razponu od 500 000 do 3 milijonov GBP. Zadnji podatki Britanskega združenja tveganega kapitala ne kažejo na to, da bi se vrzel zmanjševala, povprečni znesek naložb v lastniške instrumente pa se še naprej povečuje*." ([31])

Nekatere študije navajajo, da obstaja tržna pomanjkljivost tudi pod 0,5 milijona GBP in nad 2 milijonoma GBP. Nobena študija pa ne zanika obstoja tržne pomanjkljivost v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP, to je ciljni razpon financiranja lastniških sredstev Investbxa. Opaža se, da so v tem razponu ovire največje.

(144) Organi Združenega kraljestva so navedli tudi več študij in raziskav v zvezi z različnimi vidiki prikrajšanosti malih podjetij, ki želijo kotirati na borzi:

— Brian Zivicky ([32]) se je v svojem raziskovalnem prispevku skliceval na dejstvo, da v Združenem kraljestvu analitiki spremljajo le malo manjših gospodarskih družb, ki kotirajo na borzi, ker ni zadostnega obsega trgovanja, da bi se upravičili stroški raziskav.

— Poročilo, ki so ga pripravili pri Jaffe Associates po naročilu Quoted Company Alliance ([33]), navaja, da se v Združenem kraljestvu manjše gospodarske družbe, ki kotirajo na borzi, potegujejo za majhen delež institucionalnih naložb v lastniške instrumente, ki se še naprej zmanjšuje. Sposobnost izvajanja poslovne transakcije v velikem obsegu je ključni dejavnik pri odločanju o naložbah, ki samodejno kaznuje manjše gospodarske družbe.

— Študija, ki so jo izvedli pri SWR worldwide ([34]), je pokazala, da se izdajatelji in vlagatelji jasno zavedajo, da bi se lahko sedanji mehanizmi zagotavljanja finančnih storitev MSP-jem izboljšali, zlasti kar zadeva povezovanje izdajateljev in vlagateljev. Na podlagi študije se je izkazalo, da sta najpomembnejša dejavnika pri odločanju o naložbi kakovost in količina informacij. Večina vprašanih upraviteljev skladov, vlagateljev z velikim čistim premoženjem in imetnikov tveganega kapitala je dejala, da si sedanje borze ne prizadevajo dovolj, da bi MSP-jem omogočile dostop ali zagotovile likvidnost za vrednostne papirje, ki jih ponujajo MSP-ji.

— Tim Mocroft ([35]) v svojem prispevku opisuje, da „*… so zahteve v zvezi s kotacijo in zakonodajne zahteve tradicionalnih borz drage, vendar se glede na velikost gospodarskih družb in zneskov denarja, ki se zbirajo, stroški navadno lahko izravnajo. Vendar pa oba dejavnika določata najnižjo velikost gospodarske družbe, ki ima še lahko učinkovit dostop do glavnih trgov v Združenem kraljestvu – to sta uradna kotacija londonske borze in*

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

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

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

([33]) Jaffe Associates po naročilu Quoted Companies Alliance: „*Institutional investment and trading in UK smaller quoted companies*" (2002).

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

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

alternativni investicijski trg. […] Praviloma IPO na obeh trgih stane približno 500 000 GBP; pri takih stroških ni gospodarno zbirati razmeroma majhnih zneskov kapitala."

— Družba Deloitte je v svojem poročilu z naslovom „*Izboljšanje dostopa do finančnih sredstev za mala in srednja podjetja*" ([36]) na podlagi pogovorov z interesnimi skupinami ugotovila, da sta splošno poznavanje in ozaveščenost MSP-jev o možnostih financiranja slaba. Pogovori so pokazali, da je majhna pripravljenost za investiranje glavna ovira za dostop do finančnih sredstev v regiji West Midlands. Pripravljenost za investiranje zajema odnos podjetij do financiranja, kakovost poslovne dokumentacije in splošno naložbeno upravičenost projekta. To ima posledice za povpraševanje in za ponudbo, saj lahko podjetja odvrne od iskanja finančnih sredstev, ker pričakujejo, da bodo zavrnjena, in omeji povpraševanje, ker se morebitni vlagatelj glede na nezadostno raven pripravljenosti za investiranje srečuje z večjo stopnjo tveganja.

6.3.1.2. ***Tržna pomanjkljivost v regiji West Midlands***

(145) Medtem ko so predstavljene informacije zadevale analizo na ravni Združenega kraljestva, je Komisija ocenjevala, ali obstaja tržna pomanjkljivost v ciljni regiji Investbxa, tj. v regiji West Midlands. Zato so bili poleg navedenih elementov upoštevani dodatni vidiki ponudbe in povpraševanja po naložbah na regionalni ravni.

(146) Večina tretjih strank je v svojih pripombah podprla obstoj tržne pomanjkljivosti v regiji West Midlands. V odgovoru na pripombe tretjih strank so organi Združenega kraljestva predložili tudi dokaze, ki temeljijo na oceni, ki so jo opravili regionalni imetniki tveganega kapitala, ter ki potrjujejo obstoj tržne pomanjkljivosti v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP in navajajo, da finančna sredstva prejme manj kot 1 % od 500 do 750 ponudb, ki jih prejmejo na leto, čeprav ima večina zavrnjenih gospodarskih družb izvedljive poslovne načrte in bi lahko prejele finančna sredstva, če bi obstajali mehanizmi, kot je ta, ki ga predlaga Investbx.

6.3.1.2.1. *Regionalna porazdelitev naložb*

(147) Po podatkih, objavljenih v Poročilu o naložbeni dejavnosti v letu 2005 Britanskega združenja tveganega kapitala, je skupni znesek naložb zasebnega lastniškega kapitala v regiji West Midlands znašal 4 % celotne ravni v Združenem kraljestvu, medtem ko sta zajemali jugovzhodna in londonska regija skupaj 44 % vseh naložb v Združenem kraljestvu. Glede naložb v začetni fazi je imela regija West Midlands 1 % celotnega zneska naložb v začetni fazi v Združenem kraljestvu, medtem ko sta imeli jugovzhodna in londonska regija skupaj 49 %. Naložbe v fazi širitve so v regiji West Midlands predstavljale 2 %, v jugovzhodni in londonski regiji pa skupaj 42 % vseh naložb v fazi širitve v Združenem kraljestvu. Te podatke je treba obravnavati v povezavi s prispevkom različnih regij v BDP na ravni Združenega kraljestva, za katere zadnji razpoložljivi podatki Eurostata iz leta 2003 kažejo, da je regija West Midlands prispevala 8 %, medtem ko sta jugovzhodna in londonska regija skupaj prispevali 34 % v BDP Združenega kraljestva v letu 2003. To kaže, da je zagotavljanje lastniškega kapitala za naložbe v začetni fazi in fazi širitve glede na gospodarsko dejavnost v regiji West Midlands mnogo nižje kot v jugovzhodni in londonski regiji.

(148) Analiza ([37]) skupne tržne kapitalizacije podjetij, ki kotirajo na londonski borzi in alternativnem investicijskem trgu po vseh regijah, je pokazala, da obstajajo v regiji West Midlands nekatere najnižje ravni skupne tržne kapitalizacije. V letu 2003 je regionalna tržna kapitalizacija kot delež BDP v londonski regiji dosegla celo 621 %, v jugovzhodni regiji 139 %, za celotno Združeno kraljestvo je znašala 153 %, medtem ko je v regiji West Midlands dosegla le 25 %. Regija West Midlands ima glede na svojo gospodarsko uspešnost nizko raven tržne kapitalizacije v primerjavi z drugimi regijami Združenega kraljestva.

6.3.1.2.2. *Povpraševanje MSP-jev v regiji West Midlands po lastniškem financiranju*

(149) Na podlagi statističnih podatkov je težko preveriti, ali povpraševanje gospodarskih družb z izvedljivimi poslovnimi načrti ni zadovoljeno. Izkazalo se je, da so najboljši način za to raziskave o povpraševanju gospodarskih družb z izvedljivimi poslovnimi načrti po lastniškem financiranju.

(150) Organi Združenega kraljestva so opravili številna posvetovanja, delavnice in raziskave o povpraševanju MSP-jev v regiji West Midlands po lastniškem kapitalu. Aprila 2003 je bila opravljena raziskava, v kateri je od 41 vprašanih članov regionalne poslovne skupnosti 73 % menilo, da je dostop do kapitalskih trgov precejšnja težava za MSP-je, 88 % pa jih je menilo, da uveljavljeni kapitalski trgi ne izpolnjujejo potreb MSP-jev po financiranju. Poleg tega je 68 % vprašanih dejalo, da je Ofex malo izrabljen vir kapitala za MSP-je, 73 % pa se jih je zanimalo za vključitev v projekt Investbx.

(151) Novembra 2003 je bil v Birminghamu sestanek na temo Investbx, ki se ga je udeležilo 81 predstavnikov poslovne skupnosti. Naslednji sestanek, na katerega je bilo povabljenih 27 predstavnikov poslovne skupnosti, je potekal

([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).

v Londonu v Centre for Study of Financial Innovation (CSFI). Na sestanku v CSFI je bil projekt skoraj soglasno podprt. Maja 2004 je bilo kontaktiranih 21 družb strokovnih svetovalcev, da bi pridobili njihove podrobne prispevke k razvoju predloga za Investbx in ocenili, koliko njihovih strank bi bilo primernih za vključitev v Investbx. Trinajst družb je dejalo, da bi za vključitev v Investbx vsako leto predlagale od 1 do 6 strank iz svojega portfelja. Glede na to, da se je delavnic udeležil le majhen delež teh družb, organi Združenega kraljestva menijo, da je lastniško financiranje 10 MSP-jev na leto v finančnih predvidevanjih Investbxa zelo previdna ocena povpraševanja. Ker strokovni svetovalci dobijo plačilo samo, če gospodarske družbe uspešno zberejo sredstva, je v njihovem interesu, da predlagajo le gospodarske družbe z izvedljivimi poslovnimi načrti, tako da bi se v Investbx želele vključiti le tiste gospodarske družbe, za katere menijo, da bodo zanimive za vlagatelje.

(152) Glede zbiranja lastniških sredstev za MSP-je v regiji West Midlands v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP, kar je glavni cilj Investbxa, obstoječi trgi, ki ponujajo lastniško financiranje MSP-jem, po mnenju organov Združenega kraljestva ne zadovoljujejo dovolj povpraševanja in zato ne rešujejo tržne pomanjkljivosti. Čeprav so posredovali naložbe v lastniške instrumente v številne MSP-je v regiji West-Midlands, ne zagotavljajo zadostne pokritosti te regije in nobeden od njih ni regionalno osredotočen na MSP-je. Organi Združenega kraljestva menijo, da vsi razpoložljivi dokazi kažejo, da zasebni sektor ne bo odpravil tržne pomanjkljivosti. Na dveh ločenih sestankih, ki jih je sprožil AWM, so bili vodilni delavci Ofexa pozvani, da predstavijo svoje načrte za odpravo tržne pomanjkljivosti v regiji West Midlands, vendar po trditvah organov Združenega kraljestva tega bodisi niso mogli storiti ali pa niso bili zainteresirani, da bi to storili.

(153) Na Ofexu trenutno kotira 7 podjetij iz regije West Midlands, od katerih se trguje le s petimi ([38]). Združeno kraljestvo meni, da Ofex niti ne odpravlja tržne pomanjkljivosti niti ne pokriva trenutno ocenjenega povpraševanja v tej regiji, ki znaša najmanj 10 gospodarskih družb na leto. V letu 2005 je na Ofexu na novo kotiral le en MSP iz regije West Midlands in prav tako v letu 2004, medtem ko se za Investbx pričakuje, da bo na njem vsako leto kotiralo 5 do 12 novih gospodarskih družb iz regije West Midlands.

Sklep o tržni pomanjkljivosti

(154) Komisija meni, da so v skladu s točko 5.2.1 Smernic o rizičnem kapitalu predloženi zadostni dokazi, ki temeljijo na številnih študijah, da lahko sklene, da v regiji West Midlands obstaja tržna pomanjkljivost v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP.

6.3.2. *Ali je instrument pomoči primeren za doseganje cilja skupnega interesa?*

(155) V skladu s točko 5.2.2 Smernic o rizičnem kapitalu Komisija presodi, ali lahko ukrep zmanjša ugotovljeno tržno pomanjkljivost. Poleg tega Komisija upošteva vse ocene učinka in prouči možnost doseganja istih ciljev z drugimi sredstvi.

6.3.2.1. ***Odpravljanje tržne pomanjkljivosti***

(156) Kar zadeva pomoč na ravni Investbxa, predlagana pomoč odpravlja opisano tržno pomanjkljivost z uvedbo regionalne spletne elektronske platforme za trgovanje, ki bo MSP-jem omogočila, da se predstavijo, zbirajo kapital in trgujejo s svojimi delnicami. Hkrati bo vlagateljem omogočila, da si neposredno ogledajo podrobne in neodvisno potrjene informacije o MSP-jih. Investbx bo tako povečal učinkovitost informacij in vlagateljem omogočil boljše zaznavanje odnosa med tveganjem in dobičkom pri MSP-jih ter zmanjšal stroške transakcij zaradi pridobivanja informacij o MSP-jih, ker bo raziskovalna dokumentacija o vseh MSP-jih dostopna javnosti.

(157) Namen Investbxa je zbirati lastniški kapital posebej za MSP-je v regiji West Midlands. Poslovni načrt za Investbx predvideva, da se bodo v obdobju petih let v regiji West Midlands zbrala sredstva za primarno financiranje najmanj 47 MSP-jev v višini najmanj 70 milijonov GBP. V primerjavi z Ofexom, ki trdi, da je tudi prisoten v regiji West Midlands in da ima podobno velikost transakcij, so organi Združenega kraljestva v svojih pripombah na odločitev o sprožitvi postopka ugotovili naslednje:

— V petih letih od leta 2000 je bilo prek Ofexa zbranih le za 43,3 milijona GBP sredstev za primarno financiranje v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP za 39 podjetij po vsem Združenem kraljestvu.

— Če se od vseh zbranih sredstev odšteje sekundarno financiranje, gospodarske družbe prek Ofexa zberejo le skromne zneske v okviru primarnih izdaj (na primer 0,8 milijona GBP za vse Združeno kraljestvo v letu 2004).

— Če se upoštevajo le gospodarske družbe s sedežem v regiji West Midlands, je bilo prek Ofexa v petletnem obdobju med letoma 2001 in 2005 skupaj zbranih 12 milijonov GBP (za primarno in sekundarno financiranje).

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

— Od leta 2000 je bilo prek Ofexa zbranih le za 3,5 milijona GBP sredstev za primarno financiranje petih gospodarskih družb s sedežem v regiji West Midlands.

(158) Investbx ponuja regionalno delovanje z lokalno mrežo izvajalcev storitev in vlagateljev, kar je zlasti pomembno za naložbe v lastniške instrumente MSP-jev v fazi širitve. Take naložbe pogosto zahtevajo skrbno spremljanje in neposreden odnos med vlagateljem in MSP-jem, v katerega se vlaga. Na podlagi teoretičnih in empiričnih študij je treba priznati, da je vlagateljeva bližina financirani gospodarski družbi pomembna spremenljivka pri izbiri naložbe. ([39]) Mogoče je celo trditi, da bi lahko lokalnega vlagatelja k naložbi v lokalno podjetje spodbudile ne le prednosti verodostojnih informacij, temveč tudi možnost, da bodo lahko subjektom, v katere se lahko vlaga, zagotavljali določeno korist, ker jih bodo vključili v svojo lokalno mrežno povezovanje, in izkoristili zunanje stroške za druga podjetja, ali celo regionalni patriotizem. Regionalno delovanje se izraža v dejstvu, da je Investbx namenjen le MSP-jem iz regije West Midlands ter ima skupino 6 do 8 oseb s sedežem v regiji West Midlands in zunanji izvršni odbor, ki ga sestavljajo strokovnjaki iz regije West Midlandsa, ki imajo izkušnje pri delu z MSP-ji.

(159) Investbx bo MSP-jem ponujal celovite storitve, vključno z zbiranjem sredstev, trženjem in neodvisnimi raziskavami, ter povezavo v mrežo lokalnih strokovnjakov, ki bodo MSP-jem pomagali, da se uspešno vključijo v platformo za trgovanje z lastniškimi instrumenti. Za razliko od uveljavljenih trgov morajo MSP-ji za vključitev v Investbx zagotoviti neodvisno in standardizirano poročilo o raziskavi, ki bo omogočilo zbiranje informacij o MSP-jih, pomembnih za vlagatelje. Ta sklop storitev bo skupaj z neodvisnim poročilom, ki je vlagateljem vedno na voljo, izboljšal možnosti MSP-jev, da učinkovito zbirajo kapital prek Investbxa.

(160) Poleg tega Investbx uvaja inovativno zamisel sekundarnega trgovanja, ki se v številnih pogledih razlikuje od uveljavljenih trgov lastniških vrednostnih papirjev. Medtem ko londonska borza, alternativni investicijski trg in Ofex uporabljajo klasične mehanizme ustvarjanja trga s sistemom, ki temelji na kotaciji, ter z oblikovanjem ponudbene in prodajne cene, Investbx nima ustvarjalcev trga, ki bi ustvarjali prihodke na podlagi razlike med ponudbeno in prodajno ceno bodisi s prodajo velikih količin delnic ali z visokim cenovnim razponom. Samodejno sklepanje poslov med vlagatelji in MSP-ji bo doseženo prek spletnega elektronskega borznega trga, kar omogoča izključitev stroškov transakcije, ki bi se sicer ustvarili zaradi razlike med ponudbeno in prodajno ceno. V primerjavi s priznanimi investicijskimi borzami, kot sta alternativni investicijski trg in londonska borza, za Investbx kot pooblaščenega predstavnika alternativnega sistema trgovanja (The Share Centre) velja manj stroga ureditev s strani FSA. Ta status zahteva manj strogo raven izpolnjevanja zakonskih predpisov ter omogoča lažji in sorazmerno z zneski zbranih sredstev v višini do 2 milijonov GBP cenejši dostop do platforme za trgovanje za MSP-je.

(161) Celotni stroški zbiranja majhnih količin lastniškega kapitala bodo nižji kot pri starejših in bolj uveljavljenih trgih. Združeno kraljestvo to dejstvo ponazarja s primerom zbiranja 2,5 milijona GBP, pri katerem celotni stroški prejetega lastniškega kapitala pri Investbxu znašajo približno 10 %, pri alternativnem investicijskem trgu pa 24 %. Organi Združenega kraljestva nato navajajo, da se vrsta storitev, ki se izvajajo za to ceno, razlikuje, na primer naročanje neodvisne raziskave, ki bo pozneje dostopna zasebnim vlagateljem, ni na voljo na nobenem od uveljavljenih trgov. Čeprav je pomembno, da stroški ostanejo na sprejemljivi ravni, verjetno niso edini ali celo glavni dejavnik pri odločanju MSP-jev o vključitvi v Investbx. Številni MSP-ji v regiji West Midlands se bodo odločali med Investbxom ali drugo možnostjo, ki ne obstaja. Dostopnost raziskav za vlagatelje je kvalitativna izboljšava Investbxa, ki naj bi povečala možnosti financiranja MSP-jev. Investbx bo z več vidikov stroškovno učinkovitejši kot Ofex. Razlog za to bodo zlasti nižji stroški raziskav in trženja, povezani s standardiziranimi modeli in prilagoditvijo storitev potrebam MSP-jev v fazi primarnega financiranja, ter odprava cenovnega razpona med ponudbeno in prodajno ceno v sekundarni fazi.

(162) Investbx bo vsem potencialnim vlagateljem ali finančnim svetovalcem omogočil dostop do dokumentov o vključitvi in podrobnih neodvisnih raziskav o vseh MSP-jih. Te informacije bodo na spletni strani Investbxa. Take informacije se po navadi pripravijo le za večje količine delnic in so na voljo le institucionalnim vlagateljem. Tako zagotavljanje podrobnih informacij in zlasti neodvisnih raziskav vsem vlagateljem brez razlikovanja je po mnenju organov Združenega kraljestva eden od ključnih dejavnikov pričakovanega uspeha ukrepa.

(163) Z izboljšanjem učinkovitosti informacij in transakcij Investbx odpravlja razlog za tržno pomanjkljivost in ne njenih posledic.

([39]) Ta dejavnik so preučili Harald Hau, ki prikazuje, kako trgovci, ki vlagajo v bližnja podjetja, običajno dosegajo višje dobičke kot drugi trgovci, ki so bolj oddaljeni, ter Degryse in Ongena, ki sta analizirala pogodbe o bančnih posojilih in ugotovila, da banke ponujajo ugodnejše posojilne pogoje strankam, ki so se nahajajo bližje. Harald Hau: Location Matters: An Examination of Trading Profits, The Journal of Finance, (2001) zvezek 56, št. 5, str. 1959–1983; Hans Degryse, Steve Ongena: „*Distance, Lending Relationship, and Competition*“, EFA 2003 poročilo o letni konferenci št. 260 (2002).

(164) Cilj Investbxa je tudi ustvariti most med prvimi viri financiranja in starejšimi in bolj uveljavljenimi trgi, zato ima tudi tako imenovano „funkcijo tekočih stopnic“. Ta funkcija bi bila koristna ne le za subjekte, v katere se lahko vlaga, temveč tudi za vlagatelje na sosednjih trgih, saj zagotavlja izstopne poti za njihove naložbe. Iz razpoložljivih dokazov ni razvidno, da Ofex deluje kot tekoče stopnice do starejših trgov v regiji West Midlands. Na spletni strani Ofexa je navedeno, da je med letoma 2001 in 2004 prešlo 54 gospodarskih družb iz Ofexa na alternativni investicijski trg. Vendar pa je med letoma 2003 in 2005 le ena gospodarska družba iz regije West Midlands prešla iz Ofexa na alternativni investicijski trg.

(165) Ker lahko Investbx izboljša preglednost informacij za vlagatelje in zniža določene stroške zbiranja sredstev in trgovanja z delnicami v primerjavi s starejšimi trgi, je primeren za odpravljanje tržne pomanjkljivosti.

(166) Kar zadeva pomoč na ravni MSP-jev, bo ukrep omogočil zagotavljanje lastniškega kapitala MSP-jem, ki ga zaradi tržne pomanjkljivosti kljub izvedljivim poslovnim načrtom težko pridobijo.

6.3.2.2. ***Ocena učinka in uporaba drugih sredstev***

(167) Investbx naj bi v skladu s finančnim načrtom v prvih petih letih zbral najmanj 70 milijonov GBP za najmanj 47 gospodarskih družb. MSP-ji, ki zberejo lastniški kapital, se bodo lahko vključili v trgovanje na platformi Investbxa za trgovanje.

(168) Združeno kraljestvo navaja, da so njegovi organi, ko je bilo na podlagi raziskav ugotovljeno, da povpraševanje ni nezadovoljeno, pred uvedbo ukrepa poskušali zmanjšati tržno pomanjkljivost z obstoječo tržno strukturo. Predstavniki Ofexa so bili povabljeni, da se 12. julija 2005 sestanejo z AWM, kjer naj bi pokazali, da lahko odpravijo tržno pomanjkljivost, ki se je pojavila v regiji West Midlands. V tem primeru bi se AWM umaknil. Ofex se je odločil, da ne predloži informacij, zato je AWM sklepal, da Ofex nima bodisi natančnih načrtov bodisi zadostnih virov za odpravo tržne pomanjkljivosti ali pa gre za kombinacijo obojega. Ker ni zasebnega interesa za odpravo pomanjkljivosti, je očitno potrebna državna intervencija.

(169) V skladu s točko 5.2.2 Smernic o rizičnem kapitalu ima Komisija pozitivno mnenje, da lahko ukrep zmanjša ugotovljeno tržno pomanjkljivost. Komisija tudi upošteva, da so bila obravnavana druga sredstva, vendar niso pokazala zaželenih rezultatov, in ugotavlja, da se pričakuje, da bo imel ukrep pozitiven učinek na zmanjšanje tržne pomanjkljivosti.

6.3.3. *Spodbujevalni učinek in potreba po pomoči*

(170) V skladu s točko 5.2.3 Smernic o rizičnem kapitalu Komisija oceni spodbujevalni učinek in potrebo po pomoči. Ukrep ima spodbujevalni učinek, če povzroči spremembo v vedenju v korist splošnega povečanja tveganega kapitala. V Smernicah o rizičnem kapitalu je Komisija napovedala, da bo upoštevala tudi dobičkonosen značaj odločitev o naložbah, zlasti poslovno upravljanje (točka 5.2.3.1 Smernic o rizičnem kapitalu), prisotnost odbora za naložbe (točka 5.2.3.2 Smernic o rizičnem kapitalu), obseg ukrepa (točka 5.2.3.3 Smernic o rizičnem kapitalu) in udeležbo poslovnih angelov na stopnji zbiranja sredstev (točka 5.2.3.4 Smernic o rizičnem kapitalu).

(171) Zadevni primer je povezan z nosilcem naložbe, ki omogoča samodejno sklepanje poslov med zasebnimi vlagatelji in ciljnimi MSP-ji. Odločitev o naložbi v celoti sprejmejo zasebni vlagatelji, MSP-ji pa bodo le prejeli zasebni lastniški kapital. Odločitev o naložbi v zvezi z zbiranjem sredstev za MSP-je bo v celoti temeljila na dobičku.

(172) Delovanje Investbxa kot trga lastniških vrednostnih papirjev se razlikuje od delovanja skladov tveganega kapitala. Pri skladih tveganega kapitala ima uprava pomembno vlogo pri odločitvah o naložbah. Investbx sam ne zagotavlja finančnih sredstev MSP-jem niti ne sprejema odločitev o naložbah. Zato so ta merila manj pomembna.

(173) Kar zadeva poslovno upravljanje (točka 5.2.3.1 Smernic o rizičnem kapitalu), ta vidik po eni strani v tem primeru ni pomemben, ker uprava Investbxa ne bo sprejemala odločitev o naložbah v zvezi z zbiranjem sredstev za MSP-je. Po drugi strani pa Združeno kraljestvo zagotavlja, da bodo upravo Investbxa sestavljali strokovnjaki, ki imajo izkušnje in reference na področju naložb v kapitalske trge, kar je treba obravnavati pozitivno.

(174) V zvezi z navzočnostjo odbora za naložbe (točka 5.2.3.2 Smernic o rizičnem kapitalu) je iz narave Investbxa razvidno, da noben odbor za naložbe ne bo sodeloval v odločanju o naložbah v MSP-je. Komisija ima tudi pozitivno stališče glede dejstva, da so pri razvoju projekta Investbx sodelovali strokovnjaki iz strokovne skupnosti v regiji West Midlands.

(175) Glede obsega ukrepa (točka 5.2.3.3 Smernic o rizičnem kapitalu) Komisija ugotavlja, da Investbx ne bo zagotavljal sredstev MSP-jem iz lastnega proračuna. Za zbiranje sredstev bo uporabil trg. V skladu s finančnim načrtom naj bi bil znesek pomoči dovolj velik, da omogoči Investbxu, da v petih letih doseže kritično velikost ter tako izkoristi ekonomijo velikega obsega in postane dobičkonosen. To se obravnava pozitivno.

(176) Kar zadeva udeležbo poslovnih angelov na stopnji zbiranja sredstev (točka 5.2.3.4 Smernic o rizičnem kapitalu), ta ukrep po eni strani ne vključuje naložb na stopnji zbiranja sredstev in se zato to merilo ne uporablja. Po drugi strani pa bi lahko potencialni poslovni angeli uporabili Investbx za vlaganje v MSP-je tako kot vsi drugi vlagatelji.

(177) V zvezi s potrebo po ukrepu Komisija najprej upošteva, da noben zasebni izvajalec borznih poslov ni bil pripravljen začeti pobude Investbx brez dodelitve državne pomoči. To je lahko posledica dejstva, da ustanovitev regionalnega spletnega trga za MSP-je vključuje precejšnja tveganja v začetnem obdobju, dokler se ne doseže ekonomija velikega obsega. Zato se državna pomoč obravnava kot potrebna, da bi se odpravila tržna pomanjkljivost, tako da se ustanovi Investbx in da se mu pomaga, da v petih letih delovanja doseže pokritost stroškov.

(178) V nadaljevanju Komisija ocenjuje spodbujevalni učinek.

(179) Po ocenah, ki temeljijo na raziskavah, ki so jih opravili organi Združenega kraljestva, vsako leto najmanj 10 MSP-jev z izvedljivimi poslovnimi načrti iz regije West Midlands skuša pridobiti lastniški kapital, vendar ga ne pridobi. Po načrtih naj bi Investbx v prvih petih letih poslovanja pridobil lastniški kapital za najmanj 47 podjetij. Poleg tega bo imelo zagotavljanje lastniškega kapitala v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP verjetno pozitivne učinke na sosednje finančne trge. Poslovni angeli in drugi neformalni vlagatelji, ki po navadi zagotavljajo finančna sredstva v višini manj kot 0,5 milijona GBP, bodo lahko uporabili Investbx kot novo možnost izstopa za svoje naložbe, zaradi česar bodo lahko imeli starejši in bolj uveljavljeni trgi in vlagatelji, ki se ukvarjajo z večjimi poslovnimi transakcijami, kot so alternativni investicijski trg in skladi tveganega kapitala, korist od podjetij, ki bodo zrasla z Investbxom in bodo potrebovala večje tranše finančnih sredstev v višini nad 2 milijonoma GBP s pomočjo kotacije na borzi. Ukrep zadeva pilotni projekt, ki lahko, če bo uspešen, spodbudi nadaljnje projekte take vrste v drugih regijah.

(180) Spodbujevalni učinek pomoči za Investbx je razviden iz dejstva, da brez državne pomoči ne bi obstajal, kot trdita Združeno kraljestvo in Ofex. Poleg tega jasno določen datum konca pomoči spodbuja Investbx, da postane donosen in gospodarsko uspešen. Namen ukrepa je spremeniti vedenje vlagateljev in MSP-jev z izboljšanjem izmenjave informacij o možnih poslih.

(181) Ukrep Investbx ne zagotavlja pomoči na ravni vlagateljev, zato ne izkrivlja njihovega spodbujevalnega mehanizma, da izbirajo najdonosnejše naložbe. V nasprotju z drugimi ukrepi državne pomoči, tj. neposredna pomoč za vlaganje v MSP-je, spodbude za vlagatelje niso izkrivljene.

(182) Po ocenah organov Združenega kraljestva naj bi v prvih petih letih najmanj 47 gospodarskih družb prejelo lastniško financiranje pod pogoji, ki jih ponuja Investbx. Večino teh družb bi sicer odvrnili pogoji, ki trenutno veljajo na trgu, zlasti pomanjkanje informacij, zapleteni postopki in prevladujoče cene. Zaradi uvedbe novega kanala za zbiranje lastniških finančnih sredstev, združevanja vseh povezanih storitev in možnosti poznejšega trgovanja z delnicami se pričakuje, da bodo MSP-ji zbrali več lastniških finančnih sredstev za svojo širitev. To je spodbujevalni učinek ukrepa.

(183) Komisija meni, da je v skladu s točko 5.2.3. Smernic o rizičnem kapitalu ukrep potreben in zagotavlja spodbujevalni učinek.

6.3.4. *Sorazmernost pomoči*

(184) V skladu s točko 5.2.4 Smernic o rizičnem kapitalu Komisija oceni sorazmernost pomoči. Komisija prouči, ali pomoč presega tisto, kar je potrebno, da se sproži večje zagotavljanje tveganega kapitala, in zlasti, ali vlagatelji prejemajo čezmerno nadomestilo ter ali javni sektor v celoti krije tveganje izgub, medtem ko koristi prehajajo v roke drugih vlagateljev. Komisija lahko tudi upošteva, da bo javni razpis ali poziv za javno zbiranje vlagateljev pozitivno vplival na oceno.

(185) Objavljen bo poziv za javno zbiranje vlagateljev za uporabo Investbxa in informacije o Investbxu bodo na spletni strani Investbxa javno dostopne vsem vlagateljem. Ukrep ne bo zaprt, temveč bo ostal odprt za vse vlagatelje.

(186) V primerjavi s shemami tveganega kapitala, ki jih države članice navadno uporabljajo za zmanjšanje tržne pomanjkljivosti, je znesek uporabljenih javnih sredstev zelo omejen. Regionalne sheme tveganega kapitala, ki zajemajo regije podobne velikosti, kot je West Midlands, navadno vključujejo mnogo višje zneske pomoči, kot je predvideno pri tem ukrepu ([40]). Poleg tega Investbx sam ne zagotavlja lastniškega kapitala MSP-jem. Ukrep samo uvaja novo vrsto trga za naložbe v MSP-je, ki omogoča transakcije med zasebnimi strankami po tržnih pogojih. V tem smislu se zdi Investbx posebno učinkovit pri odpravljanju tržne pomanjkljivosti.

([40]) Na primer zadeva državne pomoči C 17/2004 – Združeno kraljestvo („Podjetniški skladi kapitala“), UL L 91, 29.3.2006, str. 16, in zadeva državne pomoči C 72/2003 – Združeno kraljestvo („Invest Northern Ireland Venture 2003“), UL L 236, 13.9.2005, str. 14.

(187) Velikost pomoči se izračuna na način, ki omogoča Investbxu, da doseže ekonomijo velikega obsega in zadostno velikost, da lahko v petih letih doseže pokritost stroškov. Zgornja meja pomoči znaša 3 milijone GBP. To bo pokrilo le razliko med pričakovanimi prihodki iz dejavnosti Investbxa in stroški, ki jih Investbx ustvari v prvih petih letih. Dejanska pomoč bo omejena na tisto, kar je potrebno, da se pokrijejo morebitne izgube. Če bo Investbx posloval tako uspešno, da bo pokril svoje upravne stroške, preden se bo porabil celotni znesek pomoči, bo preostali del subvencije vrnil AWM.

(188) Komisija pozitivno upošteva dejstvo, da je ukrep omejen na pet let. Po tem obdobju bo regionalni organ AWM bodisi zaprl Investbx ali pa prodal njegove delnice na podlagi javnega in nediskriminacijskega razpisa, ki bo dostopen vsem udeležencem na trgu, vključno z Ofexom. AWM bi takrat dobil nazaj vsaj del celotne subvencije, mogoče pa tudi več v obliki prodajne cene Investbxa.

(189) Komisija meni, da je pomoč omejena na najnižji znesek, ki je potreben, in da je zato sorazmerna.

6.3.5. *Izkrivljanje konkurence in vpliv na trgovino morata biti omejena, da se zagotovi, da ukrep pomoči ni v nasprotju s skupnim interesom.*

(190) V skladu s točko 5.3 Smernic o rizičnem kapitalu Komisija oceni negativne učinke ukrepa, da bi jih izravnala s pozitivnimi učinki. V nadaljevanju se razpravlja o morebitnem učinku izrivanja potencialnih konkurentov in drugih negativnih učinkih.

6.3.5.1. ***Potencialni konkurenti in v kakšnem obsegu lahko izrivanje vpliva nanje***

(191) Glavna storitev, ki jo zagotavlja Investbx, je pridobivanje lastniškega kapitala za MSP-je v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP. Povezane storitve, ki jih zagotavlja Investbx, so pomožne, njihov osnovni namen pa je usmerjanje lastniškega kapitala v MSP-je. Čeprav obstajajo določene prednosti lokalnega vlaganja v MSP-je, geografski trg za te tranše lastniškega kapitala zajema vsaj celotno Združeno kraljestvo, saj so tisti MSP-ji, ki so taka finančna sredstva že prejeli, ta pridobili iz virov v drugih delih Združenega kraljestva, kot je na primer London. Čeprav se je o primeru prejemanja finančnih sredstev iz tujine že poročalo ([41]), je trg lastniškega kapitala za tranše od 0,5 do 2 milijonov GBP po navadi nacionalen.

([41]) Univerza v Warwicku je v svoji pripombi navedla študijo primera, v katerem je MSP iz regije West Midlands prejel lastniško financiranje iz Avstralije.

(192) V nadaljevanju se razpravlja o verjetnih učinkih pomoči na konkurente. Med konkurente, ki zagotavljajo ali pomagajo zagotoviti lastniško financiranje v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP, bi lahko spadali poslovni angeli, imetniki tveganega kapitala, borzni posredniki, alternativni sistemi trgovanja ter tudi alternativni investicijski trg in londonska borza kot tradicionalni borzi.

(193) V primerjavi s financiranjem s strani poslovnih angelov Investbx po eni strani omogoča zagotavljanje večjih zneskov lastniškega kapitala, po drugi strani pa ima strožje zahteve po javnosti podatkov in neodvisnih raziskavah kot poslovni angeli. Čeprav lahko nekatere mreže ali združenja poslovnih angelov zagotovijo enake zneske lastniškega kapitala, bi bila njihova konkurenca Investbxu v tem primeru precej omejena, ker bi taki poslovni angeli ponujali lastniški kapital po nižjih stroških kot Investbx, saj ne zahtevajo enako raven raziskav in javnosti podatkov. Poleg tega bi lahko imeli poslovni angeli celo korist od tega ukrepa, če bi vlagali prek Investbxa. Komisija je prejela od skupnosti poslovnih angelov le pozitivne pripombe.

(194) Kot je navedeno, so zasebni skladi tveganega kapitala usmerjeni predvsem v večje poslovne transakcije. Investbx bo omogočil rast MSP-jev, ki jih bodo lahko pozneje prevzeli skladi tveganega kapitala ali vlagatelji na starejših in bolj uveljavljenih trgih. Določene stopnje konkurence tem skladom, ki zagotavljajo majhen znesek lastniškega kapitala, ni mogoče izključiti. Komisija je od predstavnikov sektorja tveganega kapitala, in sicer od Catapult Venture Managers Ltd. in Advantage Growth Fund, prejela le pozitivne pripombe. Ker je glavna značilnost Investbxa, da zbira kapital za MSP-je od vlagateljev in deluje kot platforma za trgovanje, sam ne zagotavlja finančnih sredstev gospodarskim družbam, s katerimi se trguje. Zato le v zelo omejenem obsegu pomeni konkurenco skladom tveganega kapitala.

(195) Komisija je od skupnosti borznih posrednikov prejela negativne pripombe JP Jenkinsa, ki trdi, da bo Investbx postal neposreden konkurent, ki bo izkoristil konkurenčno prednost zaradi zagotovljene državne pomoči, kar bo povzročilo izkrivljanje konkurence in škodilo položaju družbe JP Jenkins. V zvezi s tem Komisija upošteva izjavo organov Združenega kraljestva, da JP Jenkins deluje na podlagi drugačnega poslovnega modela kot Investbx. JP Jenkins je borzni posrednik, ki zgolj izvršuje naročila, ter ustvarjalec trga, ki sklepa posle z zunajborznimi in neuvrščenimi vrednostnimi papirji. Poleg tega za ta trg ne veljajo nobene zakonodajne obveznosti. Združeno kraljestvo zato trdi, da JP Jenkins ne opravlja funkcije zbiranja sredstev za MSP-je, kar je glavni cilj Investbxa. Isti argumenti veljajo za dejavnost drugih borznih posrednikov, ki zgolj izvršujejo naročila. Kar zadeva izjave JP

Jenkinsa, pa je JP Jenkins v vsakem primeru junija 2006, pred odpravo možnosti iskanja po regijah na njegovi spletni strani, trgoval s 157 gospodarskimi družbami, od katerih so bile le štiri iz regije West Midlands. Zato Komisija meni, da je morebiten vpliv Investbxa na JP Jenkins vsaj zelo omejen.

(196) Investbx naj bi vstopil na trg platform za trgovanje za lastniško financiranje gospodarskih družb, ki ne morejo kotirati na glavni borzi v Združenem kraljestvu. Londonska borza ne velja za potencialnega konkurenta Investbxa, ker bi se gospodarske družbe, s katerimi se trguje na teh dveh trgih, razlikovale po velikosti in drugih lastnostih, ki jih zahteva londonska borza. Za kotiranje na londonski borzi morajo gospodarske družbe zlasti izpolniti določena merila, kot so 25-odstotni delež delnic v javni lasti, 3 leta izkušenj s trgovanjem in obratna sredstva vsaj za naslednjih 12 mesecev ali minimalna tržna kapitalizacija. Poleg tega je alternativni investicijski trg manj primeren za zbiranje sredstev v višini manj kot 2 milijonov GBP, ker lahko neposredni stroški zbiranja takega zneska zajemajo povprečno 20–26 % zbranega lastniškega kapitala. Ne zagotavlja enakih storitev MSP-jem kot Investbx. To odvrača MSP-je, ki zbirajo 2 milijona GBP, od uporabe alternativnega investicijskega trga.

(197) Trenutni alternativni sistemi trgovanja, kot sta Ofex in The Share Centre, lahko tudi zagotavljajo primarno ali sekundarno trgovanje MSP-jem. Kar zadeva konkurenčne razmere na celotnem trgu, bodo učinki Investbxa omejeni le na eno regijo Združenega kraljestva. V tej regiji je zagotavljanje in posredovanje lastniškega kapitala manj razvito kot v celotnem Združenem kraljestvu. Glede morebitne konkurence zlasti Ofexu Komisija poudarja, da je trenutno le 5 % gospodarskih družb, ki trgujejo na Ofexu, iz regije West Midlands. Iz te regije je bilo med letoma 2000 in 2005 v Ofex vključenih skupaj 10 gospodarskih družb. Samo 2 izmed gospodarskih družb, ki trenutno kotirajo na borzi, sta bili vključeni od leta 2003. Ofex deluje po vsej državi in je usmerjen v mednarodno trgovanje, zato ni mogoče izključiti možnosti, da bo uporabil svojo posodobljeno platformo za trgovanje z večjimi količinami ter delnicami velikih gospodarskih družb, ki morda kotirajo drugje. Kot so navedli organi Združenega kraljestva, je bilo v šestih letih od leta 2000 do leta 2005 prek Ofexa zbranih le za 3,5 milijona GBP sredstev za primarno financiranje 5 gospodarskih družb s sedežem v regiji West Midlands. Hkrati je bilo prek Ofexa zbranih skupaj 43,3 milijonov GBP sredstev za primarno financiranje v razponu od 0,5 do 2 milijonov GBP za 39 podjetij po vsem Združenem kraljestvu. Zato je izkrivljanje konkurence z vidika obsega sredstev za primarno financiranje in števila MSP-jev, ki bi lahko prešli iz Ofexa v Investbx, v regiji West Midlands zelo omejeno.

(198) Komisija meni, da ne bi bilo nikakršnega izkrivljanja konkurence, če bi bil Investbx neuspešen ter ne bi zbral kapitala in/ali ne bi trgoval z nobenim MSP-jem. V takem primeru bi bil ukrep samo neučinkovit, ne bi pa imel izkrivljajočega učinka.

(199) Izkrivljanje konkurence je omejeno tudi na ravni MSP-jev, v katere se vlaga prek Investbxa. Njihova korist je omejena na regijo West Midlands in na izboljšan dostop do finančnih storitev, ki ga omogočata povezovanje storitev, ki se sicer izvajajo po tržnih pogojih, ter zbiranje sredstev od lokalno zainteresiranih vlagateljev, za katere morajo v vsakem primeru plačati 6 % od zbranih sredstev. Poleg tega je Investbx dostopen MSP-jem iz regije West Midlands, ki izpolnjujejo predpisane zahteve po javnosti podatkov in neodvisni raziskavi. Na koncu so zasebni vlagatelji tisti, ki odločajo o tem, kateri MSP ima najprimernejši poslovni načrt za naložbo.

6.3.5.2. *Druga izkrivljanja konkurence*

(200) Glede drugih izkrivljanj konkurence, kot so predstavljena pod točko 5.3.2 Smernic o rizičnem kapitalu, Komisija prouči, ali bodo imeli ciljni MSP-ji zaradi ukrepa pomembno tržno moč, ali bo njegov učinek tak, da bodo neučinkovita podjetja ali sektorji ostajali na površju, ali bo imel učinek čezmerne ponudbe sredstev tveganega kapitala ter ali lahko pomoč razvije neučinkovito dodelitev dejavnikov proizvodnje med regijami.

(201) Kot je navedeno v oceni o obstoju pomoči na ravni MSP-jev, bodo ciljni MSP-ji prejeli tvegani kapital od zasebnih vlagateljev brez kakršnega koli elementa pomoči. Edina korist, ki jo bodo imeli, izhaja iz prejemanja storitev, ki sicer na trgu niso na voljo. Iz narave koristi je razvidno, da sama po sebi ne more povzročiti razvoja tržne moči. Podobno bo zasebna narava odločitev o naložbah zagotovila, da učinek ukrepa ne bo tak, da bodo neučinkovita podjetja ali sektorji ostajali na površju ali da bi se spremenila dodelitev dejavnikov proizvodnje med regijami.

6.3.5.3. *Drugi dejavniki, ki omejujejo izkrivljajoč učinek na konkurenco*

(202) Komisija meni, da lahko pomoč za Investbx v višini 3 milijonov GBP izkrivi konkurenco, vendar obstaja več vidikov, ki omejujejo morebitno škodo konkurentom. Ukrep je omejen glede na višino zneska, geografsko in časovno.

(203) Prvič, pomoč za Investbx bo strogo omejena na največ 3 milijone GBP. Znesek pomoči se ne bo povečal in je omejen na tisto, kar je potrebno, da se pokrijejo morebitne izgube v začetni fazi Investbxa.

(204) Drugič, svoje storitve ponuja samo MSP-jem, ki delujejo v regiji West Midlands, medtem ko drugi trgi, kot je Ofex, svoje storitve ponujajo za celotno Združeno kraljestvo in tudi v tujini. Kakršni koli morebitni izkrivljajoči učinki bi bili zato omejeni na manjši del uveljavljenih trgov izvajalcev.

(205) Tretjič, pomoč je časovno omejena na pet let. Po tem obdobju bo AWM bodisi prodal delnice Investbxa zasebnim vlagateljem prek nediskriminacijskega javnega razpisa ali pa ga zaprl, tako da bo morebitno izkrivljanje odpravljeno. Ob prodaji se bodo vsa neporavnana sredstva iz prvotne subvencije vrnila AWM. Čeprav Investbx ne pokriva le začetne naložbe, temveč tudi zagonske stroške za obdobje petih let, Komisija meni, da je ta znesek potreben. Ker je pričakovano letno število novih MSP-jev, ki naj bi se vključili v trg Investbx, omejeno, je upravičeno sklepati, da bo ekonomija velikega obsega učinkovita in da bo Investbx lahko dosegel pokritost stroškov, šele ko bo število MSP-jev, s katerimi se trguje, po nekaj letih doseglo določeno raven.

(206) Ofex je v svojih dodatnih pripombah izrazil zaskrbljenost, ker obstaja tveganje, da po petletnem obdobju ne bo mogoče najti nobenega kupca za Investbx in bodo zato podjetja, vključena v to platformo, izgubila svoj sistem za trgovanje, njihovi delničarji pa ne bi mogli prodati svojih delnic in bi bili „priklenjeni“. Organi Združenega kraljestva so potrdili, da mora ob morebitnem zaprtju Investbxa The Share Centre ohraniti svojo platformo, ki jo uporablja Investbx, in da bodo imeli MSP-ji možnost, da jo še naprej uporabljajo pod enakimi pogoji, kot so jih imeli pri Investbxu. V nasprotju s trditvami Ofexa bi imeli delničarji možnost, da še naprej trgujejo s svojimi delnicami, in ne bi bili priklenjeni.

(207) Četrtič, ukrep je namenjen izključno MSP-jem v fazi širitve. Namen ukrepa je na trg lastniških vrednostnih papirjev privabiti več MSP-jev, ki prej niso sodelovali v njem, in tako ustvariti nove priložnosti za naložbe. Organi Združenega kraljestva so se zavezali, da bodo omejili velikost transakcije na največ 2 milijona GBP na leto, medtem ko na uveljavljenih platformah ne obstaja taka uradna zgornja meja.

(208) In končno, izkrivljanje konkurence je bilo omejeno z izbiro glavnih izvajalcev storitev na podlagi nediskriminacijskega postopka. Predložene so bile le tri ponudbe, med njimi tudi Ofexova. Izvajalec storitev za Investbx je bil izbran na podlagi meril, ki so bila enaka za vse ponudnike. Ponudba The Share Centre je bila boljša glede na kvalitativna merila in tudi glede na ceno.

(209) Investbx bo za subjekte, v katere se lahko vlaga, izvajal „funkcijo pomičnih stopnic“, ki jim bo omogočila rast in vstop v starejše in bolj uveljavljene trge v poznejši vazi razvoja, kar bo koristno za alternativni investicijski trg. Omejitev višine transakcije na 2 milijona GBP bo to funkcijo tekočih stopnic še okrepila.

(210) Projekt je že privabil veliko zanimanja, ker se v prihodnosti lahko uporabi za reševanje morebitnih lokalnih tržnih pomanjkljivosti v drugih regijah Evropskih skupnosti, kot je to razvidno iz pripomb CEBRE in Regione Emilia-Romagna. Postane lahko zanimiva in stroškovno učinkovita možnost za spodbujanje trga tveganega kapitala in podpiranje MSP-jev.

(211) Na ravni vlagateljev v ciljne MSP-je Komisija meni, da zasebne naložbe ne bodo izrinjene zaradi ukrepa pomoči, temveč bo Investbx odprl več priložnosti za zasebne vlagatelje, ker bo izboljšal njihov dostop do informacij o MSP-jih. Poleg tega je usmerjen v splošno javnost in ne v institucionalne vlagatelje.

(212) Kljub temu pa ni mogoče izključiti dejstva, da bo Investbx privabil vsaj del gospodarskih družb, ki bi sicer naložbe iskale prek drugih trgov. Vendar pa bi bil ta učinek omejen na obdobje največ petih let in na regijo West Midlands, kjer nerešena tržna pomanjkljivost kaže, da drugi trgi ne zadovoljujejo v zadostni meri sedanjih možnosti regije.

(213) Komisija meni, da so celotni negativni učinki pomoči v skladu s točko 5.3 Smernic o rizičnem kapitalu omejeni.

6.3.6. *Odziv Komisije na negativne pripombe tretjih strank*

(214) V nadaljevanju Komisija na kratko predstavi svoje trditve, s katerimi spodbija negativne pripombe tretjih strank.

(215) Kar zadeva drobitev likvidnosti, so storitve Investbxa omejene na MSP-je iz regije West Midlands, ki želijo zbrati lastniški kapital v višini od 0,5 do 2 milijonov GBP. V tem določenem segmentu lahko privabi le zelo majhen del subjektov, v katere se lahko vlaga in ki uporabljajo druge trge. Kar zadeva vlagatelje, bo privabil le tiste, ki se zanimajo za vlaganje v regiji West Midlands. Zato je morebitna nevarnost drobitve likvidnosti, ki obstaja na obstoječih trgih, zelo omejena. Po drugi strani pa bo Investbx prispeval k združevanju likvidnosti, ker bo vrednostne papirje in transakcije, z večino katerih bi se sicer trgovalo ločeno na odprtem trgu, usmerjal v organizirane avkcije.

(216) Investbx bo izpolnil zakonodajne zahteve in zahteve po javnosti podatkov, ki so primerne za alternativni sistem trgovanja. Nadzoroval ga bo The Share Centre, ki ga ureja FSA, kot je razloženo v opisu.

(217) Kar zadeva domnevno izkrivljanje konkurence, zaradi česar naj bi bila družba JP Jenkins prikrajšana, Komisija ugotavlja, da ima JP Jenkins drugačen poslovni model. JP Jenkins trguje z gospodarskimi družbami, ki ne kotirajo na borzi in so prenehale kotirati na Ofexu, alternativnem investicijskem trgu ali londonski borzi. Je borzni posrednik, ki zgolj izvršuje naročila, in ustvarjalec trga. Kot navaja Združeno kraljestvo, lahko JP Jenkins uporabi dvojni tečaj za vsako podjetje, s katerim se ukvarja, vendar ni nujno, da ima na voljo delnice za nakup ali prodajo, temveč je njegov namen samodejno sklepati posle med kupci in prodajalci. JP Jenkins je v vsakem primeru na podlagi podatkov na njegovih spletnih straneh junija 2006 trgoval s 157 gospodarskimi družbami, od katerih so bile le štiri iz regije West Midlands. Zato Komisija meni, da je morebiten vpliv Investbxa na JP Jenkins zelo omejen.

(218) Kar zadeva trditev Ofexa, da predhodna ocena Komisije temelji na informacijah, ki so nepopolne, zastarele in v neskladju z načinom, kako trg lastniških vrednostnih papirjev Združenega kraljestva deluje v praksi, Komisija ugotavlja, da njena ocena temelji na zadnjih razpoložljivih podatkih in študijah, zlasti poročilih Britanskega združenja tveganega kapitala o naložbeni dejavnosti v letih 2003, 2004 in 2005, raziskavah Britanskega združenja tveganega kapitala za merjenje uspešnosti v zasebnem lastniškem kapitalu in tveganem kapitalu v letih 2003, 2004 in 2005, poročilih finančnega ministrstva in drugih virih, navedenih v Odločbi. Niti Ofex niti druge zainteresirane stranke niso predložile nobenih nasprotujočih si oziroma novejših študij ali podatkov.

(219) Ofex trdi, da ni dokazov o pomanjkanju informacij za MSP-je o dostopu do lastniškega financiranja, o nezmožnosti gospodarskih družb iz regije West Midlands z izvedljivimi poslovnimi načrti, da bi zbrale lastniški kapital, in o tem, da vlagatelji nimajo informacij o subjektih, v katere se lahko vlaga. Prvič, družba Deloitte je v svojem poročilu z naslovom „*Izboljšanje dostopa do finančnih sredstev za mala in srednja podjetja*“ ([42]) na podlagi pogovorov z interesnimi skupinami ugotovila, da sta splošno poznavanje in ozaveščenost MSP-jev o možnostih financiranja slaba. Pogovori so pokazali, da je majhna pripravljenost za investiranje glavna ovira za dostop do finančnih sredstev v regiji West Midlands. Pripravljenost za investiranje zajema odnos gospodarskih družb do financiranja, kakovost poslovne dokumentacije in splošno naložbeno upravičenost projekta. Drugič, organi Združenega kraljestva so izvedli študijo, ki kaže, da bi se lahko v Investbx letno vključilo vsaj 10 MSP-jev iz regije West Midlands. Poleg tega so predložili izjave imetnika tveganega kapitala, da skladi tveganega kapitala zavrnejo številne MSP-je z izvedljivimi poslovnimi načrti, ki bi lahko bili primerni za Investbx. Tretjič, predložene študije navajajo, da je pomanjkanje zanesljivih informacij za vlagatelje eden od razlogov za obstoj tržne pomanjkljivosti. ([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), str. 36 in 39; ECOTEC: *Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand* (2004), str. 16–18.

(220) Glede dvomov o tržni potrebi po Investbxu Komisija ugotavlja, da je Združeno kraljestvo predložilo rezultate študije, ki je bila opravljena v letu 2003 v 21 družbah strokovnih svetovalcev, ki so jim postavili vprašanje, koliko gospodarskih družb na leto pričakujejo, da se bo vključilo v Investbx. Izmed 20 družb jih je 13 navedlo, da pričakujejo vključitev od ene do šestih gospodarskih družb na leto. Ob upoštevanju dejstva, da niso bili navezani stiki z vsemi strokovnjaki, ki delujejo v regiji West Midlands, se Komisija strinja, da lahko velja ocena, da se bo v Investbx vključilo od pet do dvanajst gospodarskih družb na leto, za zelo previdno. V drugi študiji, ki je bila opravljena leta 2003 med predstavniki regionalne poslovne skupnosti, je 88 % od 41 vprašanih menilo, da uveljavljeni kapitalski trgi ne izpolnjujejo potreb MSP-jev po financiranju. V isti študiji je 68 % vprašanih dejalo, da je Ofex malo izrabljen vir kapitala za MSP-je. Čeprav Ofex trdi, da se je od leta 2003 prestrukturiral in uvedel regionalnega vodjo, je v letih 2004 in 2005 le ena gospodarska družba iz regije West Midlands na novo kotirala na Ofexu. Neskladje med potencialnim povpraševanjem in obsegom, v katerem ga Ofex ali drugi uveljavljeni trgi zadovoljujejo, kaže na potrebo po Investbxu.

(221) Ofex trdi, da Investbxu zakonodaja preprečuje, da bi zagotavljal več informacij o poslovnih možnostih subjektov, v katere se lahko vlaga, kot jih je na voljo pri Ofexu ali alternativnem investicijskem trgu. Vendar pa bo po trditvah organov Združenega kraljestva Investbx lahko zagotavlja in tudi bo zagotavljal dostopnost neodvisnih raziskav o MSP-jih vsem vlagateljem, kar trenutno ni predpogoj za vstop na uveljavljene trge. Kar zadeva zaščito vlagateljev, organi Združenega kraljestva navajajo, da bo Investbx kot pooblaščeni predstavnik podjetja The Share Centre, ki ga ureja FSA, moral izpolnjevati zahteve zakona o finančnih storitvah in finančnih trgih iz leta 2000 (Financial Services and Markets Act 2000), The Share Centre pa bo zagotovil, da Investbx ravna v skladu z ustrezno najboljšo prakso, kot je določeno v Kodeksu poslovnega ravnanja FSA.

(222) Glede stroškov transakcije organi Združenega kraljestva trdijo, da bo Investbx zagotavljal storitve raziskav in predstavljanja na povprečno precej nižji ravni stroškov, poleg tega pa bo odpravil razliko med ponudbeno in prodajno ceno ustvarjalcev trga.

(223) Če Investbx po petih letih ne bo ekonomsko upravičen in se ne bo mogel prodati, se bo zaprl. Gospodarske družbe, ki bodo takrat kotirale na Investbxu, se lahko odločijo, da jih prevzame The Share Centre, kar bo vlagateljem in subjektom, v katere se lahko vlaga, zagotovilo varno trajnost trgovanja na platformi po enakih provizijah in drugih pogojih, kot so bili ponujeni v razpisnem postopku

za izvajanje storitev Investbxu. Namen te ureditve je preprečiti strah pred priklenjenostjo v naložbo ob iztekanju petletnega obdobja podpore.

(224) Glede trditve, da je sistem, ki temelji na avkciji, manj primeren za trgovanje z delnicami MSP-jev, Komisija ugotavlja, da oba sistema ponujata različne prednosti. Medtem ko sistem ustvarjalcev trga ponuja možnost trgovanja v vsakem trenutku, je v sistemu na podlagi avkcije odpravljen cenovni razpon. Poleg tega bo po navedbah organov Združenega kraljestva cilj Investbxa privabiti vlagatelje z dolgoročnimi pričakovanji, ki bodo pripisovali manjši pomen možnosti vsakodnevnega trgovanja z njihovimi delnicami. Vsekakor pa Komisija ni pristojna za ugotavljanje, kateri sistem je primernejši. Komisija samo ugotavlja, da lahko Investbx prispeva k zmanjšanju tržne pomanjkljivosti.

(225) Ofex trdi, da funkcijo pomičnih stopnic v celoti zagotavljajo Ofex, alternativni investicijski trg in londonska borza. Komisija ugotavlja, da je namen Investbxa prispevati k premostitvi prve stopnice na tej lestvici do alternativnega investicijskega trga za MSP-je s sedežem v regiji West Midlands. Z Ofexovega seznama gospodarskih družb, ki so v zadnjih treh letih prešle iz Ofexa na alternativni investicijski trg, je bila le ena gospodarska družba iz regije West Midlands. Ob upoštevanju dejstva, da alternativni investicijski trg hitro raste, Komisija domneva, da bi bilo v vsakem primeru dovolj prostora za Investbx, ki bi dopolnjeval prizadevanja Ofexa za vključitev novih gospodarskih družb v alternativni investicijski trg.

(226) Vendar pa Komisija priznava, da obstaja tveganje, da se morda ne bodo dosegli cilji Investbxa, ki so bodisi zbiranje kapitala za MSP-je bodisi ponujanje odskočne deske do starejših kapitalskih trgov. Tako tveganje je vključeno že v samo naravo pilotnega projekta. Zaradi tega razloga zasebni vlagatelji niso bili pripravljeni vlagati v ta projekt in zato se kot spodbuda uporablja državna pomoč.

(227) Ofex pravilno trdi, da pomoč ni usmerjena v pokrivanje stroškov MSP-jev, temveč predvsem v zagonske stroške Investbxa. Subjekti, v katere se lahko vlaga, bodo prejeli lastniško financiranje od zasebnih vlagateljev pod tržnimi pogoji. Pomoč je namenjena samo trgu, ki bo pripomogel k povečanju učinkovitosti usmerjanja sredstev.

(228) Kar zadeva spodbujevalni učinek, pomoč omogoča uvedbo regionalnega prostora za alternativni sistem trgovanja z dodatnimi storitvami, ki zagotavlja tudi nov kanal za prenos informacij, pomembnih za naložbe, med vlagatelji in MSP-ji, v katere se lahko vlaga. Pomoč tako zagotavlja spodbudo za Investbx, da začne delovati in odpravljati tržno pomanjkljivost.

(229) […] (*).

(230) Kar zadeva Ofexovo zaskrbljenost, da bi lahko Investbx izrinil zasebne naložbe v obstoječe ali potencialne trge za trgovanje, Komisija v določenem obsegu te možnosti ne izključuje, vendar poudarja, da je dejavnost Investbxa omejena na MSP-je v regiji West Midlands, ki želijo zbrati lastniški kapital v višini do 2 milijona GBP. Delovanje drugih trgov, ki so znani Komisiji, je v tem segmentu zelo omejeno. Zlasti na Ofexu je le 7 izmed 180 gospodarskih družb, ki kotirajo na njem, iz regije West Midlands. Če Investbx ne bo uspešen, bo to pomenilo, da je njegov promet premajhen, da bi ustvaril dobiček, in bo malo verjetnosti, da bo lahko kakor koli vplival na položaj konkurentov. Če pa bo Investbx uspešen, ga bo AWM po petih letih prodal zasebnim vlagateljem na podlagi javnega razpisa in tako na trg za tako vrsto finančnih storitev privabil več zasebnih naložb. V vsakem primeru pa bodo zasebni vlagatelji tisti, ki bodo ocenili, katera vrsta trga ponuja boljše storitve, je bolj inovativna in omogoča večji donos za njihove naložbe. Res je sicer, da v prvih petih letih Investbxu ne bo treba plačati nobenih dividend zasebnemu vlagatelju. V prvih petih letih bo Investbx za svoje storitve zaračunaval take cene, da bo v petih letih dosegel pokritost stroškov. Vendar pa je končni cilj Investbxa glede na njegovo prodajo razviti se v donosno podjetje, ki bo moralo ustvarjati dobiček, ko se bo prodalo. Ofex trdi, da bi lahko Investbx oviral inovativnost na finančnem trgu. Vendar pa je način, kako naj bi Investbx deloval, sam po sebi pomembna inovacija. Dejansko gre za kombinacijo več inovativnih elementov.

6.4. **Izravnava in sklepne ugotovitve**

(231) Komisija potrjuje, da je ustanovitev Investbxa ukrep, katerega cilj je odpraviti tržno pomanjkljivost in ki bo imel spodbujevalni učinek na zbiranje lastniškega kapitala za MSP-je.

(232) Komisija meni, da je pomoč za Investbx v višini 3 milijonov GBP sorazmerna. Obstaja več vidikov, ki omejujejo morebitno škodo konkurentom. Ukrep je omejen geografsko, časovno in glede na ciljne subjekte, v katere se lahko vlaga.

(233) Komisija je na podlagi navedenih premislekov sklenila, da pomoč prispeva k odpravljanju tržne pomanjkljivosti in omogoča razvoj regionalne platforme za trgovanje z lastniškimi instrumenti, ki bo olajšala lastniško financiranje MSP-jev, pri tem pa ne vpliva negativno na pogoje trgovanja v obsegu, ki bi bil v nasprotju s skupnim interesom. Zato je pomoč za Investbx v skladu s Smernicami o rizičnem kapitalu združljiva s skupnim trgom.

(*) Zaupne informacije.

6.5. **Kumulacija**

(234) Organi Združenega kraljestva so se zavezali, da se subvencija za Investbx ne bo kumulirala z nobeno drugo državno pomočjo na ravni Investbxa. Kar zadeva pomoč ciljnim MSP-jem, je korist, ki jo lahko imajo zaradi tega ukrepa, dostop do storitev Investbxa, ki jih sicer bodisi ne bi imeli ali pa ne bi bile po enakih pogojih. Prejeli bodo lastniški kapital samo iz zasebnih virov, ki ne bo vseboval nobenega elementa pomoči. Naložbe lastniškega kapitala ne vključujejo elementa pomoči, zato predpisi oddelka 6 Smernic o rizičnem kapitalu, ki preprečujejo kumulacijo tveganega kapitala, za katerega se prejema pomoč, z drugimi ukrepi pomoči, ne veljajo za MSP-je, ki uporabljajo Investbx.

7. **SPREMLJANJE**

(235) Ob upoštevanju inovativne narave, zapletenosti in možnosti ukrepa, ki bi se lahko uporabljale v drugih regijah Evropskih skupnosti, zato da se pripomore k odpravljanju tržne pomanjkljivosti na regionalni ravni, želi Komisija spremljati učinke in uspeh ukrepa Investbx. Organi Združenega kraljestva predložijo letno poročilo o tem ukrepu, v katerem bodo navedli število MSP-jev, za katere se je zbiral kapital, in višino kapitala, zbranega za vsak MSP, da Komisija lahko oceni, ali ukrep dejansko ustrezno obravnava tržno pomanjkljivost v razponu do 2 milijonov GBP. Da bi se ocenili učinki na strani ponudbe, organi Združenega kraljestva predložijo tudi višino zbranega investicijskega kapitala po vrsti vlagatelja. Da bi se izmerila donosnost ukrepa in spremljala uporaba državnih sredstev, organi Združenega kraljestva predložijo letna finančna poročila Investbxa. Ob koncu petega leta po ustanovitvi Investbxa Združeno kraljestvo obvesti Komisijo, ali je bil Investbx uspešno prodan zasebnim vlagateljem na podlagi javnega razpisa ali pa se je zaprl –

SPREJELA NASLEDNJO ODLOČBO:

Člen 1

Pomoč, ki jo namerava izvajati Združeno kraljestvo v obliki subvencije v višini 3 milijonov GBP za Investbx, je v skladu s členom 87(3)(c) Pogodbe združljiva s skupnim trgom.

V skladu s tem se odobri izvajanje pomoči.

Člen 2

Združeno kraljestvo predloži letno poročilo o izvajanju pomoči, ki bo zajemalo naslednje elemente:

— število MSP-jev, za katere se je zbiral kapital;

— višina kapitala, zbranega za vsak MSP;

— višina zbranega investicijskega kapitala po vrsti vlagatelja;

— finančna poročila.

Ob koncu petega leta po ustanovitvi Investbxa Združeno kraljestvo obvesti Komisijo, ali je bil Investbx uspešno prodan zasebnim vlagateljem na podlagi javnega in nediskriminacijskega razpisa ali pa se je zaprl.

Člen 3

Ta odločba je naslovljena na Združeno kraljestvo Velike Britanije in Severne Irske.

V Bruslju, 20. decembra 2006

Za Komisijo

Neelie KROES

Članica Komisije