

II

(Akty przyjęte na mocy Traktatów WE/Euratom, których publikacja nie jest obowiązkowa)

DECYZJE

KOMISJA

DECYZJA KOMISJI

z dnia 20 grudnia 2006 r.

w sprawie pomocy na rzecz „Investbx” C 36/2005, której zamierza udzielić Zjednoczone Królestwo

(notyfikowana jako dokument nr C(2006) 5808)

(Jedynie tekst w języku angielskim jest autentyczny)

(Tekst mający znaczenie dla EOG)

(2008/126/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 przywołanymi artykułami ⁽¹⁾ oraz uwzględniając ich uwagi,

a także mając na uwadze, co następuje:

1. PROCEDURA

- (1) Pismem z dnia 26 lipca 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 28 lipca 2005 r. Zjednoczone Królestwo zgłosiło Komisji wyżej wymieniony środek pomocy zgodnie z postanowieniami art. 88 ust. 3 Traktatu WE.
- (2) Komisja zwróciła się o dalsze informacje w dniu 19 sierpnia 2005 r., po czym w dniu 8 września 2005 r. odbyło się spotkanie przedstawicieli Zjednoczonego Królestwa oraz Komisji. W trakcie tego spotkania przedstawiciele władz Zjednoczonego Królestwa dostarczyli dalszych informacji.
- (3) Dnia 26 września 2005 r. Komisja otrzymała skargę od spółki PLUS Markets Group plc (dawniej Ofex Holdings plc) (dalej zwanej „Ofex”).

- (4) Pismem z dnia 20 października 2005 r. Komisja poinformowała Zjednoczone Królestwo, że postanowiła wszcząć postępowanie określone w art. 88 ust. 2 Traktatu WE w odniesieniu do tego środka.
- (5) Pismem z dnia 11 listopada 2005 r. Komisja przesłała swoją decyzję o wszczęciu postępowania określonego w art. 88 ust. 2 Traktatu WE zainteresowanej stronie – spółce Ofex.
- (6) Decyzja Komisji o wszczęciu postępowania została opublikowana w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* ⁽²⁾. Komisja wezwała zainteresowane strony do zgłaszania uwag.
- (7) Pismem z dnia 21 listopada 2005 r., które wpłynęło do Komisji tego samego dnia, Zjednoczone Królestwo przedstawiło odpowiedź na decyzję Komisji o wszczęciu postępowania.
- (8) Komisja otrzymała uwagi od 20 zainteresowanych stron:
 - (a) od The Share Centre w piśmie z dnia 10 listopada 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 23 listopada 2005 r.

⁽¹⁾ Dz.U. C 288 z 19.11.2005, str. 13.

⁽²⁾ Zob. przypis 1.

- (b) od Ofex w piśmie z dnia 25 listopada 2005 r., zarejestrowanym w Komisji tego samego dnia, oraz w piśmie z dnia 15 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji następnego dnia;
- (c) od Mazars w piśmie z dnia 24 listopada 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 5 grudnia 2005 r.;
- (d) od pana Alberta Bore'a w piśmie z dnia 30 listopada 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 6 grudnia 2005 r.;
- (e) od Quoted Companies Alliance (organizacji reprezentującej interesy mniejszych spółek notowanych na giełdzie) w piśmie z dnia 16 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji tego samego dnia;
- (f) od Hembury Associates Ltd. w piśmie z dnia 16 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 19 grudnia 2005 r.;
- (g) od Hamilton Pratt w piśmie z dnia 13 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 19 grudnia 2005 r.;
- (h) od Regione Emilia-Romagna w piśmie z dnia 15 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 20 grudnia 2005 r.;
- (i) od JP Jenkins w piśmie z dnia 13 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 20 grudnia 2005 r.;
- (j) od Aston Science Park w piśmie z dnia 14 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 22 grudnia 2005 r.;
- (k) od Robert Huggins Associates w piśmie z dnia 13 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 22 grudnia 2005 r.;
- (l) od Catapult Venture Managers w piśmie z dnia 12 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 22 grudnia 2005 r.;
- (m) od EEF West Midlands w piśmie z dnia 14 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 23 grudnia 2005 r.;
- (n) od Ofex w piśmie z dnia 19 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 23 grudnia 2005 r.;
- (o) od CEBRE w piśmie z dnia 16 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 23 grudnia 2005 r.;
- (p) od Rady Handlowej West Midlands (West Midlands Business Council) z dnia 22 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 3 stycznia 2006 r.;
- (q) od Birmingham Forward w piśmie z dnia 19 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 3 stycznia 2006 r.;
- (r) od Federacji Izb Handlowych West Midlands (Confederation of West Midlands Chambers of Commerce) w piśmie z dnia 20 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 3 stycznia 2006 r.;
- (s) od Advantage Growth Fund w piśmie z dnia 5 stycznia 2006 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 10 stycznia 2006 r.;
- (t) od Uniwersytetu Warwick w piśmie z dnia 16 grudnia 2005 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 16 stycznia 2006 r.;
- (9) Przedstawiciele Ofex wyjaśnili swoje stanowisko na spotkaniu z Komisją w dniu 16 grudnia 2005 r.
- (10) Pismami z dnia 22 grudnia 2005 r., 13 stycznia 2006 r. oraz 19 stycznia 2006 r. Komisja przekazała uwagi od zainteresowanych stron Zjednoczonemu Królestwu w celu umożliwienia mu ustosunkowania się do tych uwag.
- (11) Podczas spotkania władz Zjednoczonego Królestwa z Komisją w dniu 30 stycznia 2006 r., władze Zjednoczonego Królestwa udzieliły wyjaśnień. Komisja zwróciła się o dalsze informacje.
- (12) Informacje oraz opinie Zjednoczonego Królestwa w odpowiedzi na uwagi osób trzecich otrzymano w piśmie z dnia 3 lutego 2003 r., zarejestrowanym w Komisji tego samego dnia oraz w piśmie z dnia 7 lutego, zarejestrowanym w Komisji w dniu 10 lutego 2006 r.
- (13) Komisja zwróciła się o dalsze informacje od Zjednoczonego Królestwa pismami z dnia 15 lutego 2006 r. oraz 6 kwietnia 2006 r. Zjednoczone Królestwo dostarczyło tych informacji w piśmie z dnia 2 marca 2006 r., zarejestrowanym w Komisji następnego dnia, oraz w piśmie z dnia 7 kwietnia 2006 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 12 kwietnia 2006 r.
- (14) Zjednoczone Królestwo dostarczyło dalszych informacji w piśmie z dnia 3 maja 2006 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 11 maja 2006 r.
- (15) W wiadomości e-mail oraz piśmie z dnia 25 maja 2006 r. zawierających te same informacje i zarejestrowanych w Komisji odpowiednio w dniach 29 i 30 maja 2006 r., spółka Ofex twierdziła, że agencja Advantage West Midlands (dalej „AWM”) podejmowała działania przygotowawcze w odniesieniu do Investbx i zwróciła się do Komisji o odroczenie przyjęcia decyzji do momentu, gdy Ofex będzie w stanie dostarczyć dalszych informacji. W wiadomości e-mail z dnia 31 maja 2006 r. zarejestrowanej tego samego dnia, spółka Ofex zwróciła się z wnioskiem o powiadomienie przed przyjęciem decyzji oraz o otrzymanie decyzji przed jej opublikowaniem. W wiadomości e-mail z dnia 9 czerwca 2006 r. zarejestrowanej w tym samym dniu oraz w piśmie z dnia 9 czerwca 2006 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 13 czerwca 2006 r., spółka Ofex zwróciła się ponownie o odroczenie terminu przyjęcia decyzji.

- (16) W dwóch wiadomościach e-mail z dnia 4 lipca 2006 r., zarejestrowanych w Komisji w dniu 6 lipca 2006 r., Zjednoczone Królestwo dostarczyło Komisji dalszych informacji.
- (17) W wiadomości e-mail z dnia 12 maja 2006 r., zarejestrowanej w Komisji w dniu 13 maja 2006 r., spółka Ofex poinformowała Komisję o powszechnej dostępności strony internetowej Investbx.
- (18) Pismem z dnia 26 lipca 2006 r., zarejestrowanym w Komisji w dniu 1 sierpnia 2006 r., Angelbourse twierdził, że jest instrumentem handlowym dla mniejszych firm oraz że Investbx stanowi nieuczciwą konkurencję. Pismo to otrzymano ponad siedem miesięcy po terminie przesyłania uwag przez trzecie, a zarzuty w nim zawarte nie były uzasadnione, zatem Komisja nie wzięła go pod uwagę.
- (19) W wiadomościach e-mail z dnia 3 sierpnia 2006 r. zarejestrowanych w Komisji tego samego dnia, spółka Ofex poinformowała Komisję o istnieniu i działalności Angelbourse.
- (20) Pismem z dnia 7 sierpnia 2006 r. Komisja zwróciła się o dalsze informacje do Zjednoczonego Królestwa.
- (21) W wiadomościach e-mail z dnia 23 października 2005 r., zarejestrowanych w Komisji tego samego dnia, Zjednoczone Królestwo zawarło odpowiedź na wniosek Komisji.

2. SZCZEGÓŁOWY OPIS ŚRODKA

- (22) W oparciu o informacje dostarczone przez Zjednoczone Królestwo, Komisja podsumowuje opis zgłoszonego środka w następujący sposób.

2.1. Cel Investbx

- (23) Zasadniczym celem środka jest umożliwienie małym i średnim przedsiębiorstwom ⁽³⁾ w fazie ekspansji ⁽⁴⁾ (dalej „MŚP”) w regionie West Midlands Zjednoczonego Królestwa pozyskanie środków służących zniwelowaniu luki kapitałowej ⁽⁵⁾. Środek ten połączy MŚP, dostawców usług oraz inwestorów w celu ułatwienia przedsiębiorstwom pozyskiwania funduszy poprzez stworzenie praktycznego forum emisji i wymiany nowych udziałów. Investbx umożliwi również i ułatwi świadczenie usług na rzecz MŚP po stawkach rynkowych w celu zwiększenia ich możliwości pozyskiwania funduszy.
- (24) Środek ma na celu zaradzenie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w zakresie zapewnienia finansowania kapitałowego w przedziale od 0,5 do 2,0 mln GBP dla MŚP

⁽³⁾ Definicja jest zgodna z zaleceniem Komisji z dnia 6 maja 2003 r. dotyczącym definicji mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw (Dz.U. L 124 z 20.5.2003 r., str. 36).

⁽⁴⁾ MŚP na etapie rozszerzania działalności to MŚP zgodnie z definicją w punkcie 2.2 lit. h) Wytucznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka (Wytuczne wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach, Dz.U. C 194 z 18.8.2006 r., str. 2)

⁽⁵⁾ Środki służące zniwelowaniu luki kapitałowej odnoszą się do inwestycji w przedziale luki kapitałowej od 0,5 do 2 mln GBP.

w regionie West Midlands. Władze Zjednoczonego Królestwa oświadczyły, że górną granicą w zakresie pozyskiwania funduszy będzie kwota 2 mln GBP rocznie w początkowym pięcioletnim okresie w celu ukierunkowania tego środka ściśle na zaradzenie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w odniesieniu do pozyskiwania funduszy przez MŚP. Niepokoi je jednak fakt, że nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku zmieniają się wraz z upływem czasu, w miarę jak projekty realizowane na większą skalę w coraz większym stopniu przyciągają kapitał typu *private equity* (PE). Sprawozdanie CBI ⁽⁶⁾ szacuje nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 0,25 do 3 mln GBP. Pułap w wysokości 2 mln GBP mogłaby zatem, zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa, stworzyć rzeczywiste bariery dla powodzenia przedsięwzięcia Investbx w miarę upływu czasu, wykluczając niektóre MŚP, które mogą wymagać wyższego poziomu inwestycji. Jeśli tak będzie w istocie, AWM zbierze dowody i zgłosi tę zmianę Komisji, wnioskując o podniesienie pułapu.

- (25) Celem Investbx jest zapewnienie wspólnej płaszczyzny dla inwestorów prywatnych, w tym tzw. „aniołów biznesu” i inwestorów dostarczających kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*, którym da dodatkowe możliwości wyjścia, oraz bardziej ustabilizowanych rynków o dłuższej tradycji. Investbx przygotowuje przedsiębiorstwa będące potencjalnymi inwestycjobjorcami do notowania na bardziej ustabilizowanych rynkach o dłuższej tradycji, tj. Alternative Investment Market (dalej rynek AIM) oraz Londyńskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (dalej „LSE”).

2.2. Podstawa prawna środka

- (26) Podstawą prawną środka jest Ustawa o agencjach rozwoju regionalnego z 1998 r. ⁽⁷⁾, sekcja 5.

2.3. Budżet i okres obowiązywania

- (27) Organ rządowy, Agencja Rozwoju Regionalnego West Midlands („AWM”), zapewni Investbx środki finansowe w wysokości do 3 mln GBP na okres maksymalnie pięciu lat. Kwota ta może być niższa i/lub okres może być krótszy, jeżeli przedsięwzięcie stanie się samowystarczalne. Investbx użyje tej dotacji na sfinansowanie swoich inwestycji i pokrycie kosztów rozruchu, których nie można pokryć z przychodów z działalności. Investbx wykorzysta dotację zgodnie z planem finansowym, przewidującym coraz większą liczbę MŚP, które będą obsługiwane przez Investbx w początkowym okresie pięcioletnim (w sumie 47 pod koniec pięcioletniego okresu), oraz zakładającym generowanie coraz większych dochodów i wykorzystywanie dotacji w coraz mniejszym zakresie na wyrównanie strat do momentu osiągnięcia przez Investbx progu rentowności najpóźniej po upływie pięciu lat.

⁽⁶⁾ Konfederacja Przemysłu Brytyjskiego: „*Improving access to finance – Enabling the enterprise revolution*” [„Poprawa dostępu do finansowania – początek rewolucji w dziedzinie przedsiębiorczości”] (lipiec 2006 r.)

⁽⁷⁾ <http://www.opsi.gov.uk/acts/acts1998/19980045.htm>.

(28) Przewiduje się, że część tej dotacji posłuży jako rezerwa. Po tym okresie Investbx zwróci AWM pozostałe niewykorzystane środki, a AWM albo sprzeda udziały w Investbx na rynku w drodze otwartego przetargu publicznego z poszanowaniem zasady niedyskryminacji lub zlikwiduje Investbx.

2.4. Beneficjent środka

(29) Bezpośrednim beneficjentem środka jest Investbx. Investbx uzyska do 3 mln GBP w drodze dotacji AWM. Wszelkie nadwyżki z Investbx zostaną ponownie zainwestowane w Investbx w celu zapewnienia korzyści gospodarce regionalnej, co odpowiada misji AWM. AWM zachowa istotny wpływ na Investbx.

(30) Investbx będzie spółką z spółki z odpowiedzialnością wspólników ograniczoną do wartości wpłaconego kapitału zakładowego (*company limited by shares*). Statut spółki umożliwi Investbx samodzielne zawieranie umów we własnym imieniu. Bycie odrębnym podmiotem prawnym od AWM ułatwi ewentualne przeniesienie własności spółki w przyszłości. W przypadku sukcesu spółka Investbx zostanie sprzedana i stanie się spółką sektora prywatnego. Wówczas wszelkie kwoty pozostałe z pierwotnej dotacji pozostaną przekazane AWM.

(31) Spółka Investbx będzie miała zespół kierowniczy złożony z 6 do 8 osób odpowiedzialnych za realizację biznes planu. Rada niepełniąca funkcji kierowniczej będzie złożona ze specjalistów z West Midlands, specjalnie wyznaczonych ze względu na wiedzę i doświadczenie w pracy z MŚP oraz potencjalnymi inwestorami.

2.5. Aktualny rynek w Zjednoczonym Królestwie

(32) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa tradycyjny rynek kupna i sprzedaży udziałów w Zjednoczonym Królestwie jest zdominowany przez LSE, która głównie angażuje się w transakcje z dużymi pakietami akcji na rynku światowym. W coraz większym stopniu nie dopuszcza się do takich transakcji MŚP, ponieważ preferuje się bezpieczne akcje większych spółek.

(33) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa LSE miała zająć się tą sytuacją uruchamiając swój rynek AIM w 1995 r. Działa on jako rynek drugiego szczebla nastawiony na nowe i mniejsze spółki. Dopuszczenie do takiego rynku nie wymaga minimalnej historii notowań, minimalnego poziomu aktywów czy zysków, minimalnej kapitalizacji ani minimalnej liczby akcji/udziałów w wolnym obrocie.

(34) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa poza sferami wpływów LSE i AIM znajduje się instrument handlowy Ofex, podlegający regulacji Urzędu Usług Finansowych Zjednoczonego Królestwa (dalej „FSA”). Jego celem jest zapewnienie bardziej opłacalnej i mniej regulowanej alternatywy dla AIM.

(35) W Zjednoczonym Królestwie jest wielu usługodawców zajmujących się obrotem akcjami nienotowanymi na giełdzie lub pozyskujących kapitał, jak np. The Share Centre (Fast Track Service), Univits, JP Jenkins czy Investor Champions.

(36) Pomimo powyższych zmian Zjednoczone Królestwo twierdzi, że nadal istnieją długofalowe nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku inwestycji kapitałowych w MŚP zlokalizowane w regionach poza południowym wschodem, takich jak West Midlands. Najmniej spółek notowanych na giełdzie w regionie West Midlands, tam też obserwuje się najniższy poziom kapitalizacji rynkowej ogółem. Agencja AWM zwróciła się do spółki Ofex z zapytaniem, czy może ona rozwiązać kwestię nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w regionie West Midlands, w którym to przypadku agencja AWM zrezygnowałaby z przedsięwzięcia Investbx. Jednakże spółka Ofex nie zareagowała w żaden sposób.

2.6. Działalność i ceny Investbx

(37) Według władz Zjednoczonego Królestwa Investbx jest całkowicie nowym środkiem, który nie miał poprzedników. Tradycyjne fundusze kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture* (VC) mają na celu zwiększenie podaży kapitału na objęcie akcji lub udziałów w przedsiębiorstwach, natomiast Investbx przewiduje zamiast tego usprawnienie przepływu informacji o przedsiębiorstwach będących potencjalnymi inwestycjohorcami. Investbx uruchomi proces tworzenia sprawnego lokalnego rynku udziałów poprzez umożliwienie współpracy przedsiębiorstw z inwestorami, oferując im praktyczne, proste i opłacalne rozwiązania służące pozyskiwaniu kapitału, obrotowi udziałami i promowaniu swojej działalności. Ten instrument handlowy będzie się różnił od tradycyjnych rynków papierów wartościowych (tj. LSE wraz z jej AIM), jak również od Ofex, ponieważ będzie działać za pośrednictwem przejrzystego elektronicznego systemu licytacyjnego online, dobierającego kupujących i sprzedających według jednej ceny, przy czym inwestycje będą się odbywać za pośrednictwem platformy internetowej służącej do kompletowania zleceń zakupu i sprzedaży udziałów. W przeciwieństwie do rynków głównych, takie licytacje internetowe będą prowadzone tylko kilka razy w miesiącu. Jednocześnie Investbx będzie promować postrzeganie inwestycji w perspektywie długoterminowej, podkreślając raczej główny cel w postaci pozyskiwania funduszy dla MŚP w społeczności niż możliwość częstego obrotu udziałami, którą oferują istniejące rynki londyńskie. Zatem Investbx będzie pełnić trzy różne role: pozyskiwanie funduszy lub finansowanie pierwotne, łączenie usług wsparcia dla MŚP oraz zapewnianie wtórnej platformy obrotu udziałami w systemie licytacyjnym, po dopuszczeniu ich do obrotu.

(38) Spółkom pragnącym pozyskiwać środki służące zniwelowaniu luki kapitałowej pomagać będą lokalni doradcy w dziedzinie finansów i prawa, jak również zespół Investbx z West Midlands.

(39) Platforma obrotu udziałami będzie się znajdowała na portalu internetowym Investbx (www.investbx.com), który będzie również oferował szereg zintegrowanych usług, będzie dostępny przez 24 godziny przez siedem dni w tygodniu i stworzony będzie specjalnie by sprostać potrzebom MŚP, zarówno notowanych jak i nienotowanych na giełdzie.

(40) Investbx nie będzie zapewniać finansowania MŚP. Investbx nie będzie również zapewniać bezpośrednio funduszy ani gwarancji inwestorom ani przedsiębiorstwom będącym potencjalnymi inwestycjobjorcami. Całe finansowanie kapitałowe będzie zapewniane prywatnym docelowym inwestycjobjorcem przez inwestorów rynkowych. Funkcją Investbx jest tylko ułatwienie transakcji pomiędzy prywatnymi uczestnikami rynku.

