

DECYZJA KOMISJI

z dnia 3 maja 2005 r.

w sprawie programu pomocy „Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw”, który Zjednoczone Królestwo zamierza wprowadzić w życie

(notyfikowana jako dokument nr C(2005) 1144)

(Jedynie tekst w języku angielskim jest autentyczny)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(2006/250/WE)

KOMISJA WSPÓLNOT EUROPEJSKICH,

uwzględniając Traktat ustanawiający Wspólnotę Europejską, w szczególności jego art. 88 ust. 2 akapit pierwszy,

uwzględniając Porozumienie o Europejskim Obszarze Gospodarczym, w szczególności jego art. 62 ust. 1 lit. a),

po wezwaniu zainteresowanych stron do przedstawienia uwag zgodnie z tymi przepisami⁽¹⁾ oraz uwzględniając te uwagi,

a także mając na uwadze, co następuje:

I. PROCEDURA

1. Pismem z dnia 25 listopada 2003 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 26 listopada 2003 r., władze Zjednoczonego Królestwa powiadomiły Komisję o wyżej wymienionym środku, zgodnie z art. 88 ust. 3 Traktatu WE.
2. Pismem D/58191 z dnia 19 grudnia 2003 r. Komisja zażądała dalszych informacji dotyczących środka będącego przedmiotem powiadomienia.
3. Pismem z dnia 30 stycznia 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 3 lutego 2004 r., oraz pismem z dnia 19 marca 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 25 marca 2004 r., władze Zjednoczonego Królestwa przedłożyły żądane informacje.
4. Pismem z dnia 7 maja 2004 r., Komisja powiadomiła Zjednoczone Królestwo o swojej decyzji wszczęcia postępowania określonego w art. 88 ust. 2 Traktatu WE w odniesieniu do przedmiotowego środka.
5. Decyzja Komisji o wszczęciu postępowania została opublikowana w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*⁽²⁾. Komisja wezwała zainteresowane strony do przedstawienia swoich uwag.
6. Pismem z dnia 11 czerwca 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 16 czerwca 2004 r., Zjednoczone Królestwo przedstawiło odpowiedź na decyzję Komisji o wszczęciu postępowania.

7. Komisja otrzymała spostrzeżenia od 20 zainteresowanych stron:

- (a) pismem z dnia 20 września 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 23 września 2004 r.;
- (b) pismem z dnia 9 września 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 28 września 2004 r.;
- (c) pismem z dnia 22 września 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 29 września 2004 r.;
- (d) pismem z dnia 1 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 4 października 2004 r.;
- (e) pismem z dnia 6 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (f) pismem z dnia 6 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (g) pismem z dnia 7 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (h) pismem z dnia 6 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 7 października 2004 r.;
- (i) pismem z dnia 7 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (j) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (k) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (l) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (m) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;

⁽¹⁾ Dz.U. C 225 z 9.09.2004, str. 2.⁽²⁾ Patrz przypis 1.

- (n) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w tym samym dniu;
- (o) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 11 października 2004 r.;
- (p) pismem z dnia 6 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 11 października 2004 r.;
- (q) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 11 października 2004 r.;
- (r) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 11 października 2004 r.;
- (s) pismem z dnia 7 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 11 października 2004 r.;
- (t) pismem z dnia 8 października 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 12 października 2004 r.
8. Pismem D/57629 z dnia 25 października 2004 r., Komisja przesłała te spostrzeżenia do Zjednoczonego Królestwa, dając mu możliwość ustosunkowania się do nich.
9. Opinia Zjednoczonego Królestwa na temat uwag stron trzecich została przesłana pismem z dnia 23 listopada 2004 r., które zostało zarejestrowane przez Komisję w dniu 24 listopada 2004 r.

II. SZCZEGÓŁOWY OPIS ŚRODKA

II.1. Cel środka

10. Środek ma na celu zwiększenie wielkości finansowania kapitałem dla małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) w Zjednoczonym Królestwie, ubiegających się o podwyższenie finansowania kapitału własnego w przedziale pomiędzy 250 000 GBP (357 000 EUR) a 2 mln GBP (2,9 miliona EUR).
11. Środek dostarczy dźwigni finansowej dla licencjonowanych Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw (*Enterprise Capital Funds, ECF*). Ta dźwignia finansowa, odsetki od niej oraz udział w zyskach będą spłacane przez każdy ECF.
12. Od ECF wymagać się będzie inwestowania kapitału w małe i średnie przedsiębiorstwa za pomocą instrumentów finansowych lub quasi-finansowych.

II.2. Opis przedmiotowego środka

Podstawa prawna środka

13. Podstawą prawną programu jest sekcja 8 „Ustawy o pomocy dla rozwoju przemysłowego z 1982 r.”

Budżet środka

14. Ponieważ dźwignia finansowa dostarczona do Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw będzie musiała zostać spłacona, środek ma być samofinansującym się w średnim okresie.
15. Jeżeli chodzi o rozliczanie systemu na jego początkowym etapie, Zjednoczone Królestwo przydzieliło 44 miliony GBP (63,8 miliona EUR) na pokrycie kosztów przepływów pieniężnych początkowej dźwigni finansowej.

Czas trwania środka

16. Zjednoczone Królestwo ubiega się o zatwierdzenie na okres 10 lat.

Zarządzanie środkiem

17. Statutową odpowiedzialność posiadać będzie Departament Handlu i Przemysłu (*Department of Trade and Industry, DTI*) poprzez swoją agencję wykonawczą – Służbę Małego Biznesu (SBS).
18. Służba Małego Biznesu (SBS) będzie nadzorować składanie wniosków o status ECF.
19. SBS będzie nadzorować bieżące inwestycje podejmowane przez fundusze ECF, nie sprawując bezpośredniej kontroli nad decyzjami poszczególnych ECF w sprawie inwestycji.
20. SBS zapewni również, że każdy ECF będzie stosował się do swojego biznes planu i przestrzegał warunków, które były podstawą udzielenia im autoryzacji.

Beneficjenci środka

21. Program jest skierowany wyłącznie do nienotowanych na giełdzie małych i średnich przedsiębiorstw⁽³⁾ w Zjednoczonym Królestwie.
22. Firmy znajdujące się w trudnej sytuacji, jak określają to wytyczne Wspólnoty w sprawie pomocy państwa dla ratowania i restrukturyzacji firm znajdujących się w trudnej sytuacji⁽⁴⁾, są wyłączone z inwestycji.

⁽³⁾ Definicja „małych i średnich przedsiębiorstw” użyta przez władze Zjednoczonego Królestwa do celów programu w pełni odpowiada definicji tego określenia podanej w załączniku I do rozporządzenia Komisji (WE) nr 70/2001 z dnia 12 stycznia 2001 r. w sprawie zastosowania art. 87 i 88 Traktatu WE w odniesieniu do pomocy państwa dla małych i średnich przedsiębiorstw (Dz.U. L 10 z 13.01.2001, str. 33).

⁽⁴⁾ Dz.U. C 244 z 1.10.2004, str. 2.

23. Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw („ECF”) nie będą inwestować we wrażliwe sektory zgodnie z ograniczeniami w zakresie pomocy państwa lub w sektory, do których nie stosuje się komunikat Komisji na temat pomocy państwa i kapitału podwyższonego ryzyka⁽⁵⁾. Sektory o niskim ryzyku obejmujące firmy zajmujące się nieruchomościami, gruntami, finansami i inwestycjami, bądź firmy leasingowe typu finansowego, nie będą kwalifikować się do inwestycji w ramach programu.
24. Inwestycje Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw w inne ECF również nie będą możliwe.

Wielkość inwestycji

25. Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw ECF będą dokonywać inwestycji w beneficjentów będących MŚP w przedziale kwot od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 mln GBP (2,9 miliona EUR) na jedną rundę inwestycji.
26. Dodatkowe inwestycje w będące beneficjentami MŚP powyżej granicy 2 mln GBP (2,9 miliona EUR) nie będą dozwolone w przypadkach, gdy ECF inwestuje na mniej korzystnych warunkach niż inni komercyjni inwestorzy.
27. Dalsze inwestycje będą dozwolone, pod warunkiem że całkowita suma finansowania kapitałem zebrana przez będące beneficjentem MŚP od ECF i innych inwestorów kapitałowych nie przekracza granicy wynoszącej 2 mln GBP (2,9 miliona EUR).
28. W wyjątkowych przypadkach, po upływie okresu co najmniej 6 miesięcy od początkowej inwestycji ECF w będące beneficjentem MŚP, dalsze inwestycje powyżej granicy 2 mln GBP (2,9 miliona EUR) będą również dopuszczalne, gdy będzie to konieczne, aby zapobiec obniżeniu wartości kapitału własnego. Będzie to podlegać górnemu limitowi wynoszącemu 10 procent kapitału zadeklarowanego przez każdego ECF, który może być zainwestowany w dowolne pojedyncze MŚP będące beneficjentem.

II.3. Mechanizmy przedmiotowego środka

Rola Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw

29. Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw ECF ustanowione w ramach przedmiotowego środka będą składać się z prywatnych i publicznych pieniędzy przeznaczonych na dalsze inwestycje w MŚP.
30. Po procesie licencjonowania przyznającym status ECF, ECF będą uprawnione do otrzymywania publicznej dźwigni finansowej (środków publicznych) według stopy procentowej równej lub bliskiej stopie dziesięcioletnich obligacji państwowych.

Ograniczenia w stosunku do publicznej dźwigni finansowej i zobowiązań spłaty

31. Publiczna dźwignia finansowa wnoszona do licencjonowanych Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw będzie ograniczona do sumy nie wyższej niż dwukrotna wartość prywatnego kapitału zebranego przez fundusz.
32. Suma dźwigni finansowej, odsetki od tej sumy oraz udział w zyskach dla wkładu publicznego muszą zostać spłacone przez Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw. Zapewni to, że program będzie samofinansującym się w średnim okresie.

Minimalizacja pomocy publicznej

33. Dokładne sumy publicznej dźwigni finansowej, udział w zyskach i priorytety spłat zostaną określone za pomocą opartego na zasadach konkurencji procesu przetargowego, tak aby zapewnić minimalne wsparcie publiczne.
34. Otwarte zaproszenia do składania wniosków złożone poprzez publikację programu pomocy w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* oraz właściwej prasie branżowej zapewnią, że publiczne wsparcie będzie minimum niezbędnym do osiągnięcia zamierzonego celu.
35. Ubiegając się o status ECF, potencjalne fundusze będą musiały określić żądaną sumę publicznej dźwigni finansowej (do górnej granicy równej dwukrotnej wartości prywatnego kapitału), podział zysków pomiędzy inwestorów publicznych i prywatnych, jak również priorytetowość spłat odnośnie do:

- (a) odsetek od sumy dźwigni finansowej;
- (b) sumy dźwigni finansowej;
- (c) prywatnego kapitału;
- (d) podziału zysków.

Warunki kwalifikowalności do ECF

36. Podmioty gospodarcze, które potencjalnie prowadzić będą ECF, przedstawią solidny biznesplan zawierający:
- (a) proponowany zespół kierowniczy, jego właściwe doświadczenie oraz dowody posiadania przez niego kompetencji niezbędnych do skutecznego prowadzenia ECF;
 - (b) sumę prywatnego kapitału, który ma być zebrany oraz zamierzone źródła kapitału;

⁽⁵⁾ Dz.U. C 235 z 21.08.2001, str. 3.

- (c) dowody na zainteresowanie inwestorów proponowanym biznesplanem ECF;
- (d) proponowaną strategię inwestycji ECF, w tym część funduszu, jaka ma być zainwestowana w firmy będące w początkowym stadium i zaczynające działalność;
- (e) ustalenia dotyczące spłat, w tym kolejności spłat sumy dźwigni finansowej, spłat odsetek od dźwigni finansowej, wypłat udziału w zyskach, jak również udziału w publicznym zysku.
37. ECF będzie zobowiązany do stosowania się do wytycznych Brytyjskiego Stowarzyszenia Kapitału Ryzyka (*British Venture Capital Association, BVCA*) dotyczących standardów rachunkowości.
- Zapewnienie decyzji inwestycyjnych kierowanych zyskiem*
38. Oferty, w których publiczna dźwignia finansowa jest narażona na większe ryzyko niż prywatny kapitał nie będą przyjmowane.
39. Prywatni inwestorzy inwestujący w Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw mogą być narażeni na większe ryzyko spadku niż inwestorzy publiczni, likwidując przez to możliwość moralnego zagrożenia wpływaniem na decyzje podmiotów gospodarczych prowadzących ECF i zapewniając najlepszą praktykę handlową w prowadzeniu i podejmowaniu decyzji o ECF.
- Podjęcie środków publicznej dźwigni finansowej przez ECF*
40. Z chwilą, gdy ECF zabezpieczy zobowiązania dla uzgodnionego poziomu prywatnego kapitału, będzie on uprawniony do podjęcia środków publicznej dźwigni finansowej.
41. Każdy ECF będzie miał swobodę w podjęciu środków dźwigni finansowej w takiej wysokości, w jakiej zechce, jednakże w ramach ogólnego ograniczenia nałożonego na maksymalny stosunek wysokości dźwigni finansowej, uzgodniony podczas przyznawania zatwierdzenia ECF.
42. W dowolnej chwili, uprawnienie do maksymalnej wysokości będzie określone przez zastosowanie tego stosunku do sumy prywatnego kapitału wpłaconego już do funduszu.
43. Do każdego ECF zostanie zastosowany maksymalny stosunek dźwigni finansowych wynoszący 2:1 (publiczna dźwignia finansowa ograniczona będzie wielkością równą dwukrotnej wartości prywatnego kapitału).

III. PODSTAWY WSZCZĘCIA POSTĘPOWANIA

44. Komunikat Komisji na temat pomocy państwa i kapitału podwyższonego ryzyka ⁽⁶⁾ (zwany dalej "Komunikatem") uznaje rolę publicznego finansowania środków kapitałowych o podwyższonym ryzyku jako odnoszącą się wyłącznie do zidentyfikowanych niepowodzeń rynkowych.
45. Komunikat stwierdza, że czynniki niekorzystnie wpływające na dostęp MŚP do kapitału, takie jak niedoskonała lub asymetryczna informacja lub wysokie koszty transakcji, mogą spowodować niepowodzenie rynkowe, które może uzasadniać pomoc państwa.
46. Komunikat stwierdza dalej, że we Wspólnocie nie ma ogólnego niepowodzenia rynkowego dotyczącego rynku kapitału podwyższonego ryzyka, lecz raczej luki rynkowe dla pewnych typów inwestycji na niektórych etapach funkcjonowania przedsiębiorstw, jak również określone trudności w regionach kwalifikujących się do pomocy zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. a) i c) Traktatu WE (na „obszarach objętych pomocą”).
47. Komunikat wyjaśnia następnie, iż na ogół Komisja wymagać będzie dostarczenia dowodów niepowodzenia rynkowego, zanim będzie gotowa zatwierdzić środki związane z kapitałem podwyższonego ryzyka.
48. Komisja może być jednak gotowa przyjąć istnienie niepowodzenia rynkowego bez dalszego dostarczenia dowodów w przypadkach, gdy każda transza finansowania przedsiębiorstwa ze środków kapitału podwyższonego ryzyka, które są w całości lub częściowo finansowane poprzez pomoc państwa, będzie zawierać maksimum 500 000 EUR na obszarach nieobjętych pomocą, 750 000 EUR na obszarach zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. c) lub 1 milion EUR na obszarach zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. a).
49. Wynika stąd, że dla przypadków, w których wyżej wymienione transze są przekroczone, Komisja żądać będzie wykazania niepowodzenia rynkowego uzasadniającego proponowany środek wykorzystujący kapitał podwyższonego ryzyka, zanim oceni zgodność środka z pozytywnymi i negatywnymi kryteriami wymienionymi w punkcie VIII.3 Komunikatu.
50. Program Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw zaproponowany przez Zjednoczone Królestwo przewiduje inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka w granicach od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) na transzę inwestycji dla MŚP w Zjednoczonym Królestwie.

⁽⁶⁾ Dz.U. C 235 z 21.08.2001, str.3 i następane.

51. Zgodnie z „Mapą pomocy regionalnej 2000 – 2006” dla Zjednoczonego Królestwa, Zjednoczone Królestwo składa się z regionów sklasyfikowanych obecnie jako obszary objęte pomocą zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. a) Traktatu WE, jako obszary objęte pomocą zgodnie z jego art. 87 ust. 3 lit. c), a także jako obszary nieobjęte pomocą⁽⁷⁾.
52. Stosownie do punktu VI.5 Komunikatu, Komisja byłaby zatem gotowa przyjąć istnienie niepowodzenia rynkowego bez dalszego dostarczania dowodów, gdyby finansowanie kapitałem podwyższonego ryzyka MŚP w Zjednoczonym Królestwie, w całości lub częściowo sfinansowane poprzez pomoc państwa, było ograniczone, odpowiednio, do maksymalnej sumy 1 miliona EUR dla obszarów objętych pomocą zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. a) WE, 750 000 EUR dla obszarów objętych pomocą zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. c) WE oraz 500 000 EUR dla obszarów nieobjętych pomocą.
53. Zgodnie z Komunikatem inwestycje kapitałem podwyższonego ryzyka zaproponowane w ramach programu Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw, które przekraczają wyżej wymienione progi, wymagałyby dostarczenia przez Zjednoczone Królestwo dowodów niepowodzenia rynkowego.
54. Aby wykazać istnienie niepowodzenia rynkowego, Zjednoczone Królestwo przedstawiło dwa badania⁽⁸⁾, stwierdzające, że istnieje luka w dostarczaniu kapitału wysokiego ryzyka dla MŚP w Zjednoczonym Królestwie w przedziale wielkości transakcji od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) z następujących powodów:
- (a) Brak w Zjednoczonym Królestwie dostarczania funduszy wzrostu typu kapitałowego, który utrzymuje się co najmniej od 1999 r., o czym świadczy najnowsze badanie przeprowadzone w Zjednoczonym Królestwie w 2003 r.:
- i. Choć dostęp do funduszy, w szczególności funduszy dłużnych, dla większości przedsiębiorstw w Zjednoczonym Królestwie poprawił się, to małe firmy o potencjale wysokiego wzrostu nadal mają problemy z przyciągnięciem kapitału własnego. Mogą one znaleźć się pomiędzy możliwościami indywidualnych *business angels* („aniołów biznesu”) dostarczenia wystarczającego wsparcia finansowego a pragnieniem formalnych inwestorów kapitału ryzyka ponoszenia relatywnie wyższych kosztów inwestowania w MŚP.
 - ii. Wyższy poziom popytu na finansowanie typu kapitałowego niż ten, który jest obecnie zaspokajany wyłącznie przez zawodowych inwestorów. Gdyby podaż funduszy kapitałowych została zwiększona, szczególnie w obszarze luki kapitału własnego, to świadomość kapitału własnego mogłaby zostać ogólnie podwyższona i firmy byłyby bardziej skłonne do korzystania z zewnętrznych źródeł jako mechanizmu finansowania wzrostu.
- (b) Jakościowe dowody na to, że istnieją niedobory w finansowaniu małej przedsiębiorczości i przedsiębiorstw o wysokim wzroście. Ta luka kapitałowa ma największy wpływ w przypadku firm pragnących przyciągnąć początkowe inwestycje w przybliżonych granicach od 250 000 GBP do 2 milionów GBP (357 000 EUR do 2,9 miliona EUR):
- (i) W gospodarce Zjednoczonego Królestwa istnieje racjonowanie kapitału i odbija się ono szczególnie na małych i średnich przedsiębiorstwach ubiegających się o nieduże sumy zewnętrznych funduszy na początkowy etap oraz na wzrost i rozwój firmy. Dostępność zewnętrznych funduszy, a zwłaszcza źródeł kapitału od zawodowych inwestorów, szczególnie stwarza problemy poniżej wielkości inwestycji w granicach od 1,5 GBP do 2 miliona GBP (2,17 miliona EUR do 2,9 miliona EUR).
 - (ii) Większość brytyjskich zawodowych dostawców kapitału nie jest zainteresowana inwestycjami, które są mniejsze niż 3 miliony GBP (4,35 miliona EUR). Choć mniejsze transze pieniędzy od nieformalnych inwestorów/*business angels* oraz z rządowych/prywatnych programów, takich jak regionalne fundusze kapitału ryzyka, pomagają rozwiązać kwestię źródeł finansowania poniżej 500 000 GBP (725 000 EUR), to jednak Zjednoczone Królestwo nie ma jeszcze działającego systemu, który pozwalałaby na dostarczanie ‘warstwowych’ lub ‘schodkowych’ funduszy przedsiębiorstwom atrakcyjnym, choć ograniczonym pod względem kapitału.
 - (iii) Dowody wskazują również na istnienie luki, która rośnie wraz z czasem, częściowo pod wpływem powodzenia przechodzenia przez prywatnego branżę kapitałową do większych inwestycji. Prognoza mówi, że skala tej luki może wzrosnąć, gdy kwestie stałych kosztów zachęcą zawodowe firmy kapitału ryzyka do zwiększenia zarówno wielkości swoich funduszy, jak i ich minimalnych dopuszczalnych wielkości transakcji.
55. Pismem z dnia 7 maja 2004 r. Komisja powiadomiła Zjednoczone Królestwo o swojej decyzji wszczęcia postępowania określonego w art. 88 ust. 2 Traktatu WE w stosunku do programu Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw.
56. W swoim piśmie Komisja stwierdziła, że ma wątpliwości, czy argumenty przedstawione przez Zjednoczone Królestwo dla uzasadnienia istnienia niepowodzenia rynkowego mogą wystarczająco uzasadniać przyznanie transz inwestycji kapitału ryzyka znacznie przekraczających maksymalne sumy przewidziane w Komunikacie.

⁽⁷⁾ Pomoc państwa N 265/2000 – Zjednoczone Królestwo: „Mapa pomocy regionalnej 2000 – 2006”. Dz.U. C 272 z 23.09.2000, str. 43.

⁽⁸⁾ „Ocena skali ‘luki kapitałowej’ w gospodarce Zjednoczonego Królestwa”, 2003; „Ocena luki finansowej”, 2003.

57. Komisja wyjaśniła dalej, że uważa za konieczną gruntowną analizę tej kwestii. Analiza taka musiałaby uwzględnić wszelkie spostrzeżenia dokonane przez zainteresowane strony. Dopiero po rozważeniu komentarzy stron trzecich Komisja mogłaby stwierdzić, czy środek zaproponowany przez Zjednoczone Królestwo nie wpływa na warunki handlowe w stopniu sprzecznym ze wspólnym interesem.

IV. KOMENTARZE ZAINTERESOWANYCH STRON

58. W odpowiedzi na publikację w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* swojej decyzji o wszczęciu formalnego postępowania, Komisja otrzymała spostrzeżenia dokonane przez następujące zainteresowane strony:

- *Nelfunding*
- *England's Regional Development Agencies* (Agencje Rozwoju Regionalnego Anglii)
- *Confederation of British Industry* (Konfederację Przemysłu Brytyjskiego)
- *Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen*
- *VNO-NCW*
- *Cavendish Asset Management* (Administrację Majątkową Cavendish)
- *The University of Warwick* (Uniwersytet Warwick)
- *Stonesfield Capital Ltd.*
- *YFM Group*
- *Close Venture Management Ltd.*
- *Bundesministerium der Finanzen Deutschland*
- *Enterprise Corporate Finance Ltd.*
- *The Institute of Chartered Accountants in England & Wales* (Stowarzyszenie Biegłych Księgowych Anglii i Walii)
- *Pénzügyminisztérium*
- *Interregnum*
- *Permanente Vertegenwoordiging van het Koninkrijk der Nederlanden*
- *3i Group plc*
- *Northwest Development Agency* (Agencję Rozwoju Northwest)

— *One NorthEast*

— *Lietuvos Respublikos Ukio Ministerija*

59. Wszystkie otrzymane komentarze były pozytywne i podkreślały znaczenie przedmiotowego środka, jak również odpowiedniość proponowanych maksymalnych wielkości inwestycji.
60. Argumenty wysunięte przez wyżej wymienione zainteresowane strony można sklasyfikować i podsumować następująco.

Komentarze Państw Członkowskich

61. W swoich uwagach na temat otwarcia formalnego postępowania wyjaśniającego, Niemcy zwróciły uwagę na następujące fakty:
- a. Według przeprowadzonych w Niemczech specjalistycznych badań istnieje luka w dostarczaniu kapitału ryzyka i prywatnych funduszy kapitałowych dla małych i średnich przedsiębiorstw w granicach do 5 milionów EUR.
 - b. Na ogół trudno jest wykazać niepowodzenie rynkowe, tak jak określa je Komunikat, i dlatego istnieje potrzeba, aby Komisja opracowała jasne kryteria w celu wsparcia Państw Członkowskich w ocenie luk rynkowych w określonych dziedzinach.
62. W swoich uwagach na temat otwarcia formalnego postępowania dochodzeniowego Niderlandy położyły nacisk na następujące dowody:
- a. Problem na rynku kapitału ryzyka występuje w szczególności w dolnym segmencie rynku kapitałowego. Dla rozpoczynających działalność firm (start-ups) w dziedzinie nowoczesnej techniki, w Niderlandach odnotowano lukę pomiędzy popytem a popytem w granicach od 100 000 EUR do 2,5 miliona EUR na rundę finansowania.
 - b. Progi określone w Komunikacie oparte były na znajomości rynku sprzed 2001 r., gdy w samym środku boomu w ICT (technologii informatycznej i komunikacyjnej) prywatny kapitał wydawał się obfity nawet dla inwestycji na etapie załączkowym lub początkowym. Od tamtego czasu rynek kapitału ryzyka szybko rozwinął się i luka kapitałowa wykracza znacznie poza progi określone w Komunikacie. Fundusze kapitału ryzyka przesuwają się w stronę jeszcze większych transakcji oraz w stronę przedsiębiorstw o dobrze ustalonej pozycji.

63. W swoich uwagach na temat otwarcia formalnego postępowania wyjaśniającego Węgry zwróciły uwagę na następujące fakty:
- a. Model ECF zaproponowany przez Zjednoczone Królestwo jest modelem zasługującym na rozważenie zastosowania również na Węgrzech.
 - b. W 2003 r. można było zaobserwować na Węgrzech wyraźną zmianę w stronę większych transakcji. Podczas gdy transakcje o wartości poniżej 2,5 miliona EUR stanowiły 14% ogółu prywatnych inwestycji na Węgrzech, pozostałe 86% prywatnych inwestycji stanowiły transakcje o wartości powyżej 5 milionów EUR. Praktycznie nie było transakcji w przedziale wartości od 2,5 miliona EUR i 5 milionów EUR.
 - c. Nadmiernie ścisła interpretacja już i tak rygorystycznych progów zawartych w Komunikacie mogłaby przeszkodzić publicznemu działaniu wspierającemu wypełnienie wspomnianej wyżej istotnej luki kapitałowej, a tym samym mogłaby zablokować potencjał wzrostu MŚP.
 - d. Zamiast ustalania maksymalnych progów, Komisja powinna opracować system kontroli, który umożliwiłby jej badanie ewolucji rynków w zależności od relatywnego poziomu rozwoju Państw Członkowskich i ich rynków kapitałowych.
64. Litwa zaakceptowała następujące doświadczenia w swoich uwagach na temat otwarcia formalnego postępowania dochodzeniowego:
- a. Prywatne inwestycje kapitałowe są bardziej skoncentrowane na dużych funduszach i inwestowaniu w duże przedsiębiorstwa o stosunkowo dobrze ustalonej pozycji, podczas gdy wielkości inwestycji w małe, młode przedsiębiorstwa są proporcjonalnie niższe.
 - b. Program ECF mógłby być istotną częścią strategii mającej na celu uporanie się z barierami dla pomyślnego przedsiębiorczości i dlatego jest zgodny ze wspólnotowymi celami dla przedsiębiorczości i innowacyjności.
- Komentarze stowarzyszeń i uczelni*
65. Stowarzyszenie Przemysłu Brytyjskiego (*Confederation of British Industry*, CBI) w pełni popiera brytyjską propozycję ustanowienia funduszy ECF. CBI zidentyfikowało lukę rynkową o rozpiętości od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 3 milionów GBP (4,3 miliona EUR) i dlatego uważa, iż ECF wypełniają wyraźnie określoną lukę rynkową w finansowaniu firm wykazujących wzrost.
66. *Nederlandse Vereniging van Participatiemaatschappijen* (NVP) stwierdza, że istnieje ewidentna luka kapitałowa w dolnym segmencie rynku, wynosząca do 2,5 miliona EUR. Choć luka ta może być różna w różnych Państwach Członkowskich, to różnica ta nie jest znacząca.
 67. Konfederacja Niderlandzkiego Przemysłu i Pracodawców VNO-NCW potwierdza spostrzeżenia poczynione przez CBI i NVP, zwłaszcza w odniesieniu do wielkości luki kapitałowej.
 68. Stowarzyszenie Biegłych Księgowych Anglii i Walii (*Institute of Chartered Accountants in England and Wales*) uważa, iż istnieje luka kapitałowa, która może wynosić aż 5 milionów GBP (7 milionów EUR), z następujących powodów:
 - (a) Większość prywatnych dostawców kapitału nie jest zainteresowana prowadzeniem transakcji o wartości mniejszej niż 3 miliony GBP (4,3 miliona EUR).
 - (b) Doświadczenie może wskazywać, że niewiele firm kapitału ryzyka w Zjednoczonym Królestwie aktywnie inwestuje w przedsiębiorstwa na poziomie 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) lub poniżej. Dlatego ilość małych firm, które otrzymują inwestycje o wartości równej lub bliskiej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) z tych źródeł jest bardzo ograniczona w dowolnym dwunastomiesięcznym okresie. Inni mogą być zainteresowani tym przedziałem wielkości, lecz albo w ramach znacznie większej rundy powyżej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) lub wtedy, gdy uczestniczą w finansowaniu wykupienia przedsiębiorstwa przez kierownictwo (MBO) lub zmianie własności firmy, a nie w jej organicznym rozwoju.
 - (c) Społeczność zawodowych inwestorów kapitału ryzyka w Zjednoczonym Królestwie ustanowiła aktywną prywatną branżę kapitałową o średniej i dużej skali, której głównym przedmiotem zainteresowania jest nabywanie dużych udziałów lub przejmowanie kontroli nad przedsiębiorstwami o znacznej rentowności i o dużej skali. Wydaje się, że ciągu ostatnich 5 – 6 lat liczba firm kapitału ryzyka dysponujących funduszami przeznaczonymi na zainwestowanie w znacznie większą ilość mniejszych firm o określonym przedziale do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) zmalała.

Stowarzyszenie uważa, iż proponowany program ECF stanowić będzie cenne źródło finansowania przedsiębiorstw poszukujących stosunkowo skromnej sumy kapitału własnego i pobudzi innych inwestorów do partycypowania w małych sumach inwestycji, gdy będą one mogły iść w ślad za funduszem dedykowanym dla tego sektora, w przeciwieństwie do okazijnego inwestowania od czasu do czasu.

69. Agencje Rozwoju Regionalnego Anglii (*England's Regional Development Agencies*) podają, że ostatnie badanie przeprowadzone przez *Advantage West Midlands RDA* pokazuje, iż bariery dostępu do funduszy wzrostu są najbardziej dotkliwe dla firm ubiegających się o sumy od 250 000 GBP (357 000 EUR) to 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR), czego dowodzą następujące fakty:

(a) Badanie pokazuje, że luka kapitałowa wzrosła od przełomu lat 1999/2000, gdyż nastąpiła migracja formalnego kapitału ryzyka ku większym transakcjom, rzędu 2-3 milionów GBP (2,9 - 4,2 miliona EUR).

(b) W dolnym segmencie rynku kapitałowego ryzyka istnieje w Zjednoczonym Królestwie szereg interwencji, w wyniku których z powodzeniem dostarczono niedużych ilości kapitału wzrostu małym i średnim przedsiębiorstwom. Jednak ostatnie raporty wskazują, że istnieją znaczące liczby przedsiębiorstw, które potrzebują sum znacznie powyżej granicy 250 000 GBP (357 000 EUR).

70. Agencja Rozwoju Regionalnego Northwest (*Northwest Regional Development Agency*) czyni następujące spostrzeżenia:

(a) Potrzeby finansowe firm-inwestorów starających się podnieść sumę dalszych funduszy od 750 000 EUR do 2,9 miliona EUR znajdują się poniżej poziomu zainteresowania głównego nurtu kapitału ryzyka.

(b) Brytyjska branża kapitału ryzyka zbliża swoje minimalne progi przypadające na inwestycję do 5 milionów GBP (7 milionów EUR).

(c) Rzeczywista luka kapitałowa w Zjednoczonym Królestwie wynosi prawdopodobnie od 3 milionów GBP (5,2 miliona EUR) do 5 milionów GBP (7 milionów EUR).

(d) Uznanie przez Komisję niepowodzenia rynkowego poniżej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) uczyni znaczącą i zasadniczą różnicę dla pobudzenia przed-

siębiorstw o potencjale wysokiego wzrostu w Zjednoczonym Królestwie.

71. Uniwersytet Warwick (*University of Warwick*), po przeprowadzeniu bezpośrednich dyskusji z 50 brytyjskimi uniwersytetami, komentuje rynek kapitału wysokiego ryzyka wczesnego etapu, w szczególności kwestie, wobec których stają spółki typu spin-off sektora uczelnianego, uwydatniając następujące aspekty:

(a) Choć dla uczelnianych spółek spin-off wydaje się stosunkowo proste zebranie małych sum dotacji i funduszy kapitałowych w wysokości do 500 000 GBP (700 000 EUR), to istnieje rozcieńczenie źródeł kapitału powyżej 500 000 GBP (700 000 EUR). Głównym i często jedynym źródłem kapitału ryzyka na tym etapie jest specjalistyczny kapitał ryzyka przeznaczony na technologię.

(b) Stosunkowo mało jest firm kapitału ryzyka specjalizujących się w tej dziedzinie, a wszystkie z nich są ograniczone pod względem środków. Niedobór kapitału na tym poziomie spowodował zarówno ograniczenie, jak i opóźnienie wzrostu indywidualnych spółek spin-off.

(c) Z grupy referencyjnej, mniej niż 1 spółka na 15 zebrała kapitał w przedziale od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 1 miliona GBP (1,4 miliona EUR).

(d) Problemy, jakie mają przed sobą uczelniane spółki spin-off starające się zebrać kapitał w przedziale od 1 miliona GBP (1,4 miliona EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) są uderzająco podobne. Ponieważ są na tym samym etapie rozwoju, spółki ubiegające się o mniej niż 2 milion GBP (2,9 miliona EUR) będą stawać w obliczu takich samych wyzwań z powodu niedoboru środków.

(e) Spośród przytaczanych uniwersytetów, żaden nie miał kapitału inwestycyjnego dla spółek spin-off w przedziale od 1 miliona GBP (1,4 miliona EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR). Dla uczelnianych spółek spin-off istnieje więcej dostępnych źródeł kapitału, jeżeli wymagana jest suma powyżej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR).

Komentarze prywatnych firm kapitału ryzyka

72. *Northern Enterprise Limited* (Nelfunding) uważa, iż w Zjednoczonym Królestwie istnieje niepowodzenie rynkowe dla inwestycji związanych z kapitałem ryzyka w wysokości poniżej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) oraz że w konsekwencji wpływa to niekorzystnie na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw.

73. Stonesfield Capital Limited aktywnie inwestuje w lukę kapitałową od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR), na którą skierowane są Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw, i przedstawił następujące uwagi:
- (a) Podaż kapitału dostępnego w całym Zjednoczonym Królestwie na inwestycje w przedziale wielkości od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) jest niezmiernie ograniczona. Istnieje poważna luka kapitałowa w przypadku małych przedsiębiorstw liczących na zebranie tych sum pieniędzy i luka ta poszerza się, zamiast się zamykać.
 - (b) Według najnowszego „Raportu w sprawie aktywności inwestycyjnej w 2003r.” opublikowanego przez Brytyjskie Stowarzyszenie Kapitału Ryzyka (British Venture Capital Association), w okresie od 2001 do 2003 r. nastąpił 32% spadek sumy zainwestowanej w firmy będące na wczesnym etapie.
 - (c) Wyniki funduszy wczesnego etapu również wyraźnie pogorszyły się w ciągu tego samego okresu. Ogólny długoterminowy zwrot dla inwestorów na rok dla funduszy wczesnego etapu wynosił 14,1% w 2001 r. i spadł do 4,7% w 2003 r.
 - (d) Zarówno spadek inwestycji, jak i pogorszenie się wyników w ciągu tego okresu doprowadziły do wycofania się z rynku szeregu inwestorów kapitału ryzyka inwestujących w przedsiębiorstwa na wczesnym etapie.
 - (e) Ta dynamika rynku znalazła również swoje odzwierciedlenie w średniej wielkości inwestycji w możliwości inwestycyjne na wczesnym etapie. W 2001r. średnia wielkość transakcji wynosiła w przybliżeniu 1 milion GBP (1,4 miliona EUR). Wzrosła ona do 1,6 miliona GBP (2,3 miliona EUR) do 2003 r.
 - (f) Pokazuje to, że inwestorzy na rynku kapitału ryzyka inwestują większe sumy pieniędzy zwykle próbując zmniejszyć ryzyko, przyczyniając się przez to do poszerzenia luki kapitałowej do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR).
 - (g) Firmy potrzebujące od 1 miliona GBP (1,4 miliona EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) walczą najbardziej, aby zebrać wymagane fundusze. Jest to spowodowane tym, iż 2 miliony GBP (2,9 miliona EUR) dla większości inwestorów kapitału ryzyka znajdują się poniżej pola widzenia.
 - (h) Suma funduszy zebranych w celu zainwestowania w występujące na wczesnym etapie możliwości inwestycji kapitału ryzyka spadła o 73% w okresie od 2001 do 2003 r. W 2001 r. zebrano 1,4 miliarda GBP (2 miliardy EUR) w celu zainwestowania w możliwości inwestycji kapitału ryzyka na wczesnym etapie, w porównaniu do 369 milionów GBP (517 milionów EUR) w 2003 r. Tylko 1% z 369 milionów GBP (517 milionów EUR) zebranych w 2003 r. skierowane zostało na transakcje o wartości poniżej 10 milionów GBP (14 milionów EUR).
 - (i) Małe i średnie przedsiębiorstwa nie mogą uzasadnić wzrostu potrzeb kapitałowych ponad 2 miliony GBP (2,9 miliona EUR), ponieważ ich wielkość i etap rozwoju oznacza, że nie są one wystarczająco dojrzałe i rozcieńczenie dla przedsiębiorcy byłoby zbyt duże. Stwarza to znaczną dziurę finansową, która musi zostać wypełniona, jeśli te MŚP mają urosnąć na udane większe przedsiębiorstwa. Dostarczenie funduszy w wysokości od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) jest niezbędne dla wielu małych firm, po to aby mogły przetrwać i prosperować.
74. YFM Group przedstawiła następujące spostrzeżenia:
- (a) Ostatnie statystyki Brytyjskiego Stowarzyszenia Kapitału Ryzyka (BVCA) pokazują, że członkowie BVCA w 2003 r. zainwestowali 724 miliony GBP (1 miliard EUR) w sumach mniejszych niż 2 miliony GBP (2,9 miliona EUR) w 1 015 firm mających swą siedzibę w Zjednoczonym Królestwie.
 - (b) Jeśli pominąć transakcje o wartości poniżej 500 000 GBP (700 000 EUR), to obraz zmienia się radykalnie. W 2000 r. zainwestowano 482 miliony GBP (675 milionów EUR) w sumach od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR), z czego skorzystało 348 firm. Do roku 2003 zainwestowana suma spadła do 286 milionów GBP (400 milionów EUR), co oznacza spadek o 41% w stosunku do wielkości z 2000 r., przy liczbie firm, które skorzystały wynoszącej 277.
 - (c) Wielkości te obejmują wykupienia przedsiębiorstw przez kierownictwo (MBO), skupienia udziałów przez kierownictwo (MBI), rozwoju na późniejszym etapie, zakupy wtórne oraz transakcje, w których zadłużenie bankowe zostało zrefinansowane. Gdyby pominąć te transakcje, skupiając się na transakcjach w chwili rozpoczynania działalności i na wczesnym etapie, to wielkości dotyczące zainwestowanych pieniędzy i firm, które skorzystały zostałyby jeszcze bardziej obniżone.
 - (d) Finansowanie przedsięwzięć w chwili rozpoczynania działalności i na wczesnym etapie, niezależnie od wielkości dokonanych transakcji, spadło z ogólnej sumy 703 milionów GBP (984 milionów EUR) w 2000 r. do 263 milionów GBP (368 milionów EUR) w 2003 r., co oznacza spadek o 63%.

- (e) Pobudzona wysiłkami Komisji Europejskiej i rządu Zjednoczonego Królestwa, liczba i wartość transakcji na rynku poniżej 500 000 GBP (700 000 EUR) zwiększa się.
- (f) Jednakże, na kolejnym wyższym poziomie, migracja brytyjskich firm finansowych ku coraz to większym transakcjom stwarza lukę funduszową. Ograniczenia od strony podaży stają się poważnym problemem. Firmy, które otrzymały inwestycje w przedziale poniżej 500 000 GBP (700 000 EUR) i które prawdopodobnie będą potrzebować znacznych sum dalszych funduszy nie są w stanie zebrać potrzebnych im pieniędzy z powodu luki funduszowej w granicach od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR).
75. *Close Venture Management Limited* zwróciła uwagę na następujące fakty:
- (a) Istnieją mocne dowody na to, że luka kapitałowa, która rozwinęła się z biegiem czasu, obecnie obejmuje zakres od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR). Wraz z upływem czasu i zwiększaniem się sum zarządzanych funduszy, inwestorzy kapitału ryzyka porzucili segment poniżej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR).
- (b) Jest to znamienne dla powszechnej i nieodwracalnej tendencji. W miarę, jak zarządzający inwestycjami odnotowują udane osiągnięcia, zbierają oni coraz więcej funduszy, co z kolei pozwala im dokonywać większych transakcji. Ponieważ branża kapitału ryzyka/prywatnego kapitału zawiera nierozłączną ekonomię skali, zarządzający inwestycjami zwykle porzucają mniejsze transakcje, jak tylko są w stanie to zrobić.
- (c) Oznacza to, że niezwykle mało jest zawodowych lub instytucjonalnych inwestorów w segmencie poniżej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) w Zjednoczonym Królestwie. Obecnie, około 60% wszystkich transakcji w przedziale od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) to niezaspokojone zapotrzebowanie, przy braku łatwo dostępnych dostawców kapitału ryzyka, do których można by się udać.
76. *Starania Enterprise Corporate Finance Limited*, aby zebrać kapitał w granicach od 500 000 GBP (700 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) dla swoich firm – klientów stają się coraz bardziej utrudnione:
- (a) Głównym powodem nie jest brak jakości w samych możliwościach inwestycyjnych, lecz rosnąca niechęć funduszy kapitału ryzyka do dokonywania małych inwestycji w takie przedsięwzięcia.
- (b) Rynek uległ w ciągu ostatnich kilku lat znacznemu pogorszeniu do tego stopnia, że transakcje wymagające mniej niż 5 milionów GBP (7 milionów EUR) mają bardzo małe szanse otrzymania funduszy, pomimo wartości firmy-inwestorów.
- (c) Problem jest znacznie gorszy w przypadku firm ubiegających się o fundusze w przedziale od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR), głównie z powodu wysokich kosztów oraz braku odpowiedniej biegłości handlowej. Lwia część funduszy kapitału ryzyka kierowana jest do bardziej okazałych i dojrzałych przedsiębiorstw, które mają atuty i osiągnięcia w wytwarzaniu zysków.
77. W swoim komentarzu, 3i podkreśla, co następuje:
- (a) W minionych dwóch lub trzech latach rynek kapitału ryzyka przeszedł znaczną transformację, gdy zwroty inwestycji od firm na wczesnym etapie i o mniejszym wzroście obniżyły się.
- (b) To, w połączeniu z występującą w całej branży tendencją do dokonywania większych inwestycji i realizowania bardziej rozważnych strategii inwestycyjnych, doprowadziło do spadku podaży inwestycji wpływających do mniejszego segmentu rynku.
- 3i ocenia obecnie, że luka kapitałowa zwiększyła się z 500 000 GBP (700 000 EUR) do 1 miliona GBP (1,4 miliona EUR) do aż 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR).
- 3i znacznie zmniejszyła swoje własne inwestycje w ten segment rynku. Podczas gdy w 2001 r. zainwestowała ona w przybliżeniu 1,1 miliarda EUR w postaci inwestycji z zaangażowaniem kapitału ryzyka w firmy na wczesnym etapie w całej Europie, to 2004 r. znacznie zmniejszyła ona inwestycje w podobne firmy, inwestując około EUR 150 milionów w ten segment rynku.
78. *Cavendish Asset Management Limited* potwierdza spostrzeżenia poczynione przez Stowarzyszenie Biegłych Księgowych w Anglii i Walii, opisane w punkcie 68 powyżej.

V. KOMENTARZE ZJEDNOCZONEGO KRÓLESTWA

79. Komentarze otrzymane od Zjednoczonego Królestwa na temat decyzji Komisji o wszczęciu formalnego postępowania zgodnie z art. 88 ust. 2 Traktatu WE, jak również na temat spostrzeżeń otrzymanych od stron trzecich zostaną streszczone w punktach (80) – (96).
80. Choć dostęp do funduszy dłużnych poprawił się dla większości przedsiębiorstw w Zjednoczonym Królestwie od połowy lat 90-tych, to istotna mniejszość małych i średnich przedsiębiorstw o wysokim potencjale wzrostu nadal ma problemy w przyciągnięciu funduszy kapitałowych.
81. Fundusze kapitałowe są odpowiednie dla przedsiębiorstw będących na wczesnym etapie rozwoju, które nie wytwarzają jeszcze wystarczającego strumienia dochodów, aby obsługiwać spłaty odsetek od zadłużenia. Jest ono również odpowiednie dla przedsiębiorstw rozwijających nowe technologie, produkty lub rynki, wykazujących zdolność do osiągnięcia znacznego tempa wzrostu, lecz wiąże się także ze znacznym ryzykiem niepowodzenia.
82. Publiczne konsultacje w sprawie dostępu małych przedsiębiorstw do kapitału wzrostu, zbiorcze dane BVCA oraz badania naukowe wskazują zgodnie na to, że w Zjednoczonym Królestwie istnieje luka kapitałowa, która dotyka przedsiębiorstw starających się zebrać fundusze kapitałowe w przedziale od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR).
83. Luka kapitałowa poszerzyła się w górę w ostatnich latach, szczególnie od 1999 r., częściowo pod wpływem powodzenia branży prywatnego kapitału w przejściu do większych inwestycji. Średnie wielkości transakcji znacznie wzrosły, gdyż firmy kapitału ryzyka dążą do czerpania korzyści ze zwiększonej ekonomii skali.
84. Luka kapitałowa dla MŚP będących na wczesnych etapach została w ostatnich latach uwydatniona z powodu wyraźnej zmiany typów inwestycji dokonywanych przez inwestorów kapitału ryzyka. Dowody wskazują, że inwestycje z udziałem kapitału ryzyka przesunęły się w stronę inwestycji w przedsiębiorstwa na późniejszym etapie oraz inwestycji związanych z wykupywaniem przedsiębiorstw przez kierownictwo (MBO) i skupywaniem udziałów przez kierownictwo (MBI).
85. Najnowsze dane BVCA data dostępne za 2003 r. pokazują, że istnieje trwający nadal nacisk na transakcje na późniejszym etapie, a w szczególności na duże wykupienia. Inwestycje w firmy na wczesnym etapie stanowiły zaledwie 6,5% brytyjskich inwestycji z udziałem kapitału ryzyka w 2003 r., czyli mniej niż 0,02% PKB. Kontrastuje to ze średnią wielkością inwestycji w firmy na wczesnym etapie w latach 1998-2001, wynoszącą 0,05% PKB.
86. Spodziewane użycie nowo zebranych funduszy kapitału ryzyka staje się coraz bardziej skoncentrowane na dużych transakcjach w firmy o dobrze ustalonej pozycji. Najnowsze dane otrzymane od BVCA wskazują, iż oczekuje się, że tylko 4% zebranych funduszy zostanie przydzielone na inwestycje w przedsiębiorstwa na wczesnym etapie, 3% na rozwój, a 1% na MBO o wartości poniżej 10 milionów GBP. Spodziewano się, że jedynie 3% zebranych funduszy zostanie przydzielone na inwestycje związane z wczesnym etapem i rozwojem technologii, w porównaniu do 5% w 2002 r.
87. Ponadto dane wskazują, że spośród inwestycji, które mają miejsce w obrębie luki kapitałowej od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR), tylko 1 na 4 jest inwestycją początkową, niekonsorcjalną. Spośród około 1 000 inwestycji w przedziale poniżej 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) w latach 2000-2002, ponad 70% było dalszymi inwestycjami.
88. Podczas gdy inwestorzy kapitału ryzyka przechodzą stopniowo w stronę większych funduszy, istnieje niewiele dowodów świadczących o dopływie nowych grup inwestorów kapitału ryzyka do dolnego segmentu rynku. Znaczenie reputacji w sektorze kapitału ryzyka stwarza istotne przeszkody dla wejścia potencjalnych nowych grup zarządzania funduszami dążących do konkurencyjności na rynku kapitału ryzyka. Tendencja ta prowadzić będzie do coraz większego niedoboru zdolności i doświadczenia w segmencie rynku z istniejącą luką kapitałową, który będzie się stawał coraz trudniejszy do uzupełnienia wraz z upływem czasu, przy czym dobrzy jakościowo zarządzający funduszami będą zbierać większe fundusze, a więc będą dokonywać większych transakcji. Biorąc pod uwagę umiejętności potrzebne do pomyślnego inwestowania w małej skali i w przedsiębiorstwa na wczesnym etapie, zapewnienie dobrego napływu dobrych jakościowo nowych uczestników rynku jest warunkiem koniecznym dynamicznego rynku finansowania przedsiębiorstw na wczesnym etapie.
89. Zjednoczone Królestwo stwierdza, iż wydaje się, że wśród wszystkich respondentów jest pełna zgodność co do tego, że istnieje niepowodzenie rynku kapitału ryzyka, które utrudnia małym i średnim przedsiębiorstwom o wysokim potencjale wzrostu otrzymywanie funduszy. Komentarze wszystkich stron trzecich poparły pogląd Zjednoczonego Królestwa, że rynek uległ zmianie i że istnieje obecnie luka kapitałowa powyżej poziomu ustalonego w Komunikacie.
90. Zjednoczone Królestwo starało się wykazać, że istnieje luka funduszowa w inwestycjach o wielkościach do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR). Szereg respondentów wskazuje, że jest to skromne oszacowanie i że luka ta może obecnie sięgać wartości wynoszącej nawet 5 milionów GBP (7 milionów EUR). Zjednoczone Królestwo uważa jednak, że dowody świadczą najsilniej o 2 milionach GBP (2,9 miliona EUR), jako właściwej wielkości.

91. Zjednoczone Królestwo zwraca uwagę, że odpowiedzi uzyskane od firm działających w brytyjskim sektorze kapitału ryzyka są zgodne z wynikami jego własnych szczegółowych konsultacji. Respondenci powszechnie potwierdzali istnienie luki w funduszach kapitału ryzyka na poziomie 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) lub wyższym. Respondenci ci mają praktyczne doświadczenie w tym rynku i zbadali go z handlowego punktu widzenia. Ich doświadczenie potwierdza badanie własne Zjednoczonego Królestwa, które stwierdza, że fundusze działające w tym obszarze nie są zdolne do przyciągnięcia prywatnych inwestorów z powodu dostrzegania ryzyka i ekonomii dokonywania mniejszych inwestycji. Dlatego Zjednoczone Królestwo jest przekonane, że program Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw nie zastąpi obecnego prywatnego dostarczania funduszy na tym rynku.
92. Zjednoczone Królestwo ponadto z zadowoleniem przyjmuje poziom wsparcia dla praktycznego projektu modelu ECF. Zjednoczone Królestwo z zadowoleniem przyjmuje istniejące wśród respondentów zrozumienie, iż struktura proponowanego funduszu oznacza, że nie nastąpi zakłócenie konkurencji i że będzie istnieć bodziec do zdrowych handlowych decyzji inwestycyjnych. Głównym czynnikiem sprzyjającym temu jest fakt, iż proponowane fundusze ECF nie dają niesprawiedliwej ochrony prywatnym inwestorom. Wzmaga to ich motywację do wybierania dobrych zarządzających funduszami, którzy będą inwestować swoje fundusze z najlepszym skutkiem. Jeżeli ECF nie przyniesie dodatniego zwrotu, to prywatny inwestor straci swoje pieniądze. Zjednoczone Królestwo uważa, że jest to bodziec handlowy silniejszy od alternatywnego modelu, gdzie jest mniejsza część publicznych inwestycji, lecz gdzie publiczne fundusze są narażone na ryzyko przed prywatnymi inwestycjami i prywatni inwestorzy mogą odzyskiwać swoje pieniądze z przynoszących straty funduszy.
93. Poprzez ujęcie kluczowych aspektów struktury każdego funduszu w konkurencyjnym procesie przetargowym, Zjednoczone Królestwo zapłaci niezbędne minimum z tytułu opłat za zarządzaniem funduszem i podporządkowania. Proces przetargowy określi pewne minimalne wymagania, takie jak pozycja straty *pari passu* oraz priorytetowy zwrot dla publicznych inwestorów, lecz pozwala ubiegającym się na elastyczność w określeniu alternatywnych warunków, gdy są one korzystniejsze dla publicznych inwestorów. Stwarza to możliwość, że prywatni inwestorzy będą narażeni na większe ryzyko spadku niż publiczni lub że potrzebna będzie mniejsza dźwignia finansowa niż przewidywana, gdy oferent będzie mógł wykazać, iż mogłoby to okazać się atrakcyjne dla inwestujących w jego fundusz.
94. Zjednoczone Królestwo zauważa dalej, że odpowiedzi Państw Członkowskich zwracają uwagę na pragnienie zaktualizowania obecnego Komunikatu. Rynek kapitału ryzyka w Unii Europejskiej uległ znacznej zmianie od czasu publikacji Komunikatu w 2001 r. Z uwagi na to, Zjednoczone Królestwo uznaje, iż trzeba będzie dokonać pewnych fundamentalnych zmian w Komunikacie podczas jego rewizji w 2006 r. Będzie to niemal na pewno wymagało więcej niż tylko zwracanie uwagi tylko na wielkość transz i uwzględnienia również innych kwestii, takich jak zrównoważenie ryzyka prywatnego sektora, jako kompensacja większych publicznych funduszy oraz większe wykorzystanie instrumentów, takich jak wyłączenia grupowe.
95. Zjednoczone Królestwo uważa, że program ECF w istotny sposób przyczyni się do uporania się z tym, co pozostaje ważną barierą dla innowacyjności i przedsiębiorczości oraz do spełnienia celów przyjętych w Lizbonie i określonych w Planie działania na rzecz przedsiębiorczości. Program ECF pomoże również spełnić zalecenia przedstawione w sprawozdaniu Koka, w którym odnotowano, że finansowanie MŚP w Europie jest obecnie nadmiernie oparte o kredytowanie i wezwano do większego wykorzystania kapitału ryzyka.
96. Zjednoczone Królestwo kończy stwierdzeniem, że poparcie wykazane zarówno przez publiczny, jak i prywatny sektor oraz przez inne Państwa Członkowskie, jak również przez podmioty działające na rynku kapitału ryzyka bardzo wyraźnie odzwierciedla potrzebę instrumentu inwestycji w rodzaju ECF.

VI. OCENA PRZEDMIOTOWEGO ŚRODKA

97. Komisja zbadła program w świetle art. 87 Traktatu WE, a w szczególności na podstawie komunikatu Komisji na temat pomocy państwa i kapitału podwyższonego ryzyka⁽⁹⁾. Wyniki tej oceny podsumowano poniżej.

VI.1. Zgodność środka pomocy z prawem

98. Powiadamiając o programie, władze Zjednoczonego Królestwa spełniły swoje zobowiązania wynikające z art. 88 ust. 3 WE.

VI.2. Istnienie pomocy państwa

99. Zgodnie z przepisami Komunikatu, ocena istnienia pomocy państwa musi wziąć pod uwagę możliwość, że środek może udzielać pomocy na co najmniej trzech różnych poziomach:

- (a) pomoc inwestorom;
- (b) pomoc dowolnemu funduszowi lub innemu instrumentowi, poprzez który środek działa;
- (c) pomoc dla firm, w które dokonuje się inwestycji.

⁽⁹⁾ Patrz przypis 6.

100. Na poziomie inwestorów, Komisja uważa, iż istnieje pomoc państwa w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu WE. Zaangażowania środków państwowych dowodzi fakt, że władze Zjednoczonego Królestwa będą dostarczać publiczną dźwignię finansową do Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw. Prywatni inwestorzy inwestujący w Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw, którymi mogą być przedsiębiorstwa w rozumieniu Traktatu WE, mogą być uprawnieni do wyższych zwrotów niż publiczni inwestorzy, a przez to mogą uzyskiwać przewagę. Choć żadna osoba ani organizacja nie jest wykluczona z inwestowania w fundusze, to jednak ograniczona wielkość funduszy nie gwarantuje, że wszystkie potencjalne inwestycje będą przyjęte i dlatego Komisja uważa, że istnieje selektywność. I wreszcie, program wpływa na obrót pomiędzy Państwami Członkowskimi, gdyż inwestowanie kapitałem jest działalnością, która jest przedmiotem znaczącego obrotu pomiędzy Państwami Członkowskimi.
101. Na poziomie funduszy, Komisja ogólnie skłania się ku pogładowi, że fundusz jest narzędziem służącym do przekazywania pomocy inwestorom i/lub przedsiębiorstwom, w które dokonuje się inwestycji, sam zaś nie jest beneficjentem pomocy. Jednakże w niektórych przypadkach, zwłaszcza w przypadku środków związanych z transferami na rzecz istniejących funduszy z licznymi i zróżnicowanymi inwestorami, fundusz może mieć charakter niezależnego przedsiębiorstwa. W ramach obecnego programu, Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw będą nowo tworzone i nie będzie dopuszczone do ich rozszerzenia na inne rodzaje działalności niż zamierzone przez program. Dlatego Komisja nie uważa Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw za odrębnych beneficjentów pomocy. Zasada ta jest zgodna z decyzjami Komisji w sprawie funduszy: *Viridian Growth Fund* ⁽¹⁰⁾, *Coalfields Enterprise Fund* ⁽¹¹⁾ oraz *Community Development Venture Fund* ⁽¹²⁾.
102. Na poziomie firm, w które dokonuje się inwestycji, Komisja uważa, iż istnieje pomoc państwa w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu WE. Zaangażowane są środki państwowe, gdyż inwestycje funduszu w małe i średnie przedsiębiorstwa jako beneficjentów zawierać będą fundusze publiczne. Środek zakłóca konkurencję dając MŚP-beneficjentom przewagę, gdyż w przeciwnym wypadku nie byłoby one w stanie uzyskać funduszy kapitału ryzyka przy tych samych warunkach i/lub wielkości. Środek jest selektywny, gdyż jest skierowany do MŚP w Zjednoczonym Królestwie. Środek może potencjalnie wpłynąć na obrót handlowy pomiędzy Państwami Członkowskimi, gdyż istnieje możliwość, że docelowe MŚP są lub będą zaangażowane w działania związane z wewnątrzspółnotowym obrotem handlowym.
103. Dlatego Komisja stwierdza, że pomoc państwa w rozumieniu art. 87 ust. 1 WE jest obecna na poziomie inwestorów i na poziomie małych i średnich przedsiębiorstw będących beneficjentami.

VI.3. Dowody niepowodzenia rynkowego

104. Zgodnie z przepisami Komunikatu, Komisja może być gotowa przyjąć istnienie niepowodzenia rynkowego bez dalszego dostarczenia dowodów w przypadkach, gdy każda transza finansowania przedsiębiorstwa ze środków kapitału ryzyka, które są w całości lub częściowo sfinansowane poprzez pomoc państwa, zawierać będzie maksimum 500 000 EUR na obszarach nieobjętych pomocą, 750 000 EUR na obszarach zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. c) lub 1 milion EUR na obszarach zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. a).
105. Środek proponowany przez Zjednoczone Królestwo przewiduje inwestycje z udziałem kapitału ryzyka w przedziale od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) na transzę inwestycji dla MŚP w Zjednoczonym Królestwie.
106. Zgodnie z „Mapą pomocy regionalnej 2000 – 2006” dla Zjednoczonego Królestwa, Zjednoczone Królestwo składa się z regionów sklasyfikowanych obecnie jako obszary objęte pomocą zgodnie z art. 87 ust. 3 lit. a) Traktatu WE, jako obszary objęte pomocą zgodnie z jego art. 87 ust. 3 lit. c), a także jako obszary nieobjęte pomocą ⁽¹³⁾.
107. Zgodnie z przepisami Komunikatu, Komisja poinformowała Zjednoczone Królestwo, że z uwagi na to, iż proponowane inwestycje z udziałem kapitału ryzyka w ramach obecnego programu przekraczają wyżej wymienione progi przewidziane w Komunikacie, Zjednoczone Królestwo musiałoby dostarczyć dowody niepowodzenia rynkowego.
108. Argumenty przedstawione przez Zjednoczone Królestwo, jak również spostrzeżenia poczynione przez strony trzecie wykazujące istnienie luki rynkowej w przedziale inwestycji od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) zostaną podsumowane poniżej.

⁽¹⁰⁾ Decyzja Komisji 2001/406/WE z dnia 13 lutego 2001 r. w sprawie programu „Viridian Growth Fund” zgłoszonego przez Zjednoczone Królestwo (Pomoc państwa C 46/2000): Dz.U. L 144 z 30.05.2001, str. 23.

⁽¹¹⁾ Pomoc państwa N 722/2000: Dz.U. C 133 z 5.06.2002, str. 11.

⁽¹²⁾ Pomoc państwa N 606/2001: Dz.U. C 133 z 5.06.2002, str. 10.

⁽¹³⁾ Pomoc państwa N 265/2000 – Zjednoczone Królestwo: „Mapa pomocy regionalnej 2000 – 2006”: patrz przypis 8.

Ekonomiczne dowody luk kapitałowych na rynku kapitału ryzyka dla MŚP

109. Najważniejszym pojedynczym źródłem zewnętrznych funduszy dla małych i średnich przedsiębiorstw jest zadłużenie bankowe, głównie w postaci debetów i kredytów stałoterminowych, które razem stanowią około połowę wszystkich zewnętrznych funduszy⁽¹⁴⁾. Zadłużenie bankowe jest najbardziej odpowiednie wtedy, gdy przedsiębiorstwa generują wystarczający przepływ gotówki do obsługi spłat odsetek. Dostępność funduszy dłużnych znacznie poprawiła się w ciągu ostatniego dziesięciolecia. Nie ma rzeczywistych dowodów na to, że firmy mają trudności w ocenie funduszy bankowych. Niemniej jednak, kredytodawcy mogą nadal stawać wobec znacznej niepewności przy ocenianiu perspektyw poszczególnych firm. Często polegają oni na zabezpieczeniu dla wsparcia kredytowania MŚP, szczególnie gdy kredytobiorca nie ma ustalonej pozycji w branży. Nie wszyscy właściciele firm są w stanie zapewnić odpowiednie zabezpieczenie.
110. Niedoskonałości rynkowe na rynku wierzycelności wynikają z asymetrii informacyjnych polegających na tym, że kredytodawca jest tylko częściowo informowany o perspektywach przedsiębiorstwa. Asymetrie informacyjne oznaczają, że kredytodawcy nie są w stanie ilościowo ocenić poziomu ryzyka związanego z konkretnym MŚP. Dlatego trudno jest ocenić jakość przedsięwzięć inwestycyjnych, a jeszcze trudniej jest naliczyć stopę procentową, która dokładnie odzwierciedla poziom występującego ryzyka. Banki zwykle podejmują decyzje o udzieleniu kredytu w oparciu o kryteria, takie jak historia kredytów, zarządzanie poprzednim rachunkiem bankowym, dotychczasowe osiągnięcia ubiegającego się w branży i jego chęć zainwestowania swoich własnych pieniędzy w działalność oraz dowody jego zdolności do spłaty kredytu w oparciu o biznes plan. Jednakże dana osoba może nie mieć dotychczasowych osiągnięć i może nie posiadać osobistego kapitału do zainwestowania w działalność. W efekcie, kredytodawcy kładą również znaczny nacisk na gotowość przedsiębiorcy do dostarczenia zabezpieczenia kredytu. Choć opieranie się przez kredytodawców na zabezpieczeniu pozwala wielu przedsiębiorstwom na zabezpieczenie funduszu dłużnego, to jednak takie podejście do udzielania kredytów małym i średnim przedsiębiorstwom może stwarzać trudności dla przedsiębiorców, którym brak odpowiednich aktywów dla zapewnienia zabezpieczenia.
111. Choć fundusze dłużne i oparte o aktywa są wystarczające do zaspokojenia potrzeb większości firm, to jednak istotna mniejszość firm potrzebuje funduszy kapitałowych. Inwestorzy kapitałowi wnoszą kapitał w zamian za udziały w przedsiębiorstwie, co pozwala im na otrzymanie części jego przyszłych zysków. Ta forma finansowania jest najbardziej odpowiednia, gdy przedsiębiorstwo znajduje się na wczesnym etapie rozwoju i jeszcze nie generuje wystarczającego strumienia dochodów do obsługi spłaty odsetek od wierzycelności oraz/lub gdy przedsiębiorstwo rozwija nowe technologie, produkty lub rynki przy możliwości osiągnięcia znacznego tempa wzrostu, lecz także przy znacznym ryzyku niepowodzenia.
112. Fundusze kapitałowe stanowią zaledwie 8 procent wszystkich zewnętrznych funduszy dla MŚP, lecz statystyka ta pomniejsza ich znaczenie w nowoczesnej, przedsiębiorczej gospodarce. Przedsiębiorstwa, co do których jest najbardziej prawdopodobne, że potrzebują funduszy kapitałowych, są często wysoce innowacyjne i mają możliwości wniesienia ważnego wkładu we wzrost produktywności. Ponadto, funduszowi dostarczonemu w formie kapitału ryzyka towarzyszy niekiedy wsparcie w zakresie zarządzania, porada oraz inna fachowa pomoc.
113. Choć fundusze kapitałowe są ważną siłą napędową wzrostu indywidualnych przedsiębiorstw, oraz szerzej – w gospodarce, to istnieją mocne dowody na to, że cechy strukturalne prywatnego rynku finansowego przyczyniają się do znaczącej i rosnącej 'luki kapitałowej', przed jaką stają przedsiębiorstwa poszukujące skromnych sum kapitału do wzrostu. Te strukturalne skromny odnoszą się zarówno do podażowej, jak i popytowej strony rynku.
114. Problemy informacyjne przedstawione dla rynku wierzycelności odnoszą się również do rynku kapitałowego. Po stronie podaży występują powszechnie trzy kwestie, a mianowicie asymetrie informacyjne, koszty transakcji oraz postrzeganie ryzyka i nagrody.
115. „Asymetrie informacyjne” oznaczają, że inwestorzy kapitałowi mogą stawać w obliczu znacznych kosztów przy identyfikowaniu odpowiednich możliwości inwestycyjnych. Problemy natury informacyjnej są zazwyczaj większe w przypadku mniejszych, młodszych firm, a zwłaszcza innowacyjnych przedsiębiorstw dążących do rozwinięcia niesprawdzonych technologii, produktów i rynków. Trudności informacyjne stanowią znaczne utrudnienie dla inwestycji kapitałowych o mniejszej skali, ponieważ koszty inwestycji nie zmieniają się proporcjonalnie do wielkości inwestycji. W porównaniu do dużych firm, które są notowane na publicznych rynkach walorów, przepływ informacji o małych, nienotowanych firmach ubiegających się o inwestycje jest o wiele bardziej ograniczony. Dlatego inwestorzy mogą ponosić znaczne koszty badań podczas wyszukiwania odpowiednich możliwości inwestycyjnych. Ponadto, często trudno jest ocenić perspektywę przedsiębiorstwa, zwłaszcza gdy zespół zarządzający, produkt lub technologia są niesprawdzone. Dlatego, zanim inwestorzy kapitałowi będą mogli dokonać świadomych wyborów co do inwestycji, muszą rozpocząć proces wymaganej staranności. Te koszty zbierania informacji nie zmieniają się proporcjonalnie do wielkości inwestycji i, dla mniejszych inwestycji, mogą być niewspółmiernie duże w stosunku do potencjalnych korzyści finansowych płynących z dokonania inwestycji. I wreszcie, po zainwestowaniu w przedsiębiorstwo, inwestorzy kapitałowi chcą monitorować bieżące wyniki, jakie przynosi ich inwestycja. Często robią to zasiadając w zarządzie i mogą wkładać wiele czasu i wysiłku w dostarczanie wsparcia w zakresie zarządzania, zwłaszcza gdy zespół zarządzający przedsiębiorstwa jest stosunkowo niedoświadczony. Może to istotnie przyczynić się do osiągnięcia wyników przez przedsiębiorstwo, w które dokonano inwestycji, lecz podobnie i w tym przypadku koszty te nie zmieniają się proporcjonalnie do wielkości inwestycji.

⁽¹⁴⁾ Bank of England: "Fundusze dla małych firm – Dziesiąte sprawozdanie", 2003 r.

116. Istnieją znaczne koszty stałe związane z dokonywaniem inwestycji kapitałowych, na przykład przy negocjowaniu warunków inwestycji i przygotowywaniu niezbędnych umów prawnych ("koszty transakcji"). Podobnie, jak w przypadku innych kosztów stałych, te koszty transakcji często stają na przeszkodzie inwestowaniu w mniejszych sumach.
117. Decyzjami inwestycyjnymi kierować będzie postrzeganie ryzyka oraz prawdopodobnych zwrotów finansowych. Jeżeli inwestorzy mają nieprawidłowe oczekiwania, to rezultatem tego będzie gorszy od optymalnego przydział kapitału.
118. Ograniczenia po stronie popytu są równie znaczące w ograniczaniu przepływu funduszy kapitałowych od inwestorów do MŚP. Badania ujawniły szereg kwestii, które powstrzymują małe przedsiębiorstwa przed poszukiwaniem kapitału własnego. Utrata kontroli i ograniczona swoboda zarządzania to problemy często przytaczane przez MŚP, lecz powszechnymi przeszkodami są również koszty zabezpieczenia finansowania kapitałowego oraz brak znajomości zewnętrznych źródeł funduszy. Wiele z przedsiębiorstw, które aktywnie poszukują inwestycji kapitałowych jest również ograniczonych przez brak 'gotowości inwestycyjnej'. Utrudnieniem dla MŚP może być także ograniczona świadomość i zrozumienie różnorodnych form dostępnych funduszy kapitału ryzyka oraz sposobu dostępu do nich, a także niedostatecznie opracowane lub słabo zaprezentowane biznes plany. Nienależyte przygotowanie i zaplanowanie działalności gospodarczej będzie powstrzymywać potencjalnych inwestorów, zwłaszcza wskutek zwiększenia kosztów związanych z informacją i wymaganą starannością.
119. Luka kapitałowa powstaje, gdy rentowne przedsiębiorstwa są niezdolne do przyciągnięcia inwestycji od nieformalnych inwestorów lub od inwestorów kapitału ryzyka, którzy są dla MŚP głównymi źródłami funduszy kapitałowych. Nieformalni inwestorzy (*business angels* oraz inni nieformalni inwestorzy) mają dostęp do ograniczonych środków finansowych i dlatego na ogół inwestują stosunkowo nieduże sumy kapitału. W odróżnieniu od nich, formalni inwestorzy kapitału ryzyka zazwyczaj ponoszą dalece większe koszty przy ocenianiu potencjalnych inwestycji. Z powodów strukturalnych wspomnianych powyżej, koszty te są często niewspółmiernie duże, gdy przedsiębiorstwo poszukuje tylko skromnej sumy funduszu kapitałowego.
120. Dlatego luka kapitałowa dotyka przedsiębiorstwa poszukujące sumy pieniędzy, która jest powyżej finansowych możliwości większości nieformalnych inwestorów, lecz poniżej poziomu, na którym inwestowanie jest dla inwestorów kapitału ryzyka opłacalne.
- Dowody wzrostu luki kapitałowej na brytyjskim rynku kapitału ryzyka*
121. Według ostatnich danych BVCA⁽¹⁵⁾, duże fundusze MBO wykazały dobre zwroty w 2003 i w dłuższym okresie,
- natomiast zwroty z funduszy wczesnego etapu i technologii pozostawały w 2003 r. nadal obniżone.
122. Jeśli chodzi o ogólne wyniki według etapów inwestycji, to fundusze skupiające się na inwestycjach na wczesnym etapie przyniosły w 2003 r. średni zwrot wynoszący - 18,1%, w porównaniu do średniego 3-letniego zwrotu w wysokości - 25,1% i średniego 5-letniego zwrotu wynoszącego - 12,5%.
123. Fundusze specjalizujące się w inwestycjach na etapie rozwoju zanotowały w 2003 r. średni zwrot wynoszący - 3,4%, w porównaniu do średniego 3-letniego zwrotu w wysokości - 8,2% i średniego 5-letniego zwrotu wynoszącego 2,7%.
124. Jednocześnie, fundusze koncentrujące się na MBO (wykupieniach przedsiębiorstw przez kierownictwo) uzyskały znacznie lepsze wyniki. Dla średniej wielkości MBO, średni zwrot w 2003 r. wyniósł 12,2%, w porównaniu do 3-letniego zwrotu wynoszącego 2,9% i średniego 5-letniego zwrotu wynoszącego 6,7%. Różnica staje się jeszcze bardziej wyraźna, jeśli wziąć pod uwagę duże MBO ze średnim zwrotem wynoszącym 15,3% w 2003 r., średnim 3-letnim zwrotem wynoszącym 9,1% oraz odpowiednią wielkością zwrotu za 5-letni okres wynoszącą 13,6%.
125. Przedstawione powyżej dane ukazują wyraźnie obecność prawidłowości na brytyjskim rynku kapitału ryzyka. Dostarcyciele kapitału ryzyka przechodzą stopniowo w stronę większych transakcji i związane z tym zwroty są wyższe, wskutek czego poszerza się luka kapitałowa pomiędzy mniejszej skali inwestycjami wczesnego etapu i rozwojowymi a inwestycjami dużej skali w firmy o dobrze ustalonej pozycji.
126. Tę tendencję w stronę coraz większych inwestycji uwydatniają ponadto ostatnie dane na temat inwestycji w Zjednoczonym Królestwie⁽¹⁶⁾. Średnia suma finansowania na wszystkich etapach inwestycji wzrosła do 4,3 miliona GBP (6 milionów EUR) w 2003 r. z 3,8 miliona GBP (5,3 miliona EUR) w 2002 r. Tłumaczy to fakt, że mniejszej skali inwestycje na etapie rozwoju spadły o 57% do 477 milionów GBP (670 milionów EUR) w 2003 r. z 1,2 miliarda GBP (1,7 miliarda EUR) w 2002 r. Średnia suma otrzymana przez rozwijającą się firmę spadła z 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) w 2002 r. do 800 000 GBP (1,1 miliona EUR) w 2003 r.
127. Z całości funduszy zebranych w 2003 r., ogromna większość, wynosząca 92% (8,2 miliarda GBP lub 11,5 miliarda EUR), została zainwestowana w MBO i MBI, wzrastając z 87% udziału tych inwestycji w 2002 r. Sprawozdanie przewiduje, że zaledwie 3% (290 milionów GBP lub 406 milionów EUR) zostanie zainwestowane w firmy na etapie rozwoju, w porównaniu do 6% w 2002 r. Z całości funduszy zebranych w 2003 r., 4% (368 milion GBP lub 515 milionów EUR) przypadło na inwestycje na wczesnym etapie, w porównaniu do 3% w 2002 r.

⁽¹⁵⁾ BVCA: "Przegląd pomiarów wyników za rok 2003", 2004 r.

⁽¹⁶⁾ BVCA: "Sprawozdanie z działalności inwestycyjnej za rok 2003", 2004 r.

128. Spodziewane jest, że w kategorii MBO/MBI 58% zostanie przydzielone na największe MBO/MBI (o łącznej wartości ponad 100 milionów GBP lub EUR 140 milionów), w porównaniu do 45% w 2002 r. 20% zostanie przydzielone na MBO/MBI w granicach od 50 milionów GBP (70 milionów EUR) do 100 milionów GBP (140 milionów EUR), zwiększając się z 17% w 2002 r., zaś 13% zostanie przydzielone na MBO/MBI w przedziale od 10 milionów GBP (14 milionów EUR) do 50 milionów GBP (70 milionów EUR), w porównaniu do 24% w 2002 r. Podobnie jak w 2002 r., zaledwie 1% zostanie przydzielone na MBO/MBI o wartości do 10 milionów GBP (14 milionów EUR).
129. Zarówno spadek inwestycji, jak i wyniki przedstawione powyżej doprowadziły do wycofania się z rynku inwestorów inwestujących na wczesnym etapie. Uwydatnia to dodatkowo fakt, że średnia wielkość finansowania (na wszystkich etapach inwestycji) stale rośnie i w 2003 r. osiągnęła 4,3 miliona GBP (6 milionów EUR). Inwestorzy na brytyjskim rynku kapitału ryzyka inwestują większe sumy pieniędzy zazwyczaj próbując zmniejszyć ryzyko, przez co przyczyniają się do poszerzania luki kapitałowej.
130. Suma funduszy zebranych z przeznaczeniem do zainwestowania w możliwości inwestycyjne na wczesnym etapie spadła o 73% od 2001 r. do 2003 r. W 2001 r. zebrano 1,4 miliarda GBP (2 miliardy EUR) do zainwestowania w przedsięwzięcia związane z kapitałem ryzyka na wczesnym etapie, w porównaniu do 369 milionów GBP (517 milionów EUR) w 2003 r. Tylko 1% z tych 369 milionów GBP (517 milionów EUR) zebranych 2003 r. przeznaczono na transakcje o wartości poniżej 10 milionów GBP (14 milionów EUR).
131. W swojej decyzji o wszczęciu postępowania określonego w art. 88 ust. 2 Traktatu WE w stosunku do proponowanego środka pomocy Komisja stwierdziła, że z uwagi na proponowane w ramach programu maksymalne sumy inwestycji, które znacznie przekraczają maksymalne sumy inwestycji przewidywane w Komunikacie, ażeby zdecydować, czy środek wpływa na warunki obrotu handlowego w stopniu sprzecznym ze wspólnym interesem, niezbędne są potencjalne spostrzeżenia poczynione przez zainteresowane strony.
132. Wszystkie komentarze otrzymane od zainteresowanych stron były pozytywne i podkreślały ogólne znaczenie przedmiotowego środka, jak również stosowność proponowanych maksymalnych sum inwestycji.
133. Biorąc pod uwagę informacje przedstawione w początkowej notyfikacji, komentarze przedstawione

przez zainteresowane strony trzecie, a także dodatkowe informacje dostarczone przez Zjednoczone Królestwo po podjęciu przez Komisję decyzji o wszczęciu postępowania zgodnie z art. 88 ust. 2 Traktatu WE, Komisja stwierdza, że Zjednoczone Królestwo dostarczyło wystarczające dowody na istnienie luki kapitałowej w przedziale wielkości transakcji od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 milionów GBP (2,9 miliona EUR) na rynku kapitału ryzyka Zjednoczonego Królestwa.

VI.4. Zgodność środka – Zgodność z pozytywnymi elementami Komunikatu

Ograniczenie inwestycji

134. Fundusze ECF będą ograniczone do inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa w znaczeniu definicji Komisji. Należy uznać to za pozytywne.

Skupienie się na niepowodzeniu rynku kapitału ryzyka

135. Fundusze ECF będą zobowiązane do inwestowania kapitału w MŚP za pomocą instrumentów kapitałowych lub quasi-kapitałowych. Inwestycje składające się w całości z instrumentów dłużnych, bez elementów kapitałowych, nie będą dozwolone. Komisja uznaje to za pozytywny element.

Decyzje o inwestowaniu powinny być kierowane zyskiem

136. Ustalono jest powiązanie pomiędzy wynikami inwestycji a wynagrodzeniem menadżerów handlowych odpowiedzialnych za decyzje inwestycyjne. Władze publiczne nie będą angażowane w wybieranie i podejmowanie decyzji inwestycyjnych przez ECF, poza ustanawianiem ograniczeń mających na celu zapewnienie, że inwestycje są ograniczone do MŚP. Decyzje o inwestycjach będą podejmowane przez menadżerów handlowych ECF zainteresowanych zapewnieniem maksymalnego zwrotu dla funduszu. Organ administracyjny SBS będzie jedynie zatwierdzał ECF, gdy podmioty obsługujące fundusze mają wyraźną motywację do maksymalizacji zwrotów. Warunki, na jakich publiczne władze będą inwestować w ECF dadzą prywatnym inwestorom bardzo silne bodźce do zapewnienia, że fundusze będą kierowane zyskiem i będą pomyślnie funkcjonować. Bodźce te wynikają stąd, że prywatni inwestorzy będą musieli spłacać odsetki od publicznego kapitału oraz w pełni spłacać kapitał zarówno publicznym, jak i prywatnym inwestorom, zanim będzie mógł być dokonany podział zysków. W rezultacie, prywatni inwestorzy będą ponosić co najmniej proporcjonalną część ewentualnych strat poniesionych przez ECF. ECF lub obsługujące je podmioty będą zobowiązane do działania zgodnie z branżowymi standardami (wytycznymi Brytyjskiego Stowarzyszenia Kapitału Ryzyka, BVCA). Wszystkie te elementy należy ocenić pozytywnie.

Poziom zakłócenia konkurencji powinien być ograniczony do minimum

137. Władze Zjednoczonego Królestwa zapewnią, że program ECF zostanie rozpropagowany i że zostanie wystosowane zaproszenie do składania wniosków z całego EOG za pomocą ogłoszeń umieszczonych w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* oraz właściwej prasie branżowej. Nie będzie ograniczenia w stosunku do lokalizacji jakiegokolwiek inwestora lub podmiotu gospodarczego. Jest to również uznane za pozytywny element.

Skierowanie uwagi na sektor

138. Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw nie będą inwestować we wrażliwe sektory objęte ograniczeniem w stosunku do pomocy państwa, ani w sektory, do których nie stosuje się Komunikat. Sektory o niskim ryzyku, obejmujące firmy zajmujące się nieruchomościami, gruntami, finansami i inwestycjami, bądź firmy leasingowe typu finansowego, nie będą kwalifikować się do inwestycji w ramach programu. Należy uznać to za pozytywne.

Inwestowanie w oparciu o biznesplany

139. Wszystkie inwestycje podejmowane przez ECF będą dokonywane w oparciu o solidne biznesplany. Jest to dalszy pozytywny element.

Uniknięcie kumulacji

140. Władze Zjednoczonego Królestwa zobowiązały się, że kwalifikowanie się MŚP-beneficjentów do innych publicznie finansowanych dotacji, kredytów lub innych form pomocy inwestycyjnej poza tą notyfikacją będzie zmniejszone o 30% intensywności pomocy, która byłaby dopuszczalna w innym wypadku. Komisja uważa, że jest to pozytywny element.

VII. WNIOSEK

141. Komisja stwierdza więc, że pomoc udzielana w ramach programu Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw spełnia warunki komunikatu Komisji na temat pomocy państwowej i kapitału ryzyka. Uznaje zatem środek za zgodny ze wspólnym rynkiem stosownie do art. 87 ust. 3 lit. c) Traktatu WE.

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

Artykuł 1

Pomoc państwa, którą Zjednoczone Królestwo zamierza zrealizować jest zgodna ze wspólnym rynkiem stosownie do art. 87 ust. 3 lit. c) Traktatu WE.

Realizacja powyższej pomocy zostaje zatem zatwierdzona.

Artykuł 2

Zjednoczone Królestwo zobowiązane jest przedstawiać coroczne sprawozdania z przebiegu realizacji pomocy.

Artykuł 3

Niniejsza decyzja jest skierowana do Zjednoczonego Królestwa.

Sporządzono w Brukseli, dnia 3 maja 2005 r.

W imieniu Komisji
Neelie KROES
Członek Komisji