2.6.1. Pozyskiwanie funduszy

(41) Investbx będzie pomagać MŚP przy pozyskiwaniu funduszy. Będzie promował odpowiednie MŚP w danym regionie doradcom poszukującym MŚP, w które można by zainwestować. Pozyskiwanie funduszy, zwane również finansowaniem pierwotnym, będzie polegało na sprzedaży udziałów nowo wyemitowanych przez docelowe MŚP z pomocą Investbx bezpośrednio zainteresowanym inwestorom. Władze Zjednoczonego Królestwa oświadczyły, że pułapem dla pozyskiwania funduszy będzie kwota 2 mln GBP rocznie na MŚP na początkowym pięcioletnim etapie.

(42) Według zawodowych doradców, którzy pomagają MŚP w pozyskiwaniu funduszy i których opinii zasięgnięto w trakcie całego procesu przygotowywania przedsięwzięcia Investbx, w regionie West Midlands istnieją możliwości finansowania więcej niż 10 MŚP rocznie na podstawie przewidzianej dla Investbx. Zgodnie z planem finansowym spółki, w ciągu pierwszych pięciu lat istnienia, powinna ona pozyskać co najmniej 70 mln GBP dla co najmniej 47 przedsiębiorstw.

(43) Od MŚP będzie się pobierać prowizję w wysokości 6 % od pozyskanych funduszy. Opłatę tę ustalono na podstawie modelu finansowego w sposób, który powinien umożliwić Investbx osiągnięcie progu rentowności w pięcioletnim okresie obowiązywania umowy o dofinansowanie. Ponadto oceny dokonano poprzez porównanie opłat z istniejącymi analizami przypadków w zakresie pozyskiwania funduszy. Z porównania takiego wynika, że 6 % to więcej niż wymagają niektóre inne podmioty. Jednakże władze Zjednoczonego Królestwa zauważyły również, że taka analiza porównawcza ma ograniczoną wartość z uwagi na to, że nie ma adekwatnych wskaźników porównawczych dla Investbx ze względu na unikalny charakter spółki. Investbx będzie się różnić od wszystkich istniejących dostawców usług w zakresie pozyskiwania funduszy w regionie West Midlands. Zatem uważa się, że Investbx będzie w stanie pobrać 6 % prowizję, tj. co najmniej taką stawkę, jaką pobierają istniejący doradcy korporacyjni.

2.6.2. Łączenie usług wsparcia dla MŚP

(44) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa Investbx połączy różnych dostawców usług, którzy będą pomagali MŚP w procesie pozyskiwania funduszy, jak również w okresie obrotu ich udziałami. Investbx zapewni koordynatora transakcji dla każdego MŚP, które zdecyduje się pozyskiwać fundusze za pośrednictwem Investbx. Bezpieczny

instrument wspólnego korzystania z dokumentów na stronie internetowej Investbx będzie zawierał wszystkie szablony dokumentów, jakich będą potrzebowały MŚP w procesie pozyskiwania kapitału i przystępowania do platformy obrotu udziałami. Szablony te opracowano we współpracy z miejscowymi specjalistami i są one uproszczone, tak aby były odpowiednie i opłacalne dla MŚP.

(45) Każde MŚP pragnące pozyskiwać fundusze w Investbx zostanie ocenione przez Investbx. Procedura taka będzie obejmowała ocenę jego możliwości przyciągnięcia inwestorów w zakresie finansowania pierwotnego oraz ocenę tego, czy analiza *due diligence* wykazała jakiegokolwiek fakty przemawiające przeciwko dopuszczeniu. Po pozytywnej ocenie zespół Investbx skontaktuje inwestorów z partnerami konsorcjum⁽⁸⁾, którzy mogą mieć wielu własnych inwestorów pragnących wziąć udział w nowej emisji.

(46) W procesie pozyskiwania funduszy Investbx będzie świadczyć usługi badawcze i marketingowe po kosztach rynkowych, które będzie zlecać kontrahentom zewnętrznym. Investbx będzie prowadzić wykaz niezależnych doradców finansowych, radców prawnych, księgowych, doradców finansowych PR i niezależnych dostawców usług badawczych, którzy posiadają odpowiednie doświadczenie i pozwolenia od organów regulacyjnych i od których MŚP mogą wybierać usługi, jakich potrzebują do pozyskiwania funduszy.

(47) Wszystkie MŚP przystępujące do Investbx będą miały publikowane niezależne badania. Investbx udostępni na swojej stronie internetowej wszystkim potencjalnym inwestorom lub doradcom finansowym prezentację każdego MŚP zawierającą krótkie informacje z całego dokumentu dopuszczenia, dokument dopuszczenia oraz wyniki niezależnych badań. Prowadzone niezależnie badania będą zawierały zarówno ilościowe, jak i jakościowe szczegółowe i wyczerpujące informacje o danym przedsiębiorstwie. Badania tego rodzaju są rzadko dostępne innym osobom niż dyrektorzy funduszy instytucjonalnych. Dane takie zwykle przygotowuje się tylko dla większych pakietów akcji i są one dostępne tylko dla inwestorów instytucjonalnych. Badania dostarczą również szczegółowych informacji na temat każdego obszaru działalności.

(48) MŚP pokryją koszty wszelkich honorariów doradców za pomoc w przystąpieniu do Investbx. Poszczególne honoraria będą liczone po cenach rynkowych pobieranych przez podmioty prywatne, które nie otrzymują żadnych świadczeń finansowych z Investbx.

2.6.3. Obrót wtórny

(49) Investbx zapewni również internetową platformę obrotu wtórnego, funkcjonującą w systemie licytacyjnym w oparciu o zamówienia. Celem tej platformy jest zapewnianie płynności udziałów spółek po pozyskaniu kapitału na rynku pierwotnym i ich dopuszczeniu do obrotu w Investbx.

⁽⁸⁾ Partner konsorcjum to grupa inwestorów działających wspólnie przy inwestowaniu w przedsiębiorstwo.

(50) Rynek oparty na zamówieniach funkcjonuje w oparciu o system, w którym właściciele udziałów w MŚP zgłaszają chęć sprzedaży niektórych udziałów i podają cenę, jaką byliby skłonni zaakceptować. Zainteresowani nabywcy udziałów w MŚP rejestrują również swoje zainteresowanie wraz z ceną, jaką gotowi są zapłacić.

(51) Zarówno kupujący, jak i sprzedający mogą widzieć wszystkie oferowane ceny udziałów w MŚP na stronie internetowej Investbx w trybie 24/7 i mogą zmieniać zamówienia na godzinę przez licytację. Licytacje odbywają się z częstotliwością wyznaczaną przez spółkę w oparciu o kwotę odsetek pokazaną przy obrocie udziałami, prawdopodobnie co tydzień lub co miesiąc. Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa zachęca to do traktowania inwestycji w MŚP w perspektywie długofalowej, ponieważ nie ma możliwości natychmiastowego kupna i sprzedaży udziałów.

(52) W systemie licytacyjnym udziały sprzedawane są bezpośrednio pomiędzy poszczególnymi inwestorami, poprzez dobrane kupujących i sprzedających wedle tej samej ceny. Wyeliminuje to zatem marżę organizatora rynku, która stanowi różnicę pomiędzy ceną kupna a ceną sprzedaży w normalnych systemach notowań z udziałem organizatora rynku (LSE, AIM i Ofex to ustabilizowane rynki z udziałem organizatora rynku zgodnie z poniższymi wyjaśnieniami, dalej zwane „rynkami ustabilizowanymi”). Różnica jest zwykle większa w przypadku udziałów sprzedawanych rzadziej i w mniejszych ilościach. Według władz Zjednoczonego Królestwa najwyższa rozpiętość w przypadku Ofex wynosiła do 75 %, a średnia rozpiętość cenowa udziałów sześciu spółek z siedzibą w West Midlands w obrocie na rynku Ofex w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wrzesień 2006 r. wyniosła 16 %

(53) Investbx zleci na zasadzie outsourcingu kosztowne i złożone działania związane z regulacją i obrotem firmie zatwierdzonej przez FSA. Taką firmę – The Share Centre – wyznaczono jako podmiot preferowany do tej roli w następstwie procesu selekcji prowadzonego z poszanowaniem zasady niedyskryminacji, o którym informację zamieszczono w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*. Do zadań The Share Centre należało będzie: uzyskanie upoważnienia od FSA i związane z tym zapewnienie zgodności; zapewnienie internetowego produktu maklerskiego; odbiór usług pośrednictwa (pobieranie pieniędzy od inwestorów zgłaszających chęć objęcia nowo emitowanych udziałów), zarządzanie programami udziałów pracowniczych, zapewnienie instrumentu handlowego i prowadzenie okresowych licytacji.

(54) Władze Zjednoczonego Królestwa potwierdziły, że opłaty pobierane przez Investbx od MŚP będących potencjalnymi inwestorami, jak również od inwestorów za usługi związane z obrotem wtórnym będą równe stawkom rynkowym pobieranym przez The Share Centre od poszczególnych spółek. Investbx będzie korzystać z rabatu od The Share Centre.

2.7. Pośredni beneficjenci

(55) Cały obrót pierwotny i wtórny w Investbx będzie się odbywał wśród prywatnych uczestników rynku, inwestorów i przedsiębiorstw będących potencjalnymi inwestorami, którzy mogą odnieść z tego środka jedynie korzyści pośrednie.

2.7.1. Inwestorzy

(56) Biorąc pod uwagę tendencję inwestorów instytucjonalnych do inwestowania w większe transakcje, władze Zjednoczonego Królestwa są przekonane, że inwestorzy ci nie będą zainteresowani skorzystaniem z Investbx. Investbx spodziewa się zatem pozyskania funduszy głównie od poszczególnych inwestorów prywatnych, w tym osób o dużym kapitale własnym. Investbx będzie adresowany głównie, choć nie tylko do inwestorów z regionu West Midlands, jako że w przekonaniu władz Zjednoczonego Królestwa, istnieje większe prawdopodobieństwo, że będą oni inwestować w docelowe MŚP z siedzibą w regionie West Midlands.

(57) Do inwestorów Investbx może zwracać się bezpośrednio lub poprzez pośredników lub partnerów konsorcjum. Tak czy inaczej, żadnych inwestorów, bez względu na to, skąd pochodzą lub czy są inwestorami instytucjonalnymi czy też pojedynczymi inwestorami prywatnymi, nie będzie się wykluczać z korzystania z Investbx, ani też korzystanie z Investbx nie zaszkodzi ich interesom.

(58) Pojedynczy inwestorzy prywatni będą mogli uczestniczyć w finansowaniu pierwotnym w czasie procesu pozyskiwania funduszy i uzyskać dostęp do prezentacji i niezależnych badań dotyczących przedsiębiorstw będących potencjalnymi inwestorami. Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa możliwości takie dostają zwykle tylko inwestorzy instytucjonalni. Wszyscy inwestorzy będą mogli złożyć wniosek o nowo wyemitowane udziały/akcje bezpośrednio za pośrednictwem Internetu lub poprzez pośredników finansowych.

2.7.2. MŚP będące potencjalnymi inwestorami

(59) Do korzystania z Investbx uprawnione są wyłącznie MŚP z regionu West Midlands o realnych biznes planach oraz co najmniej dwuletniej obecności na rynku, zabiegające o „kapitał na rozszerzenie działalności” ⁽⁹⁾. Investbx może w drodze wyjątku rozważyć MŚP, które nie mają dwuletniej historii notowań, jeżeli MŚP otrzymało środki inwestycyjne od inwestora dostarczającego kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture* przy rozwijaniu produktów lub usług. Władze Zjednoczonego Królestwa potwierdziły, że MŚP nie pozyskują rocznie więcej niż 2 mln GBP i nie wyjdą poza etap pozyskiwania kapitału na rozszerzenie działalności, zgodnie z definicją w punkcie 2.2 lit. h) Wytucznych wspólnotowych w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach (dalej zwanych „wytucznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka”) ⁽¹⁰⁾.

⁽⁹⁾ Zgodnie z definicją zawartą w Wytucznych wspólnotowych w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach, Dz.U. C 194 z 18.8.2006 r., str. 2.

⁽¹⁰⁾ Dz.U. C 194 z 18.8.2006, str. 2.

- (60) W celu zapewnienia ochrony inwestorom, spółki przystępujące do Investbx muszą spełnić szereg wymogów nałożonych przepisami oraz wymogów dotyczących ujawniania informacji zgodnie z przepisami FSA.

2.8. Procedura wyboru podmiotu, który zastosuje środek

- (61) Głównego dostawcę usług dla Investbx, The Share Centre, wybrano w procesie selekcji o charakterze konkurencyjnym prowadzonym z poszanowaniem zasady niedyskryminacji, o którym informację opublikowano w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej* ⁽¹¹⁾. Oficjalne oferty złożyły trzy przedsiębiorstwa: Ofex, Univits oraz The Share Centre. Przeglądu wybranych podmiotów dokonał zespół trzech niezależnych fachowych doradców oraz trzech wewnętrznych taksatorów AWM w oparciu o 18 kryteriów oceny wyboru. Wedle tych kryteriów propozycja Univits uzyskała najniższą ocenę. The Share Centre i drugiego z kolei najlepszego oferenta – Ofex – zaproszono na rozmowę. The Share Centre uzyskał znacznie lepszy wynik niż Ofex w ocenie i według władz Zjednoczonego Królestwa, właśnie dlatego został wybrany jako preferowany oferent.
- (62) Ze względu na techniczną złożoność przedsięwzięcia oraz ważność roli podmiotu gospodarczego dla powodzenia przedsięwzięcia, zlecono dodatkową niezależną ocenę obu finalistów, w wyniku której preferowanym oferentem również okazała się firma The Share Centre.
- (63) Według władz Zjednoczonego Królestwa wszystkie strony poinformowano o decyzji w lutym 2004 r. Spółka Ofex próbowała uzyskać informację o tym, dlaczego nie została wybrana i informacji takich dostarczono na życzenie. Po tych informacjach nie złożono żadnej oficjalnej skargi ani zakwestionowano decyzji na drodze sądowej.

2.9. Porównanie Investbx z Ofex

- (64) W oparciu o informacje dostarczone przez władze Zjednoczonego Królestwa, których nie podważyły wnioski zainteresowanych stron, Investbx i Ofex można rozróżnić w następujący sposób:

INVESTBX	OFEX
Geograficzny obszar działania	
Tylko MŚP z regionu West Midlands	Kraj i zagranica
Specjalny zespół 6–8 osobowy z West Midlands	1 kierownik ds. rozwoju działalności w Londynie, dla 9 regionów Zjednoczonego Królestwa
Docelowy rynek	
MŚP tylko na etapie rozszerzenia działalności	Spółki dowolnej wielkości

INVESTBX	OFEX
Do 2 mln GBP rocznie	Bez ograniczenia

Świadczone usługi

Głównym celem jest pozyskiwanie kapitału pierwotnego dla MŚP.	Rynek pierwotny i wtórny. Firmy maklerskie pozyskują środki.
Warunkiem przystąpienia jest dostarczenie wyników niezależnych badań.	Brak takiego wymogu.
Platforma obrotu udziałami oparta na zamówieniach, okresowe licytacje z doбором kupujących i sprzedających po tej samej cenie.	Rynek oparty na notowaniach; obrót w czasie rzeczywistym z jedną ceną kupna i inną ceną sprzedaży, co powoduje rozpiętość cen udziałów.

Warunki ustawowe

Investbx będzie wyznaczonym przedstawicielem The Share Centre, który obsługuje Alternatywny System Obrotu (<i>Alternative Trading System</i>).	Ofex obsługuje aktualnie Alternatywny Systemem Obrotu i posiada bezpośrednio upoważnienie FSA.
--	--

3. PODSTAWY WSZCZĘCIA POSTĘPOWANIA

- (65) W swojej decyzji o wszczęciu postępowania Komisja określa pomoc na rzecz Investbx. Ponadto zapowiada dalszą kontrolę ewentualnej pomocy dla inwestorów i MŚP.
- (66) W decyzji tej Komisja stwierdza, że, choć środek ma na celu zniwelowanie luki kapitałowej dla MŚP, nie wchodzi w zakres komunikatu w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka ⁽¹²⁾. Jako że spółka Investbx nie dostarcza żadnego kapitału podwyższonego ryzyka MŚP, nie można jej uważać za fundusz kapitału podwyższonego ryzyka. Celem środka jest stworzenie infrastruktury dla instrumentu giełdowego dla inwestorów i MŚP. Dotacja dla Investbx nie kwalifikuje się jako pomoc zgodnie z wytycznymi w sprawie pomocy regionalnej. Nie mają również zastosowania żadne inne regulacje, przepisy ramowe czy wytyczne w sprawie pomocy państwa. Stąd też w decyzji o wszczęciu postępowania Komisja stwierdza, że ocenę pomocy na rzecz Investbx można oprzeć bezpośrednio na art. 87 ust. 3 lit. c Traktatu WE. Zatem muszą istnieć dobrze określone nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, instrument pomocy musi być ukierunkowany na te nieprawidłowości, a nad zakłóceniem konkurencji i jego wpływem na wymianę handlową musi w sumie przeważać wspólny interes.

⁽¹¹⁾ Dz.U. S 206 z 25.10.2003, nr 186003.

⁽¹²⁾ Dz.U. C 235 z 21.8.2001, str. 3.

- (67) W decyzji o wszczęciu postępowania Komisja wyraża wątpliwości dotyczące zgodności środka z przepisami, w szczególności wątpliwości na temat tego, czy nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 0,5 mln GBP do 2 mln GBP, określona w decyzji Komisji w sprawie programu pomocy „Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw”⁽¹³⁾ mają nadal zastosowanie na obszarze Zjednoczonego Królestwa a w szczególności w regionie West Midlands.
- (68) Wreszcie Komisja pragnie dalej badać różnice pomiędzy Investbx a rynkami tradycyjnymi, w szczególności Ofex. Zapowiada zbadanie ewentualnej konkurencji z LSE, AIM i Ofex, jak również z podmiotami świadczącymi usługi finansowania dłużnego. Celem jest zweryfikowanie, czy zakłócenia konkurencji i wpływ na wymianę handlową są ograniczone celem zadbania o to, by środek pomocy zasadniczo nie był sprzeczny ze wspólnym interesem.
- (69) Dopiero po rozważeniu uwag osób trzecich Komisja była w stanie zdecydować, czy środek zaproponowany przez Zjednoczone Królestwo jest dobrze ukierunkowany na konkretną nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku oraz czy wpływa na konkurencję i warunki handlowe w stopniu sprzecznym ze wspólnym interesem.

4. UWAGI ZAINTERESOWANYCH STRON

- (70) Komisja otrzymała uwagi od 20 zainteresowanych stron, zgodnie z art. 20 ust. 2 rozporządzenia Rady (WE) nr 659/1999⁽¹⁴⁾. 17 z tych 20 zainteresowanych stron poparło środek, który ma być stosowany przez Investbx. Poparcie wyraziły firmy, specjaliści i inwestorzy dostarczający kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture* z regionu West Midlands, organizacje biznesowe z West Midlands, uczelnie wyższe i naukowcy z West Midlands, maklerzy giełdowi z West Midlands jak również regionu europejskiego. Oprócz Ofex, również JP Jenkins Stockbrokers oraz The Quoted Companies Alliance wyraziły krytyczne uwagi na temat środka, który ma być stosowany przez Investbx.

4.1. Uwagi pozytywne

- (71) Większość 17 uwag pozytywnych potwierdziła istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w zakresie zapewniania kapitału w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP, przy czym jedna ze stron stwierdziła, że nieprawidłowość ta sięga poziomu 3 mln GBP. Twierdzi się, że nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku występuje zarówno po stronie popytu, jak i po stronie podaży i nie mogą jej zaradzić ani „anioły biznesu”, dostarczające mniejszych kwot, ani prywatne fundusze kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*, które koncentrują się na większych transakcjach, ani też ustabilizowane rynki takie jak AIM czy Ofex, które w powszechnej opinii koncentrują się na regionach Londynu i regionach południowo-wschodnich i nie są zainteresowane rozwojem lokalnego rynku West Midlands. MŚP korzystające z istniejących platform

narzekają na mniejsze zainteresowanie inwestorów z uwagi na stosunkowo niewielkie kwoty transakcji, a co za tym idzie mniejszy zasięg badań nad MŚP. Według kilku stron przedsięwzięcie Investbx jest przydatne i potrzebne w celu zaradzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku oraz w celu stworzenia łącznika z ustabilizowanymi rynkami o dłuższej tradycji. Zapewniając możliwość „wyjścia z inwestycji”, będzie stymulować zainteresowanie inwestorów typu „anioły biznesu”.

- (72) Kilku partnerów ponownie potwierdziło potrzebę stworzenia lokalnego rynku, który skoncentruje się na nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku pozostawionej przez większe podmioty i który skorzysta z lokalnej wiedzy, fachowości i osobistych sieci kontaktów. Niektóre strony wspominają, że pomoc państwa jest potrzebna, jako że dostarczanie kapitału przez sektor czysto prywatny zawodzi na szczeblu lokalnym. W analizie dostarczonej przez Uniwersytet Warwick wskazano na przypadek MŚP, które musiało skierować się na rynek australijski w celu pozyskania kapitału na rozwój w obliczu luki w finansowaniu w regionie West Midlands i wysokich kosztów wejścia na istniejące rynki. Twierdzi się, że z racji tego, że inwestorom nie opłaca się regularnie odwiedzać inne regiony w celu wyszukiwania przedsiębiorstw, w które warto zainwestować, i ich monitorowania, Investbx poprawi tę sytuację, pozyskując kapitał głównie od lokalnych inwestorów, w szczególności od osób posiadających duży kapitał własny. Investbx zbiera pochwały za nowatorskie i opłacalne przedsięwzięcie, które może zwiększyć konkurencyjności MŚP i poprawić sytuację w regionie West Midlands po serii wstrząsów gospodarczych, z których jednym był upadek MG Rover.
- (73) Strony z pozostałych państw członkowskich wyrażają swoje poparcie dla Investbx i są zdania, że posłuży on jako projekt pilotażowy oraz źródło doświadczeń i dobrej praktyki dla innych regionów Wspólnot Europejskich.

4.2. Uwagi negatywne

- (74) The Quoted Companies Alliance (dalej „QCA”) twierdzi, że lokalna giełda rozrzedzi płynność z innych rynków oraz że „po prostu nie widzi możliwości, by lokalna giełda mogła spełnić wymogi tych [kompleksowych regulacji] bez pokaznych dotacji ze strony podatników”.
- (75) JP Jenkins, niezależny makler giełdowy zajmujący się kompletowaniem zleceń sprzedaży i zakupu papierów wartościowych, specjalizujący się w doborze transakcji akcyjnych, twierdzi, że Investbx będzie jego bezpośrednim konkurentem oraz że pomoc państwa doprowadzi do zakłócenia konkurencji i zagrozi pozycji JP Jenkins.
- (76) Jamie Whitehorn, Główny Radca Prawny Ofex uważa stwierdzenie przez Zjednoczone Królestwo istnienia rzekomej nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP oraz określenie

⁽¹³⁾ Decyzja Komisji C(2005)1144, Dz.U. L 91 z 29.3.2006, str. 16.

⁽¹⁴⁾ Rozporządzenie Rady (WE) nr 659/1999 z dnia 22 marca 1999 r., ustanawiające określające szczegółowe zasady stosowania art. 93 Traktatu WE, Dz.U. L 83 z 27.3.1999 r., str. 1.

- powodów jej istnienia zarówno za błędne i nieuzasadnione. Jeśli chodzi o niepełne informacje na temat zarówno popytu jak i podaży, uważa, że nie ma dowodów na, po pierwsze, brak informacji dla MŚP na temat tego, w jaki sposób zdobyć finansowanie kapitałowe, a po drugie, na niepowodzenia przedsiębiorstw regionu West Midlands o realnych biznes planach w pozyskiwaniu funduszy na rynku Ofex lub AIM, a po trzecie, dowodów na to, że inwestorom brakuje „odpowiednich i rzetelnych informacji o przedsiębiorstwach będących potencjalnymi inwestorami”
- (77) Według Ofex i QCA, aktualnie usługi dla MŚP pragnących pozyskać fundusze kapitałowe oferują Ofex, AIM, JP Jenkins Limited, sieci maklerskie oraz listy mailingowe inwestorów. Ponadto kapitał można pozyskać, korzystając z rejestru „uprawnionych inwestorów” prowadzonego przez Urząd Usług Finansowych.
- (78) Spółka Ofex wyraziła swoje obawy, iż niektóre informacje, na których opiera się wstępna ocena Komisji, są niekompletne, nieaktualne i/lub niezgodne ze sposobem, w jaki w praktyce działają rynki kapitałowe w Zjednoczonym Królestwie.
- (79) Ofex uważa, że analizy przedstawione przez Zjednoczone Królestwo w kontekście Funduszy Kapitałowych Przedsiębiorstw, do których odnosi się Komisja, są nieaktualne, jeśli chodzi o usługi świadczone przez Ofex. W ciągu ostatnich dwóch lat rynek Ofex uległ znacznej poprawie. Odzwierciedleniem tego była większa liczba MŚP dopuszczonych do Ofex w 2005 r. w porównaniu z rokiem 2004, przy czym wszystkie kwoty pozyskanych funduszy były w przedziale poniżej 2 mln GBP.
- (80) Nawet przy założeniu istnienia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, Ofex twierdzi, że Investbx nie rozwiązałby podstawowych problemów. Investbx nie jest w stanie zaradzić brakom informacji, jako że na skutek ograniczeń regulacyjnych nie może dostarczyć więcej informacji ponad to, co jest obecnie dostępne w Ofex czy AIM. Koszty transakcji, tj. honoraria i koszty analizy *due diligence* są jednakowe na wszystkich rynkach, a opłaty Ofex i AIM stanowią jedynie niewielki wycinek ogólnych kosztów pozyskiwania kapitału.
- (81) Ponadto Ofex jest zdania, iż środek nie jest odpowiednim instrumentem, ponieważ, w przypadku zamknięcia w ciągu pięciu lat, platforma obrotu udziałami mogłaby zniknąć i MŚP straciłyby kontakt ze swoimi udziałowcami. Zatem inwestorzy mogliby zostać pozbawieni możliwości zbycia udziałów przedsiębiorstw, w które wcześniej zainwestowali, co doprowadziłoby do niepewności pod koniec pięcioletniego okresu.
- (82) Ponadto Ofex twierdzi, że istnieją ograniczenia systemu licytacyjnego, powodujące, że w mniejszym stopniu nadaje się on do transakcji w porównaniu z systemami opartymi na istnieniu organizatora rynku. Po pierwsze, do zrealizowania sprzedaży wymagana byłaby podwójna zgodność sprzedającego i kupującego w określonym momencie. Po drugie, system taki nie wygeneruje wystarczającej liczby zamówień, by dostarczyć inwestorom wiarygodnych informacji o cenie udziałów. Natomiast w przypadku systemu z udziałem organizatora rynku, transakcje można zawierać w dowolnym momencie.
- (83) Ofex twierdzi, że „funkcję drabiny” w całości pełnią Ofex, AIM i LSE. Według Ofex, ogłoszony cel zaradzenia zauważonej nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku dla MŚP albo nie zostałby osiągnięty albo/i istnieje już kilka konkurencyjnych alternatywnych rozwiązań na rynku, oferujących porównywalne sposoby pozyskiwania kapitału.
- (84) Ponadto Ofex twierdzi, że zaproponowana pomoc państwa ukierunkowana jest raczej na koszty operacyjne Investbx niż na koszty przedsięwzięcia ze strony MŚP. Poza tym zaproponowana pomoc nie przyniesie korzyści ani potencjalnym inwestorom w MŚP ani MŚP poszukujących możliwości pozyskania kapitału, ale instrumentowi, Investbx, za pomocą którego środki te działają. Ofex za znamienne uważa fakt, że zaproponowany instrument rzekomo nie działa za pomocą mechanizmu uznanego w komunikacie w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.
- (85) Ofex stwierdza, że zaproponowana pomoc nie wywrze rzekomego efektu zachęty. Jeżeli przedsiębiorstwa pragną poszukiwać kapitału i są przekonane, że można to najlepiej osiągnąć za pomocą instrumentu obrotu ich udziałami, dostępne są już w tym celu istniejące rynki. Przedsiębiorstwa z regionu Midlands wykorzystują już te instrumenty.
- (86) Ponadto w odniesieniu do raportu brytyjskiego Ministerstwa Skarbu „*Bridging the Finance Gap*” [„Niwelowanie luki kapitałowej”] (grudzień 2003 r.) Ofex twierdzi, że na inwestorów nie wywiera wpływu położenie geograficzne, lecz sama propozycja transakcji.
- (87) Ofex twierdzi, że na jego platformie inwestorzy detaliczni mają dostęp do udziałów MŚP z nowych emisji i je obejmują. Ze względu na odsetek przedsiębiorstw pozyskujących kwoty kapitału poniżej 2 mln GBP w Ofex, Investbx będzie z tą firmą bezpośrednio konkurował, a nie uzupełniał jej działalność. Ofex niepokoi również fakt, że Investbx ryzykowałaby „wypieranie” innych dostawców kapitału w wyniku udzielenia pomocy państwa Investbx, tj. zniechęcanie innych potencjalnych inwestorów do dostarczania dodatkowego kapitału pozostałym istniejącym lub potencjalnym rynkom obrotu udziałami. Ofex twierdzi, że dzieje się tak dlatego, że przyznanie pomocy państwa zwolniłoby Investbx z potrzeby wygenerowania zysku, umożliwiając mu przyjęcie modelu dochodów, którego celem jest po prostu pokrycie wszelkiej nadwyżki kosztów nie objętych pomocą państwa. W przeciwieństwie do tego, konkurenci Investbx (np. Ofex) są finansowani przez inwestorów z sektora prywatnego, którzy spodziewają się zysku finansowego i konkurenci tacy musieliby zatem osiągnąć wystarczającą marżę, by wygenerować zysk. Panuje przekonanie, że w tym kontekście, Investbx może faktycznie powstrzymać innowację na rynkach finansowych. Sugeruje się, że platforma wspierana pomocą państwa, nienastawiona na generowanie zysków, nie będzie mieć takich samych handlowych imperatywów do poprawy jakości usług lub wprowadzenia nowych usług na korzyść klientów.

- (88) Podsumowując, Ofex twierdzi, że zaproponowanego środka pomocy państwa nie można uznać za leżącego we wspólnym interesie.

5. UWAGI ZJEDNOCZONEGO KRÓLESTWA

5.1. Uwagi do decyzji o wszczęciu postępowania

- (89) W swoich uwagach do decyzji o wszczęciu postępowania władze Zjednoczonego Królestwa twierdzą, że całe założenie przyjęte przez Investbx oparte jest na istnieniu uznanej nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w zakresie dostarczania funduszy kapitałowych w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP w regionie West Midlands. Pomimo ustanowienia szeregu wspieranych publicznie funduszy kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*, MŚP rzekomo borykają się z problemem niedoborów funduszy. Władze Zjednoczonego Królestwa zauważają, że nie wszystkie dostępne dowody wskazują na wniosek, iż nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku nie zaradzi sektor prywatny, zatem jedynym sposobem rozwiązania tego problemu jest stymulowanie rynku w drodze interwencji publicznej.

- (90) Aby zaradzić nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, Investbx ma być regionalnym katalizatorem mającym połączyć MŚP i inwestorów za pomocą internetowej giełdy udziałów, w połączeniu z pakietem uzupełniających usług koncentrujących się na pozyskiwaniu funduszy dla MŚP. Zgodnie z najlepszą wiedzą władz Zjednoczonego Królestwa, obecnie we Wspólnocie nie istnieje nic, co przypominałoby Investbx. Jest to nowatorski i unikalny projekt pilotażowy, oferujący potencjalne korzyści wszystkim regionom w całej Wspólnocie poprzez umożliwienie im obserwowania postępu w eliminacji nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku i zbadanie, czy regionalne internetowe giełdy papierów wartościowych tego rodzaju mogą być trwałe i pomocne dla gospodarki regionalnej.

- (91) Władze Zjednoczonego Królestwa przyznają, że agencja AWM publicznie wybrała The Share Centre, stosując procedurę selekcji za pośrednictwem *Dziennika Urzędowego Unii Europejskiej*, dla obsługi rynkowej Investbx. Ponadto stwierdza się, że spółka Ofex poparła przedsięwzięcie zarówno przed i jak i zaraz po niepowodzeniu w zdobyciu kontraktu na prowadzenie Investbx. Ponadto przyznano, że procedurę selekcji przeprowadzono w sposób obiektywny i na żadnym etapie nie poddano w wątpliwość uczciwości procedury.

- (92) Władze Zjednoczonego Królestwa są przekonane, że Investbx przyciągnie inwestorów nowego rodzaju i że spółka ta jako taka nie będzie konkurowała z Ofex o fundusze. Investbx będzie działał jako odskocznia do rynków o dłuższej tradycji niż jako konkurent.

- (93) Władze Zjednoczonego Królestwa stwierdzają, że ulepszone usługi dla inwestorów, jak wspomniano w decyzji o wszczęciu postępowania, nie są obecnie dostępne.

W wyniku tego, nie doszłoby do żadnego ewentualnego zakłócenia konkurencji. Władze Zjednoczonego Królestwa twierdzą, że Investbx udostępni publicznie udziały z nowych emisji, co stoi w sprzeczności z praktyką rynków o dłuższej tradycji, na których to nowo wyemitowane akcje zwykle udostępnia się kilku instytucjom.

- (94) Władze Zjednoczonego Królestwa potwierdzają, że spółka Investbx będzie pełniła podwójną rolę (z jednej strony działając jako forum ogólnej dyskusji, a z drugiej prowadząc swoją działalność handlową), z których żadnej nie pełni obecnie Ofex ani żadna inna organizacja. Strukturę Investbx wybrano ze względu na to, że zabezpiecza ona skuteczną kontrolę Investbx przez AWM i zapewnia, że żadna korzyść z funduszy nie zostanie udostępniona osobom trzecim oraz że wszelkie korzyści uzyskane ze sprzedaży Investbx wrócą ostatecznie do AWM, w przypadku gdy przedsięwzięcie się powiedzie.
- (95) Biznes plan Investbx przewiduje pozyskiwanie funduszy pierwotnych dla minimum 47 MŚP w regionie West Midlands przez okres pięciu lat, pozyskując co najmniej 70 mln GBP. W porównaniu z Ofex, w piśmie z dnia 21 listopada 2005 r. władze Zjednoczonego Królestwa stwierdziły, co następuje:

Poziom dla Zjednoczonego Królestwa

- W terminie pięciu lat od roku 2000 na rynku Ofex pozyskano zaledwie 43,3 mln GBP środków na finansowanie pierwotne w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP dla 39 przedsiębiorstw posiadających siedziby w całym Zjednoczonym Królestwie.
- Po odjęciu od ogólnej kwoty pozyskanych funduszy środków na finansowanie wtórne, spółki Ofex zbierają tylko niewielkie kwoty w drodze emisji pierwotnych.

West Midlands

- 10 przedsiębiorstw z siedzibą w West Midlands notowanych na rynku Ofex stanowi zaledwie 7 % całkowitej liczby spółek notowanych na rynku Ofex (listopad 2005 r.).
- Przy uwzględnieniu tylko spółek z siedzibą w West Midlands, na rynku Ofex pozyskano w sumie 12 mln GBP (rynek pierwotny i wtórny) w okresie pięcioletnim od 2001 do 2005 roku, co stanowi tylko 4,1 % łącznej kwoty pozyskanej w całym Zjednoczonym Królestwie przez Ofex. Ponad 50 % funduszy pozyskanych przez Ofex dla spółek z siedzibą w regionie West Midlands było na rzecz jednej spółki.
- W okresie pięcioletnim od 2000 roku, na rynku Ofex pozyskano tylko 3,5 mln GBP na finansowanie

pierwotne dla 5 spółek z siedzibą w West Midlands. Z 20 spółek nowo dopuszczonych do Ofex w 2004 r. tylko jedna miała siedzibę w West Midlands.

- (96) W piśmie z dnia 21 listopada 2005 r. władze Zjednoczonego Królestwa stwierdzają, że działalność w zakresie pozyskiwania funduszy przez Ofex obejmuje swoim zasięgiem całe Zjednoczone Królestwo, w przeciwieństwie do działalności Investbx, która jest bardzo wyraźnie ukierunkowana na jeden region, tj. West Midlands. Rzekomo z ponad 300 000 MŚP w regionie West Midlands jedynie 57 jest w obrocie na rynku AIM, 10 na rynku Ofex a od 5 do 10 uzyskuje co roku pomoc od każdego z głównych inwestorów dostarczających kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*. Władze Zjednoczonego Królestwa nie są przekonane, że Ofex lub którykolwiek z innych dostawców posiada zasoby lub konkretne plany zaradzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w regionie West Midlands lub jest chętny do takiego działania i nim zainteresowany. Faktycznie na dwóch osobnych spotkaniach szefów Ofex zaproszono do przedstawienia swoich planów zaradzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w regionie West Midlands, ale spółka Ofex się z tego nie wywiązała. Na podstawie dostępnych dowodów władze Zjednoczonego Królestwa stwierdzają, że spółka Ofex w ogóle nie wypełniła roli przewidzianej w przeszłości przez Investbx i albo nie będzie mogła albo nie wypełni jej w przyszłości. Władze Zjednoczonego Królestwa stwierdzają, że stworzenie Investbx w żaden sposób nie zaszkodzi spółce Ofex. Głównym celem Investbx jest pełnienie funkcji pewnego rodzaju giełdy przygotowawczej, na której spółki „przyzwyczają się” do wymogów związanych z byciem spółką giełdową i przygotowywały do ewentualnego przejścia na ustabilizowane rynki.
- (97) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa nie będzie miało miejsca przekazanie pomocy MŚP lub inwestorom. MŚP będą angażowały doradców bezpośrednio i będą płaciły stawki rynkowe za usługi świadczone przez doradców.
- (98) Władze Zjednoczonego Królestwa są zgodne co do tego, że Investbx jest beneficjentem pomocy. Aby pomoc można było uznać za zgodną przepisami, musi istnieć dobrze określona nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku. Uznaje się, że najpoważniejsza luka kapitałowa dla małych przedsiębiorstw występuje w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP. Władze Zjednoczonego Królestwa stwierdzają, że twierdzenie to jest poparte licznymi niezależnymi badaniami, analizami Komisji w poprzednich sprawach oraz samymi wytycznymi w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka. Władze nie znalazły żadnych dowodów na to, że ocena nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, która została potwierdzona ponownie w decyzji dotyczącej programu Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw⁽¹⁵⁾ uległa w tym czasie zmianie. Władze Zjednoczonego Królestwa przytaczają szereg opinii ważniejszych specjalistów regionu West Midlands na poparcie potrzeby istnienia Investbx. Inwestor dostarczający kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture* z tego regionu zasugerował, że z 500 do 750 propozycji otrzymywanych przez niego w ciągu roku, finansowanie uzyskuje mniej niż 1 %. Większość odrzucanych przedsiębiorstw ma realne biznes plany i choć przedsiębiorstwa te nie kwalifikują się do inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*, mogą zakwalifikować się do Investbx. W celu podkreślenia, że na rynku pozostaje wyraźna luka, władze Zjednoczonego Królestwa powołują się na kolejne dokumenty (takie jak dokument konsultacji budżetowych Ministerstwa Skarbu Zjednoczonego Królestwa „Niwelowanie luki kapitałowej”, dokument do dyskusji przedstawiony przez Zjednoczone Królestwo sprawujące przewodnictwo w UE opublikowany przed szczytem poświęconym kapitałowi podwyższonego ryzyka oraz sondaż na temat tendencji wśród MŚP przeprowadzony przez Konfederację Przemysłu Brytyjskiego).
- (99) Choć władze Zjednoczonego Królestwa początkowo nie wykluczały transakcji do 5 mln GBP zgodnie z potwierdzoną przez nich nieprawidłowością w funkcjonowaniu rynku do tego poziomu, na kolejnym etapie postępowania potwierdziły, że transakcje w ramach Investbx w początkowym pięcioletnim okresie byłyby ograniczone do 2 mln GBP rocznie, a wszelkie transakcje powyżej 2 mln GBP byłyby zgłaszane Komisji.
- (100) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa, zgłoszona pomocy jest faktycznie ukierunkowana na nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku i wykracza poza tradycyjne środki poprzez sposób, w jaki zajmuje się tym problemem. Investbx ma pełnić rolę uzupełniającą w stosunku do innych podmiotów dostarczających funduszy oraz przyciągać i wykorzystywać na rzecz MŚP dalsze źródła finansowania. Władze Zjednoczonego Królestwa uznają efekt zachęty przedsięwzięcia za oczywisty w takim sensie, że bez interwencji publicznej nie stworzono by Investbx.
- (101) Władze Zjednoczonego Królestwa uważają, że stworzenie i początkowe finansowanie Investbx nie zakłóci konkurencji, a raczej pomoże wyeliminować nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku, którego to problemu aktualnie się nie rozwiązuje. Nawet jeśli można twierdzić, że środek ten powoduje potencjalne zakłócenia, ograniczona kwota finansowania w maksymalnym okresie pięciu lat, w połączeniu z faktem, że wpływ Investbx będzie ograniczony tylko do jednego regionu Zjednoczonego Królestwa, oznacza, że wszelkie tego typu zakłócenia są z nadwyżką rekompensowane przez potencjalne korzyści dla wszystkich regionów w całej Wspólnocie. Pod koniec pięcioletniego okresu spółka Investbx musi sama się utrzymywać, a po jej sprzedaży, na co władze mają nadzieję, wszelkie osiągnięte zyski wrócą do AWM.
- (102) Władze Zjednoczonego Królestwa uważają, że Investbx wywrze ewentualnie ograniczony wpływ na konkurencję oraz nie wywrze żadnego zauważalnego wpływu na wymianę handlową, jako że spółka ma działać tylko w jednym z dziewięciu regionów Anglii. Będzie pełniła rolę podmiotu regionalnego, a więc z definicji nie może zakłócać żadnej działalności gospodarczej poza regionem West Midlands. Ponadto, jeżeli Investbx osiągnie sukces, podobne przedsięwzięcia w innych częściach Wspólnoty wzbudzą zainteresowanie sektora prywatnego i nie będą wymagały interwencji publicznej.
- (103) Jeżeli przedsięwzięcie się powiedzie i złagodzi nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku, będzie to doskonały sposób na osiągnięcie takiego celu przy minimalnych wydatkach publicznych lub minimalnym zakłóceniu konkurencji. W przypadku niepowodzenia przedsięwzięcia, podobnie nie dojdzie do zakłócenia konkurencji, ale wiadomo będzie, że albo model Investbx nie był realnym

⁽¹⁵⁾ Sprawa nr C 17/2004 – Zjednoczone Królestwo – „Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw”, Dz.U. L 91 z 29.3.2006, str. 16.

sposobem na zaradzenie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku albo że AWM wykorzystwała ten model w sposób nieodpowiedni i że należałoby rozważyć podejście alternatywne.

5.2. Spostrzeżenia Zjednoczonego Królestwa w sprawie krytycznych uwag osób trzecich

- (104) W odniesieniu do uwag JP Jenkins, władze Zjednoczonego Królestwa dokonują wyraźnego rozróżnienia pomiędzy Investbx a tą firmą. Stwierdzają, że JP Jenkins Stockbrokers realizuje zupełnie inny model działalności niż Investbx. JP Jenkins Stockbrokers to makler giełdowy zajmujący się kompletowaniem zleceń zakupu i sprzedaży papierów wartościowych oraz organizator rynku, dobierający transakcje nienotowanymi papierami wartościowymi poza giełdą. Rynek ten nie podlega żadnym obowiązkom określonym przepisami. Podstawowym celem Investbx jest pozyskiwanie funduszy dla MŚP; JP Jenkins Stockbrokers nie pełni takiej funkcji.
- (105) Władze Zjednoczonego Królestwa odpowiedziały na uwagi QCA i Ofex w następujący sposób.
- (106) Kompleksowy i rzeczowy opis nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku zawarty jest w zgłoszeniu pomocy państwa z dnia 26 lipca 2005 r. przekazanym przez władz Zjednoczonego Królestwa. Ponadto, powołują się one na analizy wykazujące na ciągły charakter nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, takie jak: *Sprawozdanie przedbudżetowe z dnia 5 grudnia 2005 r. Ministerstwa Skarbu Zjednoczonego Królestwa; Analiza sytuacji w zakresie zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka typu venture*, DTI Small Business Service, *Umożliwienie rozwoju przedsiębiorstw*, CBI. W regionie West Midlands jest ponad 300 000 MŚP, a co roku średnio tylko jedno przedsiębiorstwo z siedzibą w West Midlands przystąpiło do Ofex w ciągu ostatnich pięciu lat. Podobnie, choć istnieje już sieć prywatnych inwestorów, uwagi osób trzecich wskazują na to, że MŚP potrzebują instrumentu stopniowego finansowania, który wypełniłby lukę w drabinie finansowej, jako że istnieją dowody na to, że przystąpienie do ustabilizowanego rynku jest zbyt trudne na ich etapie rozwoju.
- (107) Władze Zjednoczonego Królestwa przyjmują, że powodem powstrzymującym często MŚP przed pozyskiwaniem funduszy na ustabilizowanych rynkach są wysokie łączne koszty transakcji. Osoby trzecie w swoich uwagach podkreślają, iż wedle oceny koszty pozyskania kapitału w drodze publicznej emisji akcji/udziałów stanowią zbyt wysoki odsetek pozyskanych funduszy. Interwencja władz Zjednoczonego Królestwa ułatwiła firmom konkurującym na rynku lokalnym współpracę nad zgodnym z przepisami procesem obrotu w Alternatywnym Systemie Obrotu oraz nad sporządzeniem standardowych szablonów, które zmniejszają koszt pozyskania funduszy. Łączny koszt nie powinien być barierą dla przystąpienia do Investbx.
- (108) Według władz Zjednoczonego Królestwa dostępne są informacje z badań dotyczące akcji na rynkach o dłuższej tradycji, które przyciągają inwestycje podmiotów instytucjonalnych. Informacje takie sporządza się na temat akcji, jakimi byłiby zainteresowani inwestorzy instytucjonalni, a następnie zostaną one wykorzystane przez zespoły sprzedażowe maklerów w celu wzbudzenia zainteresowania podmiotów instytucjonalnych i uruchomienia obrotu. Takie informacje z badań nie są jednakże dostępne dla inwestorów indywidualnych. Co więcej, instytucje finansowe nie są zainteresowane akcjami/udziałami mniejszych spółek, ponieważ nie ma dla nich wystarczającej liczby akcji, które umożliwiłyby im zdobycie znaczącej pozycji. Natomiast, Investbx dostarczy danych na temat udziałów MŚP, a ponadto MŚP zleca niezależne badania po stawkach rynkowych w celu dostarczenia inwestorom szczegółowych informacji na temat spółki na poparcie ich decyzji inwestycyjnych.
- (109) W odpowiedzi na argument, iż Investbx obniżyłby płynność, władze Zjednoczonego Królestwa stwierdzają, że choć „przy technologii rynkowej 25 lat temu nie było możliwości utrzymania zróżnicowanych geograficznie rynków, ponieważ zaoferowanie tej samej akcji na różnych rynkach traktowane było jako fragmentacja płynności rynkowej. Jednakże pojawienie się Internetu umożliwiło odwrócenie sytuacji i skierowanie środków inwestorów regionalnych do spółek lokalnych, aby skorzystał na tym region”. Giełda West Midlands nie spowodowałaby fragmentacji płynności, zamiast tego promowałaby nieustanne łączenie płynności poprzez przesuwanie większej liczby udziałów po jednej cenie transakcyjnej raz na tydzień lub raz na miesiąc.
- (110) W odpowiedzi na uwagę o ochronie inwestorów, władze Zjednoczonego Królestwa wskazały środki ochrony inwestora istniejące w Zjednoczonym Królestwie i mające zastosowanie do inwestorów inwestujących w Investbx. Spółki przystępujące do Investbx muszą spełnić szereg wymogów nałożonych przepisami oraz wymogów w zakresie ujawniania informacji właściwych Alternatywnemu Systemowi Obrotu. Jak zauważono powyżej, Investbx wypełni zobowiązania w zakresie ochrony inwestora wyznaczone przez FSA, stosując wypróbowany system, którego obsługa zostanie zlecona The Share Centre na zasadzie outsourcingu i który będzie monitorował wszystkie aspekty działalności Investbx w tym zakresie. The Share Centre jako firma podlegająca regulacjom FSA będzie nadzorować działalność Investbx i dbać o to, by spółka Investbx stosowała odpowiednie najlepsze praktyki, określone w Kodeksie praktyki biznesowej FSA. Oprócz informacji, których udzielenie przewidziane jest stosownymi przepisami, Investbx udzieli inwestorom znacznie więcej informacji o MŚP niż zwykle jest to możliwe. Wychodzi to poza system regulacyjny i wskazuje na nowatorskie podejście Investbx.
- (111) Systemy licytacyjne są uznaną alternatywą dla systemów opartych na notowaniach i lepiej nadają się do obrotu mniejszymi pakietami udziałów, o czym świadczy publikacja „Regional Stock Exchange in the UK” [„Regionalne giełdy papierów wartościowych w Zjednoczonym Królestwie”] autorstwa dr. Roberta Hugginsa. Docelowy inwestor dla MŚP notowanych na Investbx jest zainteresowany

możliwościami o charakterze średnio- lub długofalowym i właśnie dlatego ważne jest dostarczanie bardziej szczegółowych informacji na temat perspektyw firmy. Ten profil inwestora nie wymaga takiej samej możliwości ciągłego obrotu, jak podmiot instytucjonalny dokonujący transakcji na giełdzie. Jednakże w każdej chwili do momentu licytacji można przeglądać dane dotyczące kolejnej licytacji oraz zmieniać zamówienia w trybie 24/7.

- (112) Struktura własnościowa Ofex obejmuje w pierwszej kolejności maklerów giełdowych i instytucje finansowe wykorzystujące system oparty na notowaniach z udziałem organizatora rynku i odnoszące z tego istotne korzyści. Jak wynika z danych przekazanych przez Ofex, utrzymanie możliwości dokonywania transakcji w dowolnym momencie na rynku opartym na notowaniach, wiąże się z występowaniem dużych rozpiętości cenowych, do 75 %. W przeciwieństwie do tego, model Investbx będzie dobierał kupujących i sprzedających po jednej cenie, na czym skorzystają zarówno MŚP, które będą w stanie obracać małymi ilościami udziałów, jak i inwestorzy, którzy nie ucierpią na rozpiętości pomiędzy ceną zakupu a ceną sprzedaży.
- (113) Władze Zjednoczonego Królestwa sugerują, że Ofex staje się rynkiem o dłuższej tradycji. W ostatnim oświadczeniu prasowym spółka Ofex przyznała, że pozyskała kapitał na cele sfinansowania zmian w swojej platformie obrotu w celu ułatwienia obrotu papierami wartościowymi w bezpośredniej konkurencji z AIM i LSE. Nowa platforma daje Ofex możliwość obrotu znacznie większymi ilościami niektórych papierów wartościowych notowanych i nienotowanych na giełdzie przy istniejących notowaniach w innym miejscu w Londynie.
- (114) Władze Zjednoczonego Królestwa twierdzą, że inwestorzy nie zostaliby pozbawieni możliwości zbycia udziałów przedsiębiorstw, w które wcześniej zainwestowali, w przypadku konieczności likwidacji Investbx. Wyjście z przedsięwzięcia Investbx określa umowa o finansowaniu. W przypadku konieczności zamknięcia Investbx, MŚP mogłyby nadal być w obrocie na platformie The Share Centre na takich samych warunkach.
- (115) Władze uważają, że pomoc na rzecz Investbx to minimum niezbędne w celu zaradzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w dostępie MŚP do finansowania kapitałowego w regionie West Midlands. Spółka Investbx nie będzie bezpośrednio przyznawała funduszy; nie będzie dyskryminowała ani faworyzowała MŚP w oparciu o ich dalsze wyniki i ich wycenę na swojej platformie obrotu udziałami. Investbx nie otrzymuje żadnego wynagrodzenia w oparciu o przyszłą wycenę MŚP, jakie otrzymałby inwestor dostarczający kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*. Bez pomocy przedsięwzięcie nie zostanie zrealizowane. Jest ono zbyt ryzykowne, by próbować je zrealizować wyłącznie przy wsparciu prywatnym, ponieważ taki model działalności nie ma poprzednika.
- (116) Władze Zjednoczonego Królestwa nie zgadzają się z twierdzeniem, że niekomercyjny model działalności może powstrzymać innowacyjność na rynkach finansowych.

Władze Zjednoczonego Królestwa chciałyby być świadkami tego, jak Investbx rozpoczyna i rozwija nową rentowną działalność, ale przyznają, że na wczesnych etapach nie będzie ona rentowna i dlatego właśnie wymaga finansowania. Jednakże Investbx musi osiągnąć zysk, aby być samofinansującym się przedsięwzięciem, które jest rentowne w perspektywie długoterminowej po wygaśnięciu ograniczonego finansowania ze strony AWM. Różnica polega na tym, że zyski zostaną raczej ponownie zainwestowane niż wykorzystane przez udziałowców. Władze Zjednoczonego Królestwa będą oceniać Investbx pod kątem możliwości odniesienia powodzenia oraz komercyjnego udostępnienia nowych usług MŚP posiadającym siedzibę w regionie West Midlands.

6. OCENA ŚRODKA

- (117) Komisja zbadała środek w świetle art. 87 Traktatu WE a w szczególności na podstawie Wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka. Wyniki tej oceny przedstawiono poniżej.

6.1. Zgodność z prawem

- (118) Władze Zjednoczonego Królestwa zgłosiły środek. Oświadczyły, że spółka Investbx nie została założona, nie rozpoczęła działalności ani nie otrzymała żadnych dotacji czy funduszy.
- (119) Władze Zjednoczonego Królestwa stwierdziły ponadto, że agencja AWM przyjęła osobę do pełnienia przyszłej roli dyrektora naczelnego Investbx, jednakże obecnie osoba ta pracuje w AWM nad różnymi projektami, z których jeden to prace przygotowawcze nad Investbx. Rozpoczęły się prace przygotowawcze nad rozwojem przyszłego portalu internetowego Investbx. Z powodu problemu technicznego, strona ta, którą wyraźnie oznakowano jako stronę w budowie, była dostępna. Problem ten rozwiązano, a strony nie można oglądać w Internecie.
- (120) Investbx nie ustanowiono jeszcze jako przedsięwzięcia i spółka nie otrzymała żadnego finansowania. Zatem nie przyznano jeszcze żadnej pomocy.
- (121) Władze Zjednoczonego Królestwa zobowiązały się nie przyznawać pomocy przed uzyskaniem zatwierdzeniem pomocy przez Komisję. Zatem wypełniły tym samym swoje zobowiązania wynikające z art. 88 ust. 3 Traktatu WE.

6.2. Istnienie pomocy państwa

- (122) Po wydaniu decyzji o wszczęciu postępowania, sprawdzono istnienie pomocy na wszystkich trzech poziomach: na poziomie
- Investbx jako rynku,
 - inwestorów oraz
 - MŚP, które mają być przedmiotem inwestycji.

Ocena ta jest dokonywana zgodnie z Wytycznymi w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.

6.2.1. Pomoc na poziomie Investbx

- (123) Inwestycje oraz bieżące wydatki będą finansowane z zasobów państwowych poprzez państwową agencję rozwoju AWM. Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa, żaden prywatny inwestor nie był zainteresowany inwestowaniem w Investbx. W normalnych warunkach rynkowych kapitał początkowy otrzymany w postaci dotacji nie zostałby pozyskany na takich samych korzystnych warunkach. Właśnie dlatego zapewnienie finansowania nie odpowiada zachowaniu prywatnego inwestora rynkowego. Investbx uzyskuje zatem finansowanie, którego w przeciwnym razie nie byłby w stanie pozyskać od inwestorów w sektorze prywatnym po stawkach rynkowych. Zatem w przedsięwzięciu Investbx wykorzystywane są zasoby państwowe. Jako że środek ten może wywierać wpływ na dostawców innych usług finansowych, w szczególności na Ofex, jak omówiono poniżej, środek może zakłócić konkurencję. Zasadniczo usługi kapitałowe i usługi powiązane mogą być świadczone transgranicznie. Potwierdza to przykład podany przez Uniwersytet w Warwick, w którym mowa o MŚP z West Midlands, które pozyskało finansowanie na rynku australijskim, jak również starania, jakie podejmuje Ofex, by oferować swoje usługi za granicą. Choć istnieje małe prawdopodobieństwo, by MŚP z regionu West Midlands próbujące pozyskać finansowanie kapitału do kwoty 2 mln GBP poszukiwałyby i uzyskiwałyby usługi z zagranicy, nie można tego wykluczyć. Środek może zatem wpłynąć na handel wewnątrzspółnotowy. Środek obejmuje zatem pomoc na rzecz Investbx w rozumieniu art. 87 ust. 1 TWE.

6.2.2. Pomoc na poziomie inwestorów

- (124) Investbx oferuje internetowy system licytacji, który daje możliwość inwestowania w MŚP wszystkim inwestorom, zarówno instytucjonalnym jak i osobom prywatnym. Inwestorzy mogliby ewentualnie skorzystać z informacji i usług dostarczanych przez Investbx, z których w przeciwnym razie nie skorzystaliby. Każdy zainteresowany inwestor, o ile nie jest wykluczony zgodnie z przepisami o ochronie inwestorów, będzie mógł skorzystać z Investbx na takich samych warunkach. Nie ma minimalnej wartości inwestycji, jakiej może dokonać pojedynczy inwestor. Zatem niezależnie od tego, czy środek daje przewagę inwestorom, nie jest wybiórczy na tym poziomie, a zatem dla inwestorów nie stanowi pomocy w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu WE.

6.2.3. Pomoc na poziomie MŚP

- (125) MŚP skorzystają ze środka na tyle, na ile będą w stanie pozyskać kapitał właścicielski (PE) na warunkach, jakie w przeciwnym razie nie występowałyby na rynku. Pakietu usług świadczonych przez Investbx aktualnie nie świadczy żaden podmiot na rynku. Fakt, że prywatni inwestorzy nie chcą rozwijać przedsięwzięć podobnych do Investbx pokazuje, że przedsięwzięcie jest ryzykowne. Działalność ta wiąże się ze znacznymi kosztami ogólnymi, które można pokryć tylko pod warunkiem, że Investbx osiągnie odpowiedni obrót, jednakże nie ma pewności co do tego,

czy uda się go osiągnąć. Zwykle cena płacona przez przedsiębiorstwa będące potencjalnymi inwestorami powinna odzwierciedlać to duże ryzyko. Choć większość usług oferowanych przez Investbx to usługi zlecane innym dostawcom rynkowym na zasadzie outsourcingu, z których Investbx otrzymuje marżę, cena pobierana przez Investbx od przedsiębiorstw będących potencjalnymi inwestorami za pakiet świadczonych usług jest zbyt niska, by zapewnić pokrycie kosztów ogólnych w początkowym okresie do pięciu lat lub do momentu aż z usług spółki zaczną korzystać krytyczna liczba przedsiębiorstw. Propozycji tej nie przyjął żaden inwestor rynkowy. W konsekwencji środek może dać przewagę MŚP wykorzystującym Investbx do finansowania, ponieważ ze względu na politykę cenową Investbx, MŚP zapewne uzyskują usługi na korzystniejszych warunkach niż gdyby oferowali je poszczególni uczestnicy rynku. Zjednoczone Królestwo wykazało, że usługi związane z korzystaniem z platformy obrotu udziałami, programu udziałów pracowniczych, rachunku udziałów, niezależnych badań oraz usług marketingowych, będą zlecane prywatnym podmiotom na zasadzie outsourcingu na warunkach rynkowych. Przewaga wynika z faktu powiązania tych usług, jak również z faktu pozyskiwania funduszy od inwestorów zainteresowanych MŚP w regionie West Midlands. Przewaga ta wiąże się z wykorzystaniem zasobów państwowych, jako że tylko dzięki środkom państwowym możliwe jest utworzenie i utrzymanie spółki Investbx, świadczącej usługi, które w przeciwnym razie nie byłyby świadczone na takich samych warunkach przez podmioty obecne na rynku. Jako że przedsiębiorstwa będące potencjalnymi inwestorami prawdopodobnie będą aktywne na rynkach otwartych dla konkurencji na szczeblu wspólnotowym, środek może zakłócić konkurencję i wpłynąć na handel wewnątrzspółnotowy. Zatem MŚP, w których mają być poczynione inwestycje, otrzymają pomoc w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu WE.

6.3. Zgodność środka ze wspólnym rynkiem

- (126) O ile środek stanowi pomoc państwa w rozumieniu art. 87 ust. 1 Traktatu, jego zgodność należy ocenić w świetle wyjątków przewidzianych w art. 87 ust. 2 i 3 Traktatu. Wyjątki przewidziane art. 87 ust. 2 Traktatu, dotyczące pomocy o charakterze socjalnym przyznawanej indywidualnym konsumentom, pomocy mającej na celu naprawienie szkód spowodowanych klęskami żywiołowymi lub innymi zdarzeniami nadzwyczajnymi oraz pomocy przyznawanej gospodarce niektórych regionów Republiki Federalnej Niemiec nie mają zastosowania w tym przypadku. Środek nie kwalifikuje się również jako wyjątek przewidziany w art. 87 ust. 3 lit. a) Traktatu dla pomocy przeznaczonej na sprzyjanie rozwojowi gospodarczemu regionów, w których poziom życia jest nienormalnie niski lub regionów, w których istnieje poważny stan niedostatecznego zatrudnienia. Podobnie środka nie można uznać za ważny projekt stanowiący przedmiot wspólnego europejskiego zainteresowania lub środek mający na celu zaradzenie poważnym zaburzeniom w gospodarce Zjednoczonego Królestwa, jak przewiduje art. 87 ust. 3 lit. b) Traktatu; nie ma on również na celu wspieranie kultury i zachowania dziedzictwa kulturowego, jak przewiduje art. 87 ust. 3 lit. d) Traktatu.

(127) Art. 87 ust. 3 lit. c) Traktatu przewiduje uznanie pomocy na ułatwienie rozwoju niektórych działań gospodarczych lub niektórych regionów gospodarczych, o ile pomoc taka nie zmienia warunków wymiany handlowej w zakresie sprzecznym ze wspólnym interesem. Komisja zauważa, że przedmiotowy środek ma na celu stworzenie rynku i przyznanie pomocy na okres pięciu lat internetowemu instrumentowi giełdowemu dla inwestorów i MŚP. Zatem środek ma na celu stworzenie narzędzia inwestycyjnego, które może ułatwić dobór inwestorów i docelowych MŚP, którym może zapewnić lepszy dostęp do kapitału podwyższonego ryzyka.

(128) Art. 87 ust. 3 lit. c) Traktatu w dziedzinie kapitału podwyższonego ryzyka stosowany jest zgodnie z wytycznymi w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka. Wytyczne te mają zastosowanie do wszystkich zgłoszonych środków w zakresie kapitału podwyższonego ryzyka, w odniesieniu do których Komisja musi podjąć decyzję po opublikowaniu wytycznych w *Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej*, nawet w przypadku gdy środki, takie jak przedstawiony, zostały zgłoszone przed publikacją wytycznych⁽¹⁶⁾. Investbx ułatwia dopasowanie inwestorów i docelowych MŚP, którym może zatem poprawić dostęp do kapitału podwyższonego ryzyka. Jest to zatem narzędzie inwestycyjne w rozumieniu punktu 5.1 lit. f) wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka. Zgodnie z tym punktem środek stanowiący pomoc na rzecz narzędzia inwestycyjnego podlega bardziej szczegółowej ocenie według sekcji 5 wytycznych. Przy ocenie zgodności środka według sekcji 5 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, Komisja postępuje zgodnie z podejściem ogłoszonym we wspomnianym Planie działań w zakresie pomocy państwa⁽¹⁷⁾, które następnie określono i skonkretyzowano w punktach 5.2, 5.3 i 5.4 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka. Oceni, czy środek pomocy jest ukierunkowany na określony cel wspólnego zainteresowania, w szczególności na złagodzenie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, czy pomoc jest odpowiednia dla osiągnięcia określonego celu wspólnego zainteresowania, czy jest niezbędny i ma efekt zachęty, czy jest proporcjonalny i czy zakłócenia konkurencji oraz ich wpływ na handel są ograniczone tak, by zagwarantować, że środek pomocy w sumie nie będzie sprzeczny ze wspólnym interesem. Komisja dokona analizy w oparciu o kilka pozytywnych i negatywnych czynników. Zgodnie z punktem 5, akapit drugi, wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, żaden pojedynczy czynnik nie jest decydujący, ani też żadna ich kombinacja nie może zostać uznana sama w sobie za wystarczającą dla zapewnienia zgodności. W niektórych przypadkach możliwość uwzględnienia określonych czynników oraz przypisywana im waga mogą być uzależnione od rodzaju środka.

(129) Nie mają zastosowania żadne z istniejących rozporządzeń, przepisów ramowych czy wytycznych dotyczących pomocy państwa. Prawdą jest, że części regionu West

Midlands kwalifikują się do odstępstwa przewidzianego w art. 87 ust. 3 lit. c) Traktatu WE⁽¹⁸⁾ i Komisja stwierdza również, że region ten ucierpiał w wyniku kryzysu firmy Rover. Jednakże dotacja przyznana Investbx nie jest zastosowaniem pomocy na rozwój regionalny.

6.3.1. Czy środek pomocy jest ukierunkowany na określony cel wspólnego zainteresowania?

(130) Zgodnie z punktem 5.2.1 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka Komisja ocenia, czy środek pomocy jest ukierunkowany na określoną nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku. W przypadku środków obejmujących szczególnie narzędzie inwestycyjne, Komisja wymaga dodatkowego udokumentowania nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku. Dokumentacja taka musi być oparte na analizie wykazującej poziom nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku i musi dotyczyć podaży kapitału podwyższonego ryzyka oraz znaczenia branży kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*.

(131) Zgodnie z punktem 1.3.2 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka Komisja uważa, że główne źródło nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynków kapitału podwyższonego ryzyka jest związane z niesymetrycznymi informacjami. W odniesieniu do dostępu do kapitału małych i młodych przedsiębiorstw, podstawowe trudności w finansowaniu kapitałowym obejmują wysokie koszty transakcji i pośrednictwa jak również niechęć do podejmowania ryzyka przez inwestorów związaną z inwestycjami kapitału podwyższonego ryzyka. Zasadniczo nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku ma miejsce wówczas, gdy w wyniku nieskutecznego dopasowania podaży i popytu na kapitał podwyższonego ryzyka, poziom kapitału podwyższonego ryzyka staje się zbyt niski i przedsiębiorstwa nie uzyskują finansowania, mimo że dysponują cennym modelem działalności gospodarczej i mają dobre perspektywy rozwoju.

(132) Celem niniejszego środka pomocy jest zaradzenie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w zakresie finansowania kapitałowego MŚP w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP w regionie West Midlands.

(133) Punkt 5.2.1. wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka zawiera określony zbiór czynników, które mogą posłużyć do wykazania, że poziom kapitału podwyższonego ryzyka w tym przedziale jest niski, pomimo popytu na finansowanie kapitałowe ze strony rentownych przedsiębiorstw. W następującej ocenie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku Komisja bierze pod uwagę w szczególności rentowność inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym, rozwój inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym w Zjednoczonym Królestwie w ciągu kilku ostatnich lat oraz podział inwestycji na kategorie według inwestowanych kwot związanych z podanym zakresem nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku. Komisja bada również dane dotyczące regionu West Midlands, w szczególności rozdział regionalny inwestycji na niepublicznym rynku

⁽¹⁶⁾ Wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, pkt. 7.2, akapit trzeci

⁽¹⁷⁾ Komunikat Komisji COM(2005) 107 wersja ostateczna z dnia 7 czerwca 2005 r.

⁽¹⁸⁾ Decyzja Komisji z dnia 26 lipca 2000 r. w sprawie pomocy państwa nr 265/2000 – Zjednoczone Królestwo – dotycząca mapy pomocy regionalnej Zjednoczonego Królestwa na lata 2000–2006 (Dz.U. C 272 z 23.9.2000 r., str. 43).

kapitałowym, popyt na finansowanie kapitałowe oraz zakres, w jakim popyt ten jest zaspokajany na ustabilizowanych rynkach kapitałowych. W tym celu Komisja analizuje opracowania dostarczone przez władze Zjednoczonego Królestwa.

- (134) Ponadto odnotowuje się, że środek pomocy będzie również wspierał region podlegający zmianom strukturalnym poprzez stworzenie internetowego regionalnego rynku kapitałowego dla MŚP.

6.3.1.1. Dowody na istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, na którą ma być ukierunkowany środek

- (135) Spółka Investbx jest ukierunkowana na finansowanie kapitałowe w regionie West Midlands w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP. Jest to przedział, w którym nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku postrzegana jest jako najbardziej dotkliwa przez uczestników rynku zgodnie z opinią Zjednoczonego Królestwa i licznymi uwagami osób trzecich. Uważają oni, że taki przedział inwestycji jest zbyt duży dla większości nieformalnych inwestorów, takich jak „anioły biznesu”, którzy mają dostęp do ograniczonych zasobów finansowych⁽¹⁹⁾, i zbyt niski dla większości formalnych inwestorów kapitału podwyższonego ryzyka, którzy uważają, że koszt oceny potencjalnych inwestycji zniechęca, w przypadku gdy firma poszukuje tylko skromnej kwoty kapitału⁽²⁰⁾. Zgodnie z finansowymi przewidywaniami Investbx, przedstawionymi przez władze Zjednoczonego Królestwa, przeciętna wysokość finansowania spodziewana jest na poziomie 1,66 mln GBP do piątego roku działalności.
- (136) W decyzji w sprawie programu pomocy Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw⁽²¹⁾, Komisja stwierdziła istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 250 000 GBP (357 000 EUR) do 2 mln GBP (2,9 mln EUR) w Zjednoczonym Królestwie, na podstawie danych zawartych w „Performance Measurement Survey 2003”⁽²²⁾; „Report on Investment Activity 2003”⁽²³⁾, na podstawie informacji dostarczonych przez Zjednoczone Królestwo oraz na podstawie uwag osób trzecich potwierdzających istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.
- (137) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa w Zjednoczonym Królestwie, a w szczególności w regionie West Midlands istnieje nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku, a ocena ta opiera się na następujących czynnikach,

zgodnie ze stwierdzeniem zawartym w raporcie sporządzonym przez ECOTEC⁽²⁴⁾:

- spółki zajmujące się finansowaniem kapitałowym nie mogą osiągnąć wymaganego poziomu zwrotu z inwestycji w wysokości poniżej 2 mln GBP;
- nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 250 000 do 2 mln GBP jest faktyczna i powstała po 1999/2000 r., kiedy to inwestorzy dostarczający kapitał podwyższonego ryzyka skupili się na większych transakcjach;
- w regionie dokonuje się bardzo mało inwestycji z kapitałowych w przedziale od 250 000 do 2 mln GBP;
- istnieje duży popyt na finansowanie ze strony MŚP w tym przedziale nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.

6.3.1.1.1. Zwroty dla inwestorów z inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym i inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w Zjednoczonym Królestwie.

- (138) Rentowność inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym i inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture* w różnych kategoriach inwestycyjnych jest wskaźnikiem dla analizy nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, jako że niska rentowność inwestycji w przedziale nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku doprowadzi do tego, że inwestorzy przestawią się na bardziej rentowne duże inwestycje. Według najnowszych danych Brytyjskiego Stowarzyszenia Kapitału Podwyższonego Ryzyka (dalej „BVCA”) ⁽²⁵⁾, zwroty z inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym i inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w Zjednoczonym Królestwie w 2004 r. wyglądały następująco. Podobnie jak w roku 2003, średniej wielkości wykupy przedsiębiorstw przez kierownictwo (dalej „MBO”) (inwestycja w kapitał właścicielski w kwocie od 10 mln do 100 mln GBP) oraz duże MBO (inwestycja w kapitał właścicielski pow. 100 mln GBP) wykazały znacznie wyższy zwrot z inwestycji krótko- i średnioterminowych niż inwestycje na wczesnym etapie i etapie rozwoju. (Dla przykładu w 2004 r. zwroty trzyletnie wynosiły - 13,2 % w przypadku inwestycji na wczesnym etapie, - 5,3 % w przypadku inwestycji na etapie rozwoju, natomiast w przypadku MBO średniej wielkości osiągnęły poziom 13,7 % oraz 16,1 % w przypadku dużych MBO). W związku z tym, wśród inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym, bardziej atrakcyjną opcją dla inwestorów jest zainwestowanie w MBO przy kwocie inwestycji powyżej 10 mln GBP niż w inwestycje na wczesnym etapie lub na etapie rozwoju.

⁽²⁴⁾ ECOTEC Research and Consulting Limited: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand*” [„Fundusz przedsiębiorczości i innowacji: analiza popytu rynkowego”] (2004 r.).

⁽²⁵⁾ PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Private Equity and Venture Capital – Performance Measurement Survey 2004*” [„Sondaż BVCA na temat pomiarów wyników w zakresie kapitału właścicielskiego i kapitału podwyższonego ryzyka 2004”] (2005 r.) oraz „*BVCA Private Equity and Venture Capital Performance Measurement Survey 2005*” [„Sondaż BVCA na temat pomiarów wyników w zakresie kapitału właścicielskiego i kapitału podwyższonego ryzyka 2005”] (2006 r.).

⁽¹⁹⁾ Anioły biznesu inwestują zwykle od 10 000 GBP do 250 000 GBP w firmy w fazie rozruchu lub na wczesnym etapie rozwoju z możliwościami wzrostu. CBI: „*Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution*” [„Poprawa dostępu do finansowania: początek rewolucji w dziedzinie przedsiębiorczości”] (lipiec 2006 r.).

⁽²⁰⁾ Ministerstwo Skarbu Zjednoczonego Królestwa: „*Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses*” [„Niwelowanie luki kapitałowej: kolejne kroki w zakresie poprawy dostępu do kapitału wzrostu dla małych firm”] (grudzień 2003 r.).

⁽²¹⁾ Sprawa dotycząca pomocy państwa C 17/2004, Dz.U. L 91 z 29.3.2006, str. 16.

⁽²²⁾ PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Private Equity and Venture Capital – Performance Measurement Survey 2003*” [„Sondaż BVCA na temat pomiaru wyników w zakresie kapitału właścicielskiego i kapitału podwyższonego ryzyka”] (2004 r.).

⁽²³⁾ PricewaterhouseCoopers: „*BVCA Report on Investment Activity 2003*” [„Raport BVCA z działalności inwestycyjnej w 2003 r.”] (2004 r.).

(139) Choć w raporcie z 2005 r. BVCA na temat zwrotu z inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym i inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w Zjednoczonym Królestwie, nastąpiła zmiana metodologii⁽²⁶⁾, na wczesnych etapach i etapach wysokiego ryzyka w perspektywie średnioterminowej zwroty z inwestycji nadal były ujemne. Zwroty z inwestycji na etapie rozwoju oraz średnioterminowe zwroty z małych MBO były na poziomie znacznie poniżej zwrotów średnioterminowych ze średnich i dużych MBO.

6.3.1.1.2. Działalność w zakresie inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym w Zjednoczonym Królestwie

(140) Według analizy działalności inwestycyjnej na niepublicznym rynku kapitałowym w Zjednoczonym Królestwie przeprowadzonej przez BVCA⁽²⁷⁾, średnia wielkość inwestycji w Zjednoczonym Królestwie wzrosła w 2005 r. do poziomu 5,2 mln GBP (w porównaniu z 4,1 mln GBP w 2004 r., 3,2 mln GBP w 2003 r., 3,7 mln GBP w 2002 r. oraz 3,6 mln GBP w 2001 r.)

(141) Według wspomnianej powyżej analizy BVCA, kwota kapitału właścicielskiego uzyskanego przez brytyjskie spółki niepubliczne znacznie wzrosła w ciągu ostatnich lat (6 813 mln GBP w 2005 r., 5 336 mln GBP w 2004 r., 4 074 mln GBP w 2003 r.) Jednakże kwota zainwestowana w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP nie wykazała takiego wzrostu, ale spadek w 2005 r. (313 mln GBP w 2005 r., 330 mln GBP w 2004 r. oraz 286 mln GBP w 2003 r.). W 2005 r. 2 % kwoty całkowitej kapitału właścicielskiego uzyskanego przez brytyjskie spółki niepubliczne zostało osiągnięte na inwestycjach poniżej 0,5 mln GBP, 5 % zainwestowano w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP a pozostałe 94 % to inwestycje powyżej 2 mln GBP. Odsetek kwoty zainwestowanej w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP w porównaniu z całkowitą kwotą inwestycji był niższy w 2005 r. niż w latach poprzednich (5 % w 2005 r., 6 % w 2004 r., 7 % w 2003 r., 10 % w 2002 r. i 2001 r.).

(142) Pod względem liczby spółek, w których poczyniono inwestycje, ich odsetek w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP w porównaniu z całkowitą liczbą spółek będących przedmiotem inwestycji również wykazuje tendencję spadkową w Zjednoczonym Królestwie (23 % w 2005 r., 25 % w 2004 r., 25 % w 2003 r., 30 % w 2002 r. oraz 31 % w 2001 r.) zgodnie z analizą BVCA.

⁽²⁶⁾ W raporcie z 2005 r. statystyki podzielono na fundusze, które po raz pierwszy zamknięto przed i po 1996 r. Fundusze, które po raz pierwszy zamknięto po 1996 r., przeklasyfikowano ponownie w kategorii kapitału podwyższonego ryzyka (w tym kapitał załączkowy, kapitał na rozruch i kapitał wczesnego etapu rozwoju), małe MBO (MBO/MBI poniżej 10 mln GBP i inwestycje na etapie rozszerzania działalności), średnie MBO (MBO/MBI w przedziale 10–100 mln GBP) oraz duże MBO (MBO/MBI powyżej 100 mln GBP).

⁽²⁷⁾ PricewaterhouseCoopers: „BVCA Report on Investment Activity 2004” [„Raport BVCA z działalności inwestycyjnej w 2004 r.”] (2005 r.) oraz „BVCA Report on Investment Activity 2005” [„Raport BVCA z działalności inwestycyjnej w 2005 r.”] (2006 r.).

W wartościach bezwzględnych w 2005 r. liczba spółek będących przedmiotem inwestycji w przedziale od 0,5 mln do 2 mln GBP osiągnęła najniższy poziom w ciągu ostatnich pięciu lat (302 w 2005 r., 321 w 2004 r., 317 w 2003 r., 361 w 2002 r. oraz 399 w 2001 r.).

(143) Władze Zjednoczonego Królestwa powołały się na kilka publikacji i analiz wskazujących na istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w Zjednoczonym Królestwie, takich jak:

- budżetowy dokument konsultacyjny Ministerstwa Skarbu Zjednoczonego Królestwa „*Bridging the Finance Gap*”⁽²⁸⁾ potwierdził istnienie luki w przedziale od 0,25 mln do 2 mln GBP. Raport oparto na sondażach, danych BVCA i odniesieniach do analiz naukowych⁽²⁹⁾. Jeśli chodzi o sondaże, 97 % respondentów dokumentu „*Niwelowanie luki kapitałowej*” zgodziło się co do tego, że MŚP nadal stoją w obliczu poważnej nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku i wielu z nich twierdziło, że wielkość luki różni się w zależności od wielkości, sektora i etapu rozwoju przedsiębiorstwa. „*Odpowiedzi konsultacyjne na dokument Niwelowanie luki kapitałowej unocznily, że pozostaje kluczowa grupa małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), które nie nadają się do finansowania dłużnego i które aktualnie nie są w stanie pozyskać kapitału właścicielskiego potrzebnego im do rozwoju. Firmy poszukujące skromnych kwot inwestycji na zmodernizowanie lub zdźwersyfikowanie swojej działalności również na tym cierpią.*” Według raportu niektóre MŚP „nie nadają się do finansowania dłużnego”, a w przypadku gdy przedsiębiorstwo nie generuje jeszcze wystarczających dochodów umożliwiających spłatę odsetek od zadłużenia, i/lub firma opracowuje nowe technologie lub produkty o znacznych możliwościach rozwojowych, ale również o znacznym ryzyku, pozyskiwanie kapitału właścicielskiego może być bardziej odpowiednią formą finansowania. Zgodnie z raportem inwestorzy kapitałowi mogą stanąć w obliczu znacznych kosztów przy określaniu odpowiednich możliwości inwestycyjnych, w szczególności w odniesieniu do poszukiwania, analizy *due diligence* i monitorowania kosztów inwestycji w mniejsze i młodsze firmy. „*W porównaniu z dużymi firmami notowanymi na publicznych rynkach papierów wartościowych, przepływy*

⁽²⁸⁾ Ministerstwo Skarbu Zjednoczonego Królestwa: *Bridging the Finance Gap: next steps in improving access to growth capital for small businesses* [„Niwelowanie luki kapitałowej: kolejne kroki w zakresie poprawy dostępu do kapitału wzrostu dla małych firm”] (grudzień 2003)

⁽²⁹⁾ Harding, R. Cowling, M. and Murray, G.: „*Assessing the Scale of the Equity Gap: Report to H.M. Treasury and Small Business Service*” [„Ocena skali luki kapitałowej: raport dla Ministerstwa Skarbu Zjednoczonego Królestwa i Agencji ds. Małych Przedsiębiorstw”] (listopad 2003) oraz ECOTEC: „*Advantage Enterprise and Innovation Fund: Analysis of Market Demand, a final report to Advantage West Midlands*” [„Fundusz przedsiębiorczości i innowacji: Analiza popytu rynkowego, raport końcowy dla Advantage West Midlands”] (2004).

informacji o małych, nienotowanych spółkach poszukujących inwestorów jest ograniczony.” W raporcie stwierdza się, że w wyniku niesymetrycznych informacji, potencjalni inwestorzy mogą mieć niewłaściwe postrzeganie profilu zysku i ryzyka firm i mogą niechętnie podchodzić do inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka. W raporcie stwierdza się także, że wysokie koszty transakcji oraz proporcjonalnie wyższe koszty uzyskania informacji o mniejszych firmach powodują skierowanie zainteresowania inwestorów na większe inwestycje. Ograniczenia strukturalne w zakresie zapewniania funduszy i wiedzy na temat kapitału podwyższonego ryzyka mniejszym i bardziej ryzykownym przedsiębiorstwom sugeruje, że inwestorzy kapitału podwyższonego ryzyka skierują uwagę na większe transakcje na późniejszym etapie.

- Badania prowadzone przez ECOTEC ⁽³⁰⁾ potwierdziły istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 0,5 do 5 mln GBP, przy czym najpoważniejszymi ograniczeniami są firmy poszukujące do 2 mln GBP kapitału na rozwój.
- Z ostatnich raportów Konfederacji Przemysłu Brytyjskiego („CBI”) wynika, że nadal istnieje wyraźna luka w dostępie do finansowania. *„Nadal istnieją nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku i anomalie w systemie, którym należy zaradzić. [...] W ciągu ostatnich kilku lat, dowody wskazują na rosnącą nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 500 000 GBP do 3 mln GBP. Ostatnie dane BVCA nie wskazują na zmniejszanie się luki, przy ciągłym wzroście średniej kwoty inwestycji kapitałowych.”* ⁽³¹⁾

Według niektórych analiz, istnieje nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku nawet poniżej poziomu 0,5 mln GBP i powyżej 2 mln GBP. Jednakże żadna analiza nie kwestionuje istnienia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 0,5 mln do 2 mln GBP będącym przedziałem finansowania kapitałowego, na które ukierunkowuje się Investbx. Postrzega się go jako przedział o największych ograniczeniach.

(144) Władze Zjednoczonego Królestwa powołały się również na liczne analizy i sondaże dotyczące różnych niekorzystnych sytuacji, przed jakimi stają małe spółki, gdy chcą stać się spółkami notowanymi na giełdzie:

⁽³⁰⁾ ECOTEC: „*Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand*” [„Fundusz przedsiębiorczości i innowacji: analiza popytu rynkowego”] (2004).

⁽³¹⁾ CBI: „*Improving Access to Finance: Enabling the Enterprise Revolution*” [„Poprawa dostępu do finansowania: początek rewolucji w dziedzinie przedsiębiorczości”] (lipiec 2006)

- W artykule naukowym autorstwa Briana Zivicky’ego ⁽³²⁾ przytoczony jest fakt, że w Zjednoczonym Królestwie niewiele mniejszych notowanych na giełdzie spółek jest obserwowanych przez analityków, ze względu na niedostateczną wielkość obrotu, która uzasadniałaby koszty przeprowadzenia badań.

- Raport sporządzony przez Jaffe Associates w imieniu Quoted Companies Alliance ⁽³³⁾ stwierdza, że mniejsze notowane na giełdzie spółki konkurują o niewielki i coraz mniejszy udział instytucjonalnych inwestycji kapitałowych w Zjednoczonym Królestwie. Możliwość dokonywania większych transakcji to kluczowy czynnik w decyzjach inwestycyjnych, który automatycznie eliminuje mniejsze spółki.

- W wyniku sondażu przeprowadzonego przez SWR Worldwide ⁽³⁴⁾ ustalono, że istniała wyraźna świadomość wśród emitentów i inwestorów, że obecne mechanizmy świadczenia usług finansowych na rzecz MŚP można by ulepszyć, w szczególności w zakresie współpracy emitentów i inwestorów. Wedle sondażu, najważniejszym czynnikiem przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych okazała się jakość i ilość informacji. Większość menedżerów funduszy, inwestorów z dużym kapitałem własnym i inwestorów dostarczających kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture*, wśród których przeprowadzono sondaż stwierdziła, że obecne giełdy papierów wartościowych nie zapewniają odpowiedniego dostępu do MŚP ani płynności papierów wartościowych oferowanym przez MŚP.

- Zgodnie z treścią publikacji Tima Mcrofta ⁽³⁵⁾ „... notowanie na giełdzie i wymogi ustawowe tradycyjnych giełd papierów wartościowych wiążą się z wysokimi kosztami, ale zważywszy na wielkość zaangażowanych spółek oraz pozyskiwane kwoty, można zwykle sprostać takim kosztom. Oba czynniki jednakże narzucają dolny pułap wielkości spółki, która może skutecznie uzyskać dostęp do głównych rynków działających w Zjednoczonym Królestwie – mianowicie ceduły LSE i AIM [...] Zwykle pierwotna oferta publiczna papierów wartościowych na

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

⁽³³⁾ Jaffe Associates w imieniu Quoted Companies Alliance: „*Institutional investment and trading in UK smaller quoted companies*” [„Inwestycje instytucjonalne i obrót w przypadku mniejszych brytyjskich spółkach notowanych na giełdzie”] (2002).

⁽³⁴⁾ SWR Worldwide: „*Views of Issuers and Investors across Great Britain on Investment Issues*” [„Poglądy emitentów i inwestorów z Wielkiej Brytanii na kwestie inwestycyjne”] (2001).

⁽³⁵⁾ Tim Mcroft: „*Bridging the equity gap: a new proposal for virtual local equity markets*” [„Niwelowanie luki kapitałowej: nowa propozycja dla lokalnych wirtualnych rynków kapitałowych”] (2001).

każdym z tych rynków będzie kosztowała około 500.000 GBP; przy takich kosztach nieopłacalne jest pozyskiwanie stosunkowo niewielkich kwot kapitału.”

- W raporcie Deloitte „Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises”⁽³⁶⁾, na podstawie rozmów z podmiotami zainteresowanymi stwierdza się, że poziom ogólnej wiedzy i świadomości opcji finansowania wśród MŚP jest słaby. Rozmowy pokazały, że mała gotowość do inwestycji była główną barierą na drodze do uzyskania finansowania w całym regionie West Midlands. Gotowość do inwestycji obejmuje stosunek firmy do finansowania, jakość dokumentów firmy oraz ogólną możliwość inwestycji w projekt. Rodzi to skutki zarówno dla podaży jak i popytu: może zniechęcać firmy do ubiegania się o finansowanie z powodu spodziewanego odrzucenia i może ograniczyć podaż, gdy potencjalny inwestor staje przed faktem zwiększonego poziomu ryzyka, jeżeli uznaje poziom gotowości inwestycyjnej za niewystarczający.

6.3.1.2. Nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku w regionie West Midlands

- (145) Wprawdzie podane powyżej informacje dotyczą analizy na poziomie Zjednoczonego Królestwa, jednakże przedmiotem oceny Komisji jest to, czy istnieje nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku w regionie docelowym Investbx, tj. West Midlands. W tym kontekście oprócz powyższych elementów, uwzględniono kolejne aspekty podaży i popytu na inwestycje na poziomie regionalnym.
- (146) Większość uwag osób trzecich potwierdziła istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w regionie West Midlands. Ponadto w odpowiedzi na uwagi osób trzecich, władze Zjednoczonego Królestwa przedstawiły dowody, w oparciu o szacunki inwestorów dostarczających kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture* w regionie, na istnienie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP i stwierdziły, że z 500 do 750 propozycji otrzymywanych przez nie rocznie, mniej niż 1 % uzyskuje finansowanie, mimo że większość spółek odrzuconych ma realne biznes plany i mogłaby otrzymać finansowanie, gdyby istniał mechanizm taki jak zaproponowany przez Investbx.

6.3.1.2.1. Regionalny rozdział inwestycji

- (147) Według danych opublikowanych w raporcie BVCA z działalności inwestycyjnej w 2005 r., całkowita kwota inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym w regionie West Midlands wynosiła 4 % całkowitego poziomu w Zjednoczonym Królestwie, natomiast na regiony południowo-wschodni i londyński przypadło łącznie 44 % wszystkich inwestycji w Zjednoczonym Królestwie. Jeśli chodzi o inwestycje na wczesnym etapie rozwoju, odsetek przypadający na West Midlands wyniósł 1 % kwoty dla całego Zjednoczonego Królestwa zainwestowanej na wczesnym etapie, natomiast w regionie

południowo-wschodnim i londyńskim wyniósł on 49 %. Pod względem inwestycji na etapie rozszerzania działalności, inwestycje w regionie West Midlands stanowiły 2 %, w regionie południowo-wschodnim i londyńskim 42 % wszystkich inwestycji na etapie rozszerzania działalności w Zjednoczonym Królestwie. Dane te należy analizować w kontekście wkładu w postaci PKB różnych regionów w ogólny poziom PKB Zjednoczonego Królestwa, na temat którego ostatnie dostępne dane z Eurostat pochodzą z roku 2003 i wskazują, że region West Midlands wniósł wkład w wysokości 8 %, natomiast regiony południowo-wschodni i londyński razem miały udział 34 % w brytyjskim PKB w 2003 r. Pokazuje to, że w regionie West Midlands zapewnianie jest znacznie mniej kapitału właścicielskiego na wczesnym etapie rozwoju i na etapie rozszerzania działalności gospodarczej niż w regionach południowo-wschodnim i londyńskim.

- (148) Zgodnie z analizą⁽³⁷⁾ z całkowitej kapitalizacji rynkowej firm notowanych na LSE oraz AIM we wszystkich regionach, niektóre z najniższych poziomów całkowitej kapitalizacji rynkowej występują w regionie Midlands. W 2003 r. regionalna kapitalizacja rynkowa jako odsetek PKB osiągnęła w regionie londyńskim poziom aż 621 %, w regionie południowo-wschodnim 139 %, dla całego obszaru Zjednoczonego Królestwa 153 %, natomiast w regionie Midlands zaledwie 25 %. W odniesieniu do wyników gospodarczych, region Midlands ma niski poziom kapitalizacji rynkowej wśród regionów Zjednoczonego Królestwa.

6.3.1.2.2. Popyt na finansowanie kapitałowe wśród MŚP w regionie West Midlands

- (149) Trudno jest zweryfikować na podstawie danych statystycznych, czy istnieje niezaspokojony popyt przedsiębiorstw o realnych biznes planach na finansowanie. W celu rozwiązania tego problemu, najlepszym sposobem badania popytu spółek o realnych biznes planach na finansowanie kapitałowe okazały się sondaże.
- (150) Władze Zjednoczonego Królestwa przeprowadziły szereg konsultacji, warsztatów i sondaży dotyczących popytu na kapitał właścicielski wśród MŚP w regionie West Midlands. W kwietniu 2003 r. przeprowadzono sondaż, w którym z 41 respondentów z regionalnej społeczności przedsiębiorców 73 % miało poczucie, że dostęp do rynków kapitałowych jest poważnym problemem dla MŚP, a 88 % było zdania, że ustabilizowane rynki kapitałowe nie spełniają potrzeb MŚP w zakresie finansowania. Ponadto 68 % respondentów miało poczucie, że Ofex jest mało wykorzystywanym źródłem kapitału dla MŚP, a 73 % było zainteresowanych zaangażowaniem w przedsięwzięcie Investbx.
- (151) W listopadzie 2003 r. w Birmingham odbyło się spotkanie w sprawie Investbx, w którym wzięło udział 81 przedstawicieli społeczności przedsiębiorców. Kolejne spotkanie miało miejsce w Londynie w Centre for Study of Financial

⁽³⁶⁾ Deloitte & Touche: „Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises” [„Poprawa dostępu do finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw”] (2002).

⁽³⁷⁾ Robert Huggins, Robert Huggins Associates: „Regional Stock Exchanges – A Viable Option for Wales and Other UK Regions?” [„Regionalne giełdy papierów wartościowych – realna opcja dla Walii i pozostałych regionów Zjednoczonego Królestwa?”] (2003).

Innovation (Ośrodek Badań nad Innowacyjnością Finansową – CSFI), na które zaproszono 27 przedstawicieli społeczności przedsiębiorców. Na tym spotkaniu wyrażono prawie jednomyślne poparcie dla przedsięwzięcia. W maju 2004 r. zwrócono się do 21 firm zawodowych doradców z prośbą o szczegółowe informacje na temat możliwości rozwoju przedsięwzięcia Investbx i ustalenie, ilu z ich klientów może nadawać się do przystąpienia do Investbx. 13 firm stwierdziło, że rocznie może zaproponować przystąpienie do Investbx kilku swoim klientom (od 1 do 6). Z uwagi na to, że w warsztatach wzięli udział tylko niewielki odsetek firm, władze Zjednoczonego Królestwa uważają, że finansowanie kapitałowe dla 10 MŚP rocznie w przewidywaniach finansowych Investbx to ostrożna ocena szacunkowa popytu. Jako że zawodowi doradcy otrzymują wynagrodzenie tylko wówczas, gdy przedsiębiorstwa z powodzeniem pozyskają kapitał, w ich najlepszym interesie jest proponowanie tylko tych przedsiębiorstw, które mają realne biznes plany, tak aby do przystąpienia do Investbx dążyły tylko te firmy, które ich zdaniem będą atrakcyjne dla inwestorów.

(152) Jeśli chodzi o pozyskiwanie kapitału właścicielskiego dla MŚP w regionie West Midlands w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP – co jest głównym celem Investbx – istniejące rynki oferujące finansowanie kapitałowe MŚP nie zaspokajają wystarczająco tego popytu według władz Zjednoczonego Królestwa, a zatem nie rozwiązują kwestii nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku. Choć pośredniczyły w inwestycjach kapitałowych w wiele MŚP w regionie West Midlands, nie zapewniają wystarczającej obsługi w tym regionie i żaden z nich nie koncentruje się regionalnie na MŚP. Władze Zjednoczonego Królestwa uważają, że wszystkie dostępne dowody prowadzą do wniosku, iż sektor prywatny nie rozwiąże problemu nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku. Podczas dwóch niezależnych spotkań, zainicjowanych przez AWM, dyrektorów Ofex poproszono o przedstawienie planów rozwiązania kwestii nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w regionie West Midlands, ale zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa, spółka Ofex albo nie była w stanie tego zrobić, albo nie była tym zainteresowana.

(153) Na rynku Ofex notowanych jest obecnie 7 spółek z regionu West Midlands, a tylko 5 z nich jest w obrocie giełdowym⁽³⁸⁾. Zjednoczone Królestwo nie uważa, że spółka Ofex rozwiązała kwestię nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, ani też nie uważa, że Ofex zaspokaja szacowany obecnie zapotrzebowanie w regionie co najmniej 10 przedsiębiorstw rocznie. Na rynku Ofex liczba nowo notowanych MŚP z regionu West Midlands wyniosła tylko 1 w 2005 r. i 1 w 2004 r., natomiast oczekuje się, że spółka Investbx będzie wprowadzać na giełdę 5–12 nowych przedsiębiorstw z West Midlands rocznie.

Wnioski na temat nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku

(154) Komisja uważa, że zgodnie z punktem 5.2.1 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, przedstawiono

wystarczające dowody oparte na licznych analizach umożliwiające stwierdzenie, że w regionie West Midlands występuje nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP.

6.3.2. *Czy instrument pomocy jest odpowiedni do realizacji celu będącego przedmiotem wspólnego zainteresowania?*

(155) Zgodnie z punktem 5.2.2 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka Komisja ocenia, czy środek pomocy jest w stanie złagodzić stwierdzoną nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku. Ponadto Komisja uwzględnia wszelkie oceny wpływu i analizuje możliwość realizacji tych samych celów innymi środkami.

6.3.2.1. **Ukierunkowanie na nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku**

(156) Uwzględniając pomoc na poziomie Investbx, proponowana pomoc ukierunkowana jest na nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku opisaną powyżej poprzez stworzenie internetowej regionalnej platformy obrotu udziałami, która umożliwi MŚP przedstawienie się, pozyskanie kapitału oraz obrót udziałami. Jednocześnie umożliwi inwestorom bezpośredni dostęp do szczegółowych i niezależnie potwierdzonych informacji o MŚP. Zatem Investbx zwiększy sprawność przepływu informacji i umożliwi lepsze zrozumienie zależności pomiędzy ryzykiem a wynagrodzeniem w MŚP wśród inwestorów i zmniejszy koszty transakcji związane ze zdobyciem informacji na temat MŚP dla inwestorów, poprzez publiczne udostępnienie dokumentów z badań nad wszystkimi MŚP.

(157) Investbx ma na celu pozyskiwanie kapitału szczególnie dla MŚP w regionie West Midlands. Biznes plan Investbx przewiduje pozyskiwanie funduszy na finansowanie pierwotne dla minimum 47 MŚP w regionie West Midlands w okresie pięciu lat, zakładając pozyskanie co najmniej 70 mln GBP. W porównaniu ze spółką Ofex, która twierdzi, że jest również obecna w regionie West Midlands, a wielkość jej transakcji jest podobna, władze Zjednoczonego Królestwa w swoich uwagach do decyzji o wszczęciu postępowania stwierdziły, co następuje:

— W okresie pięciu lat od roku 2000 na rynku Ofex pozyskano tylko kwotę 43,3 mln GBP na finansowanie pierwotne w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP dla 39 spółek w całym Zjednoczonym Królestwie.

— Po odjęciu kwot na finansowanie wtórne od całkowitej kwoty pozyskanych funduszy, spółki Ofex pozyskują tylko niewielkie kwoty poprzez emisje pierwotne (np. 0,8 mln GBP w całym Zjednoczonym Królestwie w 2004 r.)

— Jeżeli weźmie się pod uwagę tylko spółki z siedzibą w regionie West Midlands, na rynku Ofex pozyskano w sumie 12 mln GBP (finansowanie pierwotne i wtórne) w okresie pięcioletnim od 2001 do 2005 roku.

⁽³⁸⁾ <http://www.plusmarketsgroup.com/region.shtml?region=West Mids>, z dnia 6 listopada 2006 r.

- Na rynku Ofex od roku 2000 pozyskano tylko 3,5 mln GBP na finansowanie pierwotne dla 5 spółek z siedzibą w regionie West Midlands.
- (158) Investbx koncentruje się regionalnie na lokalnej sieci dostawców usług i inwestorów, co jest szczególnie ważne dla inwestycji kapitałowych w MŚP na etapie rozszerzania działalności. Inwestycje takie często wymagają szczegółowych działań następczych i bezpośredniego związku pomiędzy inwestorem a portfelowym MŚP. Zgodnie z analizami teoretycznymi i doświadczalnymi należy stwierdzić, że bliskość inwestora w stosunku do finansowanej spółki jest ważną zmienną przy wyborze inwestycji⁽³⁹⁾. Można nawet stwierdzić, że niewykluczone, iż lokalnego inwestora można zachęcić do zainwestowania w miejscową firmę nie tylko ze względu na ewentualną przewagę informacyjną, ale również dlatego że będzie on w stanie zapewnić przedsiębiorstwom, w które inwestuje, konkretną korzyść w postaci włączenia ich we własną lokalną sieć kontaktów, oraz ze względu na wykorzystanie efektów zewnętrznych dla innych firm czy nawet z powodu lokalnego patriotyzmu. Regionalnej koncentracji dowodzi fakt, że Investbx ma obsługiwać tylko MŚP z regionu West Midlands, ma zespół 6-8 osobowy w West Midlands oraz radę niepełniącą funkcji kierowniczej złożoną ze specjalistów z West Midlands doświadczonych w pracy z MŚP.
- (159) Investbx będzie oferować MŚP zintegrowane usługi, w tym pozyskiwanie funduszy, marketing i niezależne badania, jak również włączenie w sieć lokalnych specjalistów, którzy będą wspierać MŚP w staraniach o pomyślne przystąpienie do platformy obrotu udziałami. Aby przystąpić do Investbx, w przeciwieństwie do ustabilizowanych rynków, MŚP muszą przedstawić niezależny i znormalizowany raport z badań, który ułatwi zbieranie informacji na temat MŚP, które będą istotne dla inwestorów. Ten pakiet usług wraz z niezależnym raportem, zawsze dostępny dla inwestorów, zwiększy szanse MŚP na skuteczne pozyskiwanie kapitału na Investbx.
- (160) Ponadto Investbx wnosi nowatorską koncepcję obrotu wtórnego, która pod wieloma względami różni się od uznanych rynków kapitałowych. LSE, AIM oraz Ofex stosują klasyczne mechanizmy z udziałem organizatora rynku poprzez system oparty na notowaniach, z podawaniem cen zakupu i sprzedaży, natomiast w Investbx nie ma organizatorów rynku, którzy generowałiby zyski w oparciu
- o marżę pomiędzy ceną kupna i sprzedaży, albo poprzez sprzedaż dużych ilości akcji lub poprzez sprzedaż z dużą marżą. Dobór inwestorów i MŚP zostanie osiągnięty poprzez internetowy rynek licytacji elektronicznych po jednej cenie, umożliwiający wykluczenie kosztów transakcji, które w przeciwnym razie powstałyby w wyniku marży kupna-sprzedaży. Ponadto, w porównaniu z uznanymi giełdami inwestycyjnymi (RIE), takimi jak AIM i LSE, Investbx jako wyznaczony przedstawiciel Alternatywnego Systemu Obrotu (The Share Centre) podlega łagodniejszej regulacji FSA. Ze statusem tym wiąże się mniej surowy wymóg w zakresie ustawowej zgodności. Umożliwia on także łatwiejsze i mniej kosztowne, w stosunku do kwot pozyskanych do 2 mln GBP, przystąpienie do platformy obrotu udziałami dla MŚP.
- (161) Ogólne koszty pozyskania niewielkich kwot kapitału będą niższe niż w przypadku bardziej ustabilizowanych rynków o dłuższej tradycji. Zjednoczone Królestwo ilustruje ten fakt, podając przykład, że w przypadku pozyskania kwoty 2,5 mln GBP, całkowite koszty uzyskanego kapitału wynoszą około 10 % w przypadku Investbx, natomiast w przypadku AIM 24 %. Władze Zjednoczonego Królestwa ponadto stwierdzają, że różnią się usługi uzyskiwane za tę cenę, np. zlecenie niezależnych badań udostępnianych później prywatnym inwestorom nie ma miejsca na żadnym z uznanych rynków. Choć ważną sprawą jest utrzymanie tych kosztów na przystępnym poziomie, koszty raczej nie będą jedynym ani nawet najważniejszym czynnikiem skłaniającym MŚP do podjęcia decyzji o przystąpieniu do Investbx. Dla wielu MŚP z regionu West Midlands wybór będzie wyglądał następująco: albo Investbx albo nic. Dostępność badań dla inwestorów to jakościowa poprawa, jaką wniesie Investbx, która, zgodnie z oczekiwaniami, ma zwiększyć szanse MŚP na uzyskanie finansowania. Niemniej jednak, rynek Investbx pod wieloma względami będzie bardziej opłacalny niż Ofex. Będzie to głównie wynikiem niższych kosztów badań i marketingu, powiązanych ze znormalizowanymi szablonami i dostosowaniem usług do potrzeb MŚP na etapie finansowania pierwotnego oraz eliminacją marży kupna-sprzedaży na etapie wtórnym.
- (162) Investbx udostępni dokumenty przystąpienia oraz szczegółowe niezależne badania nad wszystkimi MŚP wszystkim potencjalnym inwestorom lub doradcom finansowym. Informacje te będą dostępne na stronie internetowej Investbx. Informacje takie przygotowuje się zwykle tylko dla większych pakietów akcji i udostępnia wyłącznie inwestorom instytucjonalnym. To niedyskryminacyjne dostarczanie szczegółowych informacji, a w szczególności niezależnych badań wszystkim inwestorom, zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa jest jednym z kluczowych czynników spodziewanego powodzenia środka.
- (163) Usprawniając przepływ informacji i zawierania transakcji Investbx zajmuje się przyczyną nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku a nie jej skutkami.

⁽³⁹⁾ Czynniki ten analizuje zarówno Harald Hau, który pokazuje, jak podmioty inwestujące w blisko usytuowane firmy zwykle osiągają większe zyski w porównaniu z innymi podmiotami, które są bardziej oddalone, jak również Degryse i Ongena, którzy przeanalizowali umowy kredytów bankowych i odkryli, że banki oferują lepsze warunki kredytowe klientom zlokalizowanym bliżej. Harald Hau: *Location Matters: An Examination of Trading Profits* [Lokalizacja ma znaczenie: Analiza korzyści handlowych], *The Journal of Finance* (2001) t. 56, nr 5, str. 1959-1983; Hans Degryse, Steve Ongena: „Distance, Lending Relationship, and Competition” [„Odległość, stosunki kredytowe i konkurencja”], Publikacja na doroczną konferencję EFA 2003 nr 260 (2002).

(164) Celem Investbx jest ponadto połączenie pierwszych źródeł finansowania z ustabilizowanymi rynkami o dłuższej tradycji, w przypadku których pełni on tzw. „funkcję drabiny”. Funkcja ta byłaby korzystna nie tylko dla przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji, ale również dla inwestorów na sąsiednich rynkach, zapewniając drogi „wyjścia” dla ich inwestycji. Dostępne dowody nie wskazują na to, by rynek Ofex pełnił funkcję rynku przejściowego prowadzącego na rynki o dłuższej tradycji w regionie West Midlands. Na stronie internetowej Ofex stwierdza się, że 54 przedsiębiorstwa przeniosły się z Ofex do AIM w okresie od 2001 do 2004 r. Jednakże pomiędzy 2003 a 2005 rokiem tylko jedna firma z regionu West Midlands opuściła Ofex i przeszła do AIM.

(165) Możliwość Investbx w zakresie zwiększenia przejrzystości informacji dla inwestorów i zmniejszenia niektórych kosztów pozyskiwania funduszy i obrotu udziałami w porównaniu z rynkami o dłuższej tradycji pokazuje, że Investbx jest odpowiednim narzędziem do złagodzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.

(166) Biorąc pod uwagę pomoc na poziomie MŚP, środek ułatwi zapewnienie MŚP kapitału właścicielskiego, który – z uwagi na nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku – jest dla nich trudny do uzyskania pomimo posiadania realnych biznes planów.

6.3.2.2. Ocena wpływu i stosowanie alternatywnych sposobów

(167) Zgodnie z planem finansowym Investbx, w ciągu pierwszych pięciu lat istnienia, spółka ta powinna pozyskać co najmniej 70 mln GBP dla co najmniej 47 przedsiębiorstw MŚP, po pozyskaniu kapitału właścicielskiego, zostaną dopuszczone do obrotu na platformie Investbx.

(168) Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa, po uzyskaniu wyników sondaży wskazujących na istnienie niezaspokojonego popytu, przed opracowaniem środka władze Zjednoczonego Królestwa próbowały złagodzić nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku za pomocą istniejącej struktury rynkowej. Przedstawiciele Ofex zaproszono na spotkanie z AWM w dniu 12 lipca 2005 r., na którym poproszono ich o wykazanie, że mogą zaradzić nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku występującej w regionie West Midlands. W takim wypadku AWM nie podejmowałaby interwencji. Spółka Ofex zdecydowała nie dostarczać informacji, a zatem agencja AWM stwierdziła, że spółka Ofex nie miała konkretnych planów zaradzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku lub nie miał wystarczających środków od tego celu. Przy braku zainteresowania w sektorze prywatnym rozwiązaniem problemu nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, interwencja państwa wydaje się koniecznością.

(169) Komisja z zadowoleniem przyjmuje, że zgodnie z punktem 5.2.2 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka środek pomocy jest w stanie złagodzić istniejącą nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku. Ponadto Komisja bierze pod uwagę fakt, że inne środki zostały wzięte pod uwagę, ale okazało się, że nie przyniosą one pożądanego skutku i stwierdza, że zgodnie z oczekiwaniami wybrany środek będzie miał pozytywny wpływ na złagodzenie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.

6.3.3. Efekt zachęty oraz konieczność pomocy

(170) Zgodnie z punktem 5.2.3 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka Komisja ocenia efekt zachęty oraz konieczność pomocy. Środek ma efekt zachęty, jeżeli wywołuje zmianę zachowania na rzecz ogólnego zwiększenia kapitału podwyższonego ryzyka. W wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka Komisja stwierdza, że weźmie również pod uwagę to, czy decyzja inwestycyjna podejmowana jest w celu osiągnięcia zysku, a w szczególności to, czy zarządzanie odbywa się na zasadach rynkowych (punkt 5.2.3.1 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka). Uwzględni ponadto istnienie komitetu inwestycyjnego (punkt 5.2.3.2 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka), wartość środka/wielkość funduszu (punkt 5.2.3.3. wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka) oraz obecność „aniołów biznesu” na etapie wczesnego rozwoju (punkt 5.2.3.4 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka).

(171) Niniejszy przypadek dotyczy narzędzia inwestycyjnego ułatwiającego dobór inwestorów prywatnych i docelowych MŚP. Decyzję inwestycyjną podejmują wyłącznie inwestorzy prywatni, a MŚP otrzymają tylko kapitał właścicielski. Decyzje inwestycyjne związane z pozyskiwaniem kapitału przez MŚP będą całkowicie wynikały z chęci osiągnięcia zysku.

(172) Funkcjonowanie Investbx jako rynku kapitałowego różni się od funkcjonowania funduszy kapitału podwyższonego ryzyka. W przypadku funduszy kapitału podwyższonego ryzyka, zarządzanie odgrywa ważną rolę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. Investbx nie zapewnia finansowania MŚP, ani też nie podejmuje decyzji inwestycyjnych. Kryteria te zatem mają mniejsze znaczenie.

(173) Jeśli chodzi o zarządzanie na zasadach rynkowych, z jednej strony (punkt 5.2.3.1 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka), jako że zarząd Investbx nie będzie podejmował decyzji inwestycyjnych w odniesieniu do pozyskiwania funduszy przez MŚP, aspekt ten nie ma tu znaczenia. Z drugiej strony Zjednoczone Królestwo zapewniło, że zarząd Investbx będzie złożony ze specjalistów, którzy mają doświadczenie i osiągnięcia w dziedzinie inwestycji na rynkach kapitałowych, co należy ocenić pozytywnie.

(174) Jeśli chodzi o istnienie komitetu inwestycyjnego (punkt 5.2.3.2. wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka), z charakteru Investbx wynika, że żaden komitet inwestycyjny nie będzie zaangażowany w proces decyzyjny w sprawie inwestycji w MŚP. Jednocześnie Komisja pozytywnie ocenia, że przedsięwzięcie Investbx zostało opracowane z udziałem specjalistów z West Midlands.

(175) Jeśli chodzi o wartość środka/wielkość funduszu (punkt 5.2.3.3 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka), Komisja zauważa, że Investbx nie będzie zapewniać MŚP funduszy z własnego budżetu. Źródłem funduszy będzie rynek. Zgodnie z planem finansowym, oczekuje się, że kwota pomocy będzie wystarczająca, by Investbx osiągnęła w okresie pięciu lat wielkość krytyczną umożliwiającą wykorzystanie ekonomii skali oraz by stała się rentowna. Takie podejście uznaje się za pozytywne.

(176) W odniesieniu do obecności „aniołów biznesu” na etapie wczesnego rozwoju (punkt 5.2.3.4 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka), z jednej strony przedmiotowy środek nie obejmuje inwestycji na etapie załączkowym, a zatem kryterium to nie ma zastosowania. Z drugiej strony potencjalne „anioły biznesu”, tak jak każdy inny inwestor, mogą wykorzystać Investbx do inwestycji w MŚP.

(177) Jeśli chodzi o konieczność środka, Komisja po pierwsze zauważa, że żaden prywatny podmiot nie chciał rozpocząć inicjatywy Investbx bez pomocy państwa. Może to wynikać z faktu, że stworzenie regionalnego rynku internetowego dla MŚP wiąże się z poważnym ryzykiem w okresie początkowym do momentu osiągnięcia ekonomii skali. Zatem w celu zaradzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku poprzez ustanowienie Investbx oraz wspieranie jej w celu osiągnięcia progu rentowności w ciągu pierwszych pięciu lat działalności, pomoc państwa uważa się za konieczną.

(178) Następnie Komisja dalej ocenia efekt zachęty.

(179) Zgodnie z szacunkami opartymi na sondażach przeprowadzonych przez władze Zjednoczonego Królestwa, co roku co najmniej 10 MŚP z regionu West Midlands o realnych biznes planach zabiega o kapitał właścicielski, ale go nie uzyskuje. Investbx planuje zdobyć kapitał właścicielski dla co najmniej 47 takich przedsiębiorstw w ciągu pierwszych pięciu lat swojej działalności. Ponadto zapewnianie kapitału właścicielskiego w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP prawdopodobnie będzie miało pozytywny wpływ na sąsiednie rynki finansowe. „Anioły biznesu” i pozostali inwestorzy nieformalni, którzy zwykle zapewniają finansowanie poniżej 0,5 mln GBP, będą w stanie wykorzystać Investbx jako nową możliwość „wyjścia” dla swojej inwestycji, w którym to przypadku bardziej ustabilizowane rynki o dłuższej tradycji i inwestorzy zaangażowani w większe transakcje (AIM, fundusze kapitału podwyższonego ryzyka) mogą skorzystać z firm, które rozwiną się z pomocą Investbx i będą potrzebować transz finansowania w wysokości powyżej 2 mln GBP poprzez notowanie na giełdzie papierów wartościowych. Środek dotyczy projektu pilotażowego, którzy, jeśli się powiedzie, może doprowadzić do realizacji kolejnych takich projektów w innych regionach.

(180) Skutek pomocy w postaci zachęty dla Investbx widać na przykładzie faktu, że przedsięwzięcie to nie zaistniałoby bez pomocy państwa zgodnie z twierdzeniem Zjednoczonego Królestwa oraz Ofex. Ponadto, wyraźna data wygaśnięcia pomocy jest zachętą dla Investbx do osiągnięcia rentowności i opłacalności handlowej. Środek ma na celu wywołanie zmiany zachowania inwestorów oraz MŚP poprzez poprawę ich wymiany informacji na temat potencjalnych możliwości doboru MŚP i inwestorów.

(181) Środek, jakim jest Investbx, nie zapewnia pomocy państwa na poziomie inwestorów, a zatem nie powoduje zakłócenia mechanizmu zachęcającego do wyboru najbardziej zyskownych inwestycji. W przeciwieństwie do innych

środków pomocy państwa, tj. bezpośredniej pomocy na rzecz inwestycji w MŚP, zachęty dla inwestorów pozostają niezakłócone.

(182) Wedle szacunków władz Zjednoczonego Królestwa, oczekuje się, że co najmniej 47 przedsiębiorstw uzyska finansowanie kapitałowe na warunkach oferowanych przez Investbx w ciągu pierwszych pięciu lat. Większość z nich mogła w przeciwnym razie zniechęcać warunki panujące aktualnie na rynku, w szczególności brak informacji, skomplikowane procedury i utrzymujące się ceny. Dzięki stworzeniu nowego kanału pozyskiwania finansowania kapitałowego, grupowaniu wszystkich powiązanych usług oraz możliwości obrotu udziałami, oczekuje się, że MŚP pozyskają więcej kapitału właścicielskiego na sfinansowanie rozszerzania działalności. Jest to efekt zachęty środka.

(183) Komisja uważa, że zgodnie z punktem 5.2.3 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, środek jest konieczny i zapewnia efekt zachęty.

6.3.4. Proporcjonalność pomocy

(184) Zgodnie z punktem 5.2.4 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, Komisja ocenia proporcjonalność pomocy. Komisja sprawdza, czy pomoc nie wykracza poza to, co jest potrzebne do nakłonienia inwestorów do zapewnienia większej ilości kapitału podwyższonego ryzyka, a w szczególności, czy nie dochodzi do nadmiernej kompensacji inwestorów i czy ryzyka strat nie ponosi w całości sektor publiczny, podczas gdy korzyści płyną do pozostałych inwestorów. Komisja może ponadto uznać, że otwarty konkurs lub otwarte zaproszenie dla inwestorów wywrze pozytywny wpływ na ocenę.

(185) Inwestorzy zostaną publicznie zaproszeni do korzystania z Investbx, a informacje o Investbx będą dostępne dla wszystkich inwestorów na stronie internetowej. Środek nie będzie miał formuły zamkniętej, lecz pozostanie otwarty dla wszystkich inwestorów.

(186) W porównaniu z programami w zakresie zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka, powszechnie stosowanymi przez państwa członkowskie w celu ograniczenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, kwota finansowania publicznego jest bardzo ograniczona. Regionalne programy w zakresie zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka obejmujące regiony podobne wielkością do regionu West Midlands zwykle angażują znacznie wyższe kwoty pomocy niż przewidziano dla tego środka⁽⁴⁰⁾. Ponadto Investbx sama w sobie nie zapewnia kapitału MŚP. Środek ten wprowadza tylko nowy rodzaj rynku dla inwestycji w MŚP, który ułatwia transakcje pomiędzy podmiotami prywatnymi na warunkach rynkowych. W tym sensie Investbx wydaje się instrumentem szczególnie skutecznym w rozwiązaniu kwestii nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.

⁽⁴⁰⁾ Jako przykład można potraktować sprawę pomocy państwa nr C 17/2004 – Zjednoczone Królestwo („Fundusze Kapitałowe Przedsiębiorstw”), Dz.U. L 91 z 29.3.2006, str. 16 oraz sprawę pomocy państwa nr C 72/2003 – Zjednoczone Królestwo („Invest Northern Ireland Venture 2003”), Dz.U. L 236 z 13.9.2005 r., str. 14.

- (187) Wielkość pomocy oblicza się w sposób umożliwiający Investbx uzyskanie efektu ekonomii skali i osiągnięcia odpowiedniej wielkości wystarczającej do tego, by osiągnąć próg rentowności po pięciu latach. Istnieje maksymalny pułap pomocy w wysokości 3 mln GBP. Obejmuje to tylko różnicę pomiędzy prognozowanymi dochodami z działalności Investbx a kosztami poniesionymi przez Investbx w ciągu pierwszych pięciu lat. Faktyczna pomoc zostanie ograniczona do tego, co jest niezbędne do pokrycia ewentualnych strat. Jeśli Investbx osiągnie tak dobre wyniki, że pokryje swoje koszty administracyjne przed wydaniem całej kwoty pomocy, zwróci pozostałą część dotacji AWM.
- (188) Komisja za czynnik pozytywny uważa fakt, że środek jest ograniczony do pięciu lat. Po tym okresie organ regionalny – AWM – albo zlikwiduje Investbx albo sprzeda jej udziały w drodze otwartego przetargu z poszanowaniem zasady niedyskryminacji dostępnego dla każdego uczestnika rynku, w tym Ofex. AWM otrzymałaby w ten sposób co najmniej część całkowitej udzielonej dotacji, a być może nawet więcej w formie ceny sprzedaży Investbx.
- (189) Komisja uważa, że pomoc jest ograniczona do niezbędnego minimum, a zatem jest proporcjonalna.
- 6.3.5. *Należy ograniczyć zakłócenia konkurencji i wpływ na wymianę handlową, tak aby środek pomocy zasadniczo nie był sprzeczny ze wspólnym interesem*
- (190) Zgodnie z punktem 5.3 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, Komisja oceni negatywne skutki środka w celu ich zestawienia ze skutkami pozytywnymi. Następnie przedyskutowany zostanie ewentualny skutek wyparcia potencjalnych inwestorów oraz inne negatywne skutki.
- 6.3.5.1. **Potencjalni konkurenci oraz stopień, w jakim może ich dotknąć skutek wyparcia.**
- (191) Główną usługą świadczoną przez Investbx jest pozyskiwanie kapitału w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP dla MŚP. Powiązane usługi świadczone przez Investbx mają charakter pomocniczy i ich podstawowym celem jest przekazywanie kapitału MŚP. Choć inwestycje lokalne w MŚP wiążą się z pewnymi korzyściami, rynek geograficzny dla tych transz kapitału obejmuje co najmniej całe terytorium Zjednoczonego Królestwa, jako że te MŚP, które uzyskały już takie finansowanie otrzymały je ze źródeł w innych częściach Zjednoczonego Królestwa, takich jak Londyn. Choć zgłoszono przykład otrzymania finansowania za granicą⁽⁴¹⁾, rynek kapitału PE dla transz od 0,5 do 2 mln GBP zwykle ma charakter krajowy.
- (192) Następnie należy omówić prawdopodobne skutki pomocy dla konkurencji. Do konkurencji zapewniającej lub ułatwiającej zapewnianie finansowania kapitałowego w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP można by zaliczyć „anioły biznesu”, inwestorów dostarczających kapitału podwyższonego ryzyka, maklerów, Alternatywne Systemy Obrotu, jak również najważniejsze giełdy papierów wartościowych, takie jak AIM i LSE.
- (193) W porównaniu z finansowaniem przez „anioły biznesu”, Investbx z jednej strony ułatwia zapewnianie większych ilości kapitału, a z drugiej strony wymaga większego zakresu ujawnianych informacji i niezależnych badań niż „anioły biznesu”. Wprawdzie niektóre sieci lub konsorcja „aniołów biznesu” mogą zapewniać takie same kwoty kapitału właścicielskiego, ich konkurencja z Investbx w tym przypadku może być dość ograniczona, ponieważ takie „anioły biznesu” oferowałyby kapitał po niższych kosztach niż Investbx, ponieważ nie wymagają tego samego zakresu badań i ujawnianych informacji. Ponadto „anioły biznesu” mogłyby również uzyskać korzyści ze środka, inwestując poprzez Investbx. Komisja uzyskała tylko pozytywne uwagi od społeczności „aniołów biznesu”.
- (194) Prywatne fundusze VC, jak wykazano powyżej, koncentrują się głównie na większych transakcjach. Investbx ułatwi rozwój MŚP, które mogłyby następnie zostać przejęte przez fundusze VC lub inwestorów na bardziej ustabilizowanych rynkach o dłuższej tradycji. Nie można wykluczyć pewnej konkurencji z tymi funduszami, które zapewniają niewielką ilość kapitału. Od przedstawicieli branży kapitału podwyższonego ryzyka, tj. Catapult Venture Managers Ltd. oraz Advantage Growth Fund, Komisja otrzymała tylko pozytywne uwagi. Jako że główną cechą Investbx jest pozyskiwanie kapitału dla MŚP od inwestorów oraz pełnienie funkcji platformy obrotu, Investbx nie zapewnia finansowania przedsiębiorstwom uczestniczącym w obrocie. Zatem przedsięwzięcie to stanowi tylko w bardzo ograniczonym stopniu konkurencję dla funduszy VC.
- (195) Jeśli chodzi o społeczność maklerską Komisja otrzymała uwagi krytyczne od JP Jenkins. Firma ta twierdzi, że Investbx stanie się bezpośrednim konkurentem korzystającym z przewagi konkurencyjnej w postaci udzielonej pomocy państwa, co doprowadzi do zakłócenia konkurencji, zagrażając pozycji firmy JP Jenkins. W tym względzie Komisja odnotowuje stwierdzenie władz Zjednoczonego Królestwa, że JP Jenkins funkcjonuje w oparciu o inny model działalności niż Investbx. JP Jenkins jest firmą maklerską zajmującą się kompletowaniem zleceń sprzedaży i zakupu papierów wartościowych oraz organizowaniem rynku, a także doбором transakcji nienotowanymi papierami wartościowymi poza giełdą. Ponadto rynek ten nie jest obciążony żadnym zobowiązaniem ustawowym. Zjednoczone Królestwo jest więc zdania, że JP Jenkins nie pełni funkcji pozyskiwania funduszy dla MŚP, co jest podstawowym celem Investbx. Te same argumenty dotyczą działalności innych firm maklerskich zajmujących się kompletowaniem zleceń sprzedaży

⁽⁴¹⁾ Uniwersytet w Warwick przedłożył analizę przypadku, w którym MŚP z West Midlands uzyskało finansowanie kapitałowe z Australii.

i zakupu papierów wartościowych. W każdym razie, jeśli chodzi o zarzuty firmy JP Jenkins, w czerwcu 2006 r., przed zniesieniem możliwości wyszukiwania według regionów na stronie internetowej, firma JP Jenkins pośredniczył w obrocie 157 spółek, z których tylko cztery pochodziły z regionu West Midlands. Zatem Komisja uważa, że potencjalny wpływ Investbx na JP Jenkins jest przynajmniej bardzo ograniczony.

(196) Celem Investbx jest wejście na rynek platform obrotu udziałami służących finansowaniu kapitałowemu przedsiębiorstw, których nie mogą być notowane na głównej giełdzie papierów wartościowych w Zjednoczonym Królestwie. Giełdy londyńskiej nie uważa się za potencjalnego konkurenta Investbx, jako że spółki notowane na tych dwóch rynkach różniłyby się pod względem wielkości i innych cech wymaganych przez giełdę londyńską. W szczególności, aby znaleźć się na LSE, spółki muszą spełnić pewne kryteria: 25 % akcji musi znajdować się w rękach publicznych; przedsiębiorstwo musi mieć 3-letnią historię notowań i posiadać kapitał obrotowy na co najmniej 12 miesięcy lub też minimalną kapitalizację rynkową. Ponadto, AIM w mniejszym stopniu nadaje się do pozyskiwania kwot poniżej 2 mln GBP, jako że bezpośrednie koszty pozyskania takiej kwoty mogą stanowić średnio 20-26 % pozyskanego kapitału. Nie świadczy takich samych usług na rzecz MŚP jak Investbx. W związku z tym MŚP pozyskujące 2 mln GBP zniechęca się do korzystania z AIM.

(197) Obecne Alternatywne Systemy Obrotu, takie jak Ofex i The Share Centre, mogą również zapewniać MŚP obrót pierwotny i wtórny. Jeśli chodzi o sytuację konkurencyjną na rynku jako całości, wpływ Investbx będzie ograniczony tylko do jednego regionu Zjednoczonego Królestwa. Ponadto w regionie tym zapewnianie i pośrednictwo w zapewnianiu kapitału jest mniej rozwinięte niż w Zjednoczonym Królestwie jako całości. Jeśli chodzi o ewentualną konkurencję z Ofex w szczególności, Komisja przywołuje fakt, że obecnie tylko 5 % spółek w obrocie na rynku Ofex ma siedzibę w West Midlands. Z regionu tego w okresie od 2000 do 2005 r. na rynek Ofex przyjęto w sumie 10 spółek. Ze spółek aktualnie notowanych, od roku 2003 dopuszczono tylko 2. Ofex działa w skali całego kraju i ma na celu handel międzynarodowy i nie można wykluczyć, że wykorzysta swoją unowocześnioną platformę do obrotu znacznie większą liczbą akcji/udziałów jak również akcjami dużych spółek, które mogą być notowane na innych giełdach. Ponadto zgodnie ze stwierdzeniem władz Zjednoczonego Królestwa, w ciągu sześciu lat od 2000 do 2005 roku, za pośrednictwem Ofex pozyskano tylko 3,5 mln GBP w ramach finansowania pierwotnego dla 5 spółek z siedzibą w regionie West Midlands. W tym samym czasie za pośrednictwem Ofex pozyskano w sumie 43,3 mln GBP w ramach finansowania pierwotnego w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP dla 39 spółek w Zjednoczonym Królestwie. Zatem zakłócenie konkurencji pod względem wielkości finansowania pierwotnego oraz liczby MŚP potencjalnie przechodzących z Ofex do Investbx w regionie West Midlands jest bardzo ograniczone.

(198) Komisja uważa, że nie miałyby miejsca żadne zakłócenie konkurencji, gdyby przedsięwzięcie Investbx się nie

powiodło i gdyby dzięki niemu nie pozyskano żadnego kapitału i/lub nie prowadzono żadnego obrotu udziałami żadnego MŚP. W takim przypadku środek byłby po prostu nieskuteczny, ale nie powodowałby zakłócenia konkurencji.

(199) Na poziomie MŚP, w które inwestuje się za pośrednictwem Investbx, zakłócenie konkurencji jest również ograniczone. Ich przewaga ograniczona jest do regionu West Midlands oraz do lepszego dostępu do usług finansowych poprzez łączenie usług, które w przeciwnym razie byłyby świadczone na warunkach rynkowych, i pozyskiwanie funduszy od lokalnych zainteresowanych inwestorów, za które w każdym razie muszą zapłacić 6 % od pozyskanych funduszy. Ponadto dostęp do Investbx jest otwarty dla MŚP z regionu West Midlands, które przestrzegają określonych zasad ujawniania informacji i dostarczają materiału z niezależnych badań. To prywatni inwestorzy na końcu zdecydowali, które MŚP ma najbardziej odpowiedni biznes plan do inwestycji.

6.3.5.2. *Inne zakłócenia konkurencji*

(200) Jeśli chodzi o inne zakłócenia konkurencji, jak określono w punkcie 5.3.2 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, Komisja sprawdza, czy środek doprowadzi do stworzenia znaczącej siły rynkowej docelowych MŚP, czy nie spowoduje utrzymania się na rynku nieefektywnych firm lub sektorów, bada skutek nadmiernego finansowania z udziałem kapitału podwyższonego ryzyka oraz to, czy pomoc może przyczynić się do nieefektywnego rozkładu czynników produkcji między regionami.

(201) Jak stwierdzono w ocenie istnienia pomocy na poziomie MŚP, docelowe MŚP otrzymają kapitał podwyższonego ryzyka od inwestorów prywatnych bez żadnego elementu pomocy. Jedyną korzyść, jaką wyniosą, polega na uzyskaniu usług, które w przeciwnym razie nie byłyby dostępne na rynku. Z charakteru korzyści wynika, że nie może sama w sobie doprowadzić do wykształcenia siły rynkowej. Podobnie dzięki prywatnemu charakterowi decyzji inwestycyjnych można zadbać o to, by środek nie spowodował utrzymywania na rynku nieefektywnych firm lub sektorów bądź zmieniał rozkład czynników produkcji między regionami.

6.3.5.3. *Pozostałe czynniki ograniczające skutek w postaci zakłócenia konkurencji*

(202) Komisja uważa, że 3 mln GBP pomocy na rzecz Investbx może zakłócić konkurencję, jednakże jest kilka aspektów ograniczających szkodę, jaką można wyrządzić konkurentom. Środek ten jest ograniczony pod względem kwoty udzielonej pomocy, terytorium i czasu.

(203) Po pierwsze, pomoc na rzecz Investbx będzie ściśle ograniczona do maksymalnie 3 mln GBP. Ta kwota pomocy nie zostanie zwiększona i jest ograniczona do tego, co jest konieczne do pokrycia ewentualnych strat w fazie rozruchu Investbx.

- (204) Po drugie, Investbx oferuje swoje usługi MŚP zlokalizowanym tylko w regionie West Midlands, natomiast inne rynki, jak np. Ofex, oferują swoje usługi na całym terytorium Zjednoczonego Królestwa, jak również za granicą. Zatem wszelkie potencjalnie skutki w postaci zakłócenia konkurencji byłyby ograniczone do niewielkiej części rynków obsługiwanych przez ustabilizowanych operatorów.
- (205) Po trzecie, pomoc jest również ograniczona w czasie, do pięciu lat. Po tym okresie, AWM albo sprzeda swoje udziały w Investbx prywatnym inwestorom w drodze otwartej procedury przetargowej z poszanowaniem zasady niedyskryminacji, albo zlikwiduje Investbx, eliminując w ten sposób ewentualne zakłócenie. W przypadku sprzedaży, wszelkie pozostałe fundusze z pierwotnej dotacji zostaną zwrócone AWM. Choć Investbx obejmuje nie tylko wstępne inwestycje, ale również koszty rozruchu przez okres pięciu lat, Komisja uważa tę kwotę na konieczną. Jako że spodziewana liczba nowych MŚP przystępujących do rynku Investbx co roku jest ograniczona, można wysnuć uzasadnione przypuszczenie, że wystąpi ekonomia skali, a Investbx będzie w stanie osiągnąć próg rentowności tylko wówczas, gdy liczba MŚP w obrocie osiągnie określony poziom po kilku latach.
- (206) W dodatkowych uwagach spółka Ofex wyraziła niepokój, iż po okresie pięcioletnim istnieje ryzyko, że nie będzie można znaleźć żadnego nabywcy dla Investbx, w związku z czym spółki dopuszczone do jej platformy straciłyby swój instrument obrotu, a ich udziałowcy straciłyby możliwość zbycia udziałów przedsiębiorstw, w które wcześniej zainwestowali. Władze Zjednoczonego Królestwa potwierdziły, że w przypadku ewentualnej likwidacji Investbx, The Share Centre zobowiązany będzie do utrzymywania swojej platformy, z której korzysta Investbx, a MŚP będą miały możliwość dalszego jej użytkowania na takich samych warunkach, jakie mają w Investbx. Wbrew zarzutom spółki Ofex, udziałowcy mieliby możliwość dalszego obrotu udziałami i nie straciłyby możliwość zbycia udziałów przedsiębiorstw, w które wcześniej zainwestowali.
- (207) Po czwarte, środek ten dotyczy wyłącznie MŚP na etapie rozszerzania działalności. Celem środka jest przyciągnięcie na rynek kapitałowy większej liczby MŚP, które wcześniej w nim nie uczestniczyły, i w ten sposób stworzenie nowych możliwości inwestycyjnych. Ponadto władze Zjednoczonego Królestwa podjęły się ograniczenia wielkości transakcji do maksymalnego poziomu 2 mln GBP rocznie, podczas gdy na uznanych platformach rynkowych ten formalny pułap nie istnieje.
- (208) Wreszcie, zakłócenie konkurencji zostało ograniczone poprzez wybór głównego dostawcy usług w drodze procedury z poszanowaniem zasady niedyskryminacji. Przedstawiono tylko trzy oferty, wśród których jedna pochodziła od spółki Ofex. Wyboru dostawcy Investbx dokonano na podstawie kryteriów jednakowych dla wszystkich oferentów. Oferta The Share Centre była najlepsza pod względem kryteriów jakościowych, jak i ceny.
- (209) „Funkcja drabiny”, jaką Investbx ma pełnić względem spółek będących przedmiotem inwestycji, które z czasem rozwiną się i zakwalifikują do udziału w rynkach o dłuższej tradycji na późniejszym etapie rozwoju, będzie korzystna dla AIM. Ograniczenie wielkości transakcji do 2 mln GBP wzmocni tę funkcję.
- (210) Przedsięwzięcie wzbudziło już spore zainteresowanie, jako że może być w przyszłości wykorzystane do rozwiązania kwestii ewentualnych lokalnych nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku w innych regionach Wspólnot Europejskich, jak dowodzą uwagi CEBRE i Regionu Emilia-Romagna. Może stać się interesującą i opłacalną opcją stymulowania rynku kapitału podwyższonego ryzyka oraz wspierania MŚP.
- (211) Jeśli chodzi o inwestorów docelowych MŚP Komisja uważa, że inwestycje prywatne nie są wypierane w wyniku środka pomocy, wprost przeciwnie, Investbx zaoferuje więcej możliwości prywatnym inwestorom, poprawiając ich dostęp do informacji na temat MŚP. Ponadto ma on na celu ukierunkowanie się raczej na ogół społeczeństwa niż na inwestorów instytucjonalnych.
- (212) Niemniej jednak, nie można wykluczyć, że Investbx przyciągnie przynajmniej część spółek, które w przeciwnym razie szukałyby inwestycji poprzez inne rynki. Jednakże skutek ten byłby ograniczony do okresu maksymalnie pięciu lat oraz do regionu West Midlands, w którym nierozwiązana kwestia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku pokazuje, że aktualne możliwości regionu są niedostatecznie wykorzystywane przez inne rynki.
- (213) Komisja uważa, że ogólne negatywne skutki pomocy zgodnie z punktem 5.3 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka są ograniczone.
- 6.3.6. *Reakcja Komisji na uwagi krytyczne osób trzecich*
- (214) Poniżej Komisja podnosi na nowo argumenty przeciwko uwagom krytycznym osób trzecich.
- (215) Jeśli chodzi o fragmentację płynności, Investbx ogranicza swoje usługi do MŚP z regionu West Midlands próbujących pozyskać kapitał w przedziale od 0,5 do 2 mln GBP. W tym konkretnym segmencie Investbx może przyciągnąć jedynie niewielką grupę przedsiębiorstw będących potencjalnymi inwestorami, korzystających z innych rynków. Jeśli chodzi o inwestorów, przyciągnie tylko tych, którzy są zainteresowani inwestowaniem w regionie West Midlands. Zatem ewentualne ryzyko fragmentacji płynności obecne na istniejącym rynku jest bardzo ograniczone. Z drugiej strony, Investbx będzie nadal przyczyniać się do łączenia płynności poprzez koncentrację na zorganizowanych licytacjach wielu papierów wartościowych oraz transakcji, z których większość w przeciwnym razie byłaby sprzedawana osobno w biurze maklerskim.
- (216) Investbx spełni wymogi regulacyjne oraz wymogi w zakresie ujawniania informacji właściwe Systemowi Alternatywnego Obrotu. Przedsięwzięcie będzie monitorowane przez The Share Centre, firmę podlegającą regulacji FSA, zgodnie z wyjaśnieniem zawartym w opisie.

- (217) Jeśli chodzi o rzekome zakłócenie konkurencji mające niekorzystny wpływ na firmę JP Jenkins, Komisja zauważa, że JP Jenkins funkcjonuje w oparciu o inny model działalności. JP Jenkins sprzedaje udziały w spółkach nienotowanych lub spółkach wycofanych z Ofex, AIM czy LSE. Jest firmą maklerską zajmującą się kompletowaniem zleceń sprzedaży i zakupu papierów wartościowych oraz organizatorem rynku. Zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa, wprowadzie można wykazać cenę podwójną (kupna i sprzedaży) w stosunku do każdej ze spółek w jej obrocie, jednak JP Jenkins może niekoniecznie mieć akcje dostępne do sprzedaży lub zakupu, ale próbuje dobierać kupujących do sprzedających. W każdym razie zgodnie z informacjami na stronach internetowych firmy JP Jenkins, w czerwcu 2006 r. firma ta pośredniczyła w obrocie udziałami tylko 4 spółek z regionu West Midlands ze 157 spółek ogółem. Zatem Komisja uważa ewentualny wpływ Investbx na JP Jenkins za bardzo ograniczony.
- (218) Jeśli chodzi o twierdzenie Ofex, że Komisja opiera swoją wstępną ocenę na informacjach, które są niekompletne, nieaktualne oraz niezgodne z rzeczywistą sytuacją na rynku kapitałowym Zjednoczonego Królestwa, Komisja stwierdza, że opiera swoją ocenę na najnowszych dostępnych danych i analizach, w szczególności na raportach BVCA z działalności inwestycyjnej w 2003, 2004 i 2005 r. oraz Sondażach BVCA na temat pomiarów wyników w zakresie kapitału prywatnego i podwyższonego ryzyka z 2003, 2004 i 2005 r., raportach Ministerstwa Skarbu Zjednoczonego Królestwa oraz innych źródłach, o których mowa w całym tekście decyzji. Spółka Ofex ani żadna z zainteresowanych stron nie dostarczyła żadnych sprzecznych czy bardziej aktualnych analiz lub danych.
- (219) Ofex twierdzi, że nie ma dowodów na brak informacji dla MŚP na temat tego, w jaki sposób zdobyć finansowanie kapitałowe, na niepowodzenie przedsiębiorstw z regionu West Midlands o realnych biznes planach w pozyskiwaniu kapitału ani na niedoinformowanie inwestorów na temat przedsiębiorstw będących potencjalnymi inwestorami. Po pierwsze raport Deloitte zatytułowany „Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises”⁽⁴²⁾, oparty na rozmowach z zainteresowanymi stronami stwierdza, że ogólny poziom wiedzy i świadomości opcji finansowania wśród MŚP jest niski. Rozmowy wykazały, że niski poziom gotowości inwestycyjnej był główną barierą dla dostępu do finansowania w całym regionie West Midlands. Gotowość inwestycyjna obejmuje podejście firmy do finansowania, jakość dokumentów firmy oraz ogólną możliwość inwestowania w projekt. Po drugie władze Zjednoczonego Królestwa przeprowadziły sondaż pokazujący, że co najmniej 10 MŚP z regionu West Midlands można by co roku wprowadzić na Investbx. Ponadto przedstawiły oświadczenia inwestorów dostarczających kapitału podwyższonego ryzyka typu *venture* na temat tego, że wiele MŚP o realnych biznes planach, które mogłyby nadawać się do wprowadzenia na Investbx, jest odrzucanych przez fundusze kapitału podwyższonego ryzyka. Po trzecie przedstawione analizy jako jeden z powodów istnienia nieprawidłowości w funkcjonowaniu
- ryнку podają brak rzetelnych informacji dla inwestorów.⁽⁴³⁾
- (220) Jeśli chodzi o wątpliwości dotyczące potrzeby zaistnienia Investbx na rynku, Komisja stwierdza, że Zjednoczone Królestwo przedstawiło wyniki sondażu przeprowadzonego w 2003 r. wśród 21 firm profesjonalnych doradców, z zapytaniem o to, ile firm rocznie spodziewają się wprowadzić do Investbx. W odpowiedzi na pytanie sondażowe, 13 z 20 firm wskazało, że spodziewa się wprowadzać od jednej do sześciu spółek rocznie. Biorąc pod uwagę fakt, że nie nawiązano kontaktu ze wszystkimi specjalistami w regionie West Midlands, Komisja zgadza się co do faktu, że szacunki mówiące o liczbie od pięciu do dwunastu spółek przystępujących do Investbx rocznie można uznać za ostrożne. Ponadto w innym sondażu, przeprowadzonym w 2003 r. wśród przedstawicieli regionalnej społeczności biznesowej, 88 % z 41 respondentów miało poczucie, że bardziej ustabilizowane rynki kapitałowe nie zaspokajają potrzeb MŚP w zakresie finansowania. W tym samym sondażu 68 % respondentów stwierdziło, że rynek Ofex jest wykorzystywany w niewielkim stopniu jako źródło kapitału dla MŚP. Choć spółka Ofex twierdzi, że od roku 2003 zmieniła strukturę i wprowadziła kierownika regionalnego, w 2004 i 2005 r. tylko jedna spółka z regionu West Midlands przystąpiła do Ofex jako nowo notowana. Rozbieżność pomiędzy potencjalnym popytem a stopniem, w jakim jest on zaspokajany przez Ofex lub jakkolwiek inny uznany rynek, wskazuje, że przedsięwzięcie Investbx jest potrzebne.
- (221) Ofex twierdzi, że przepisy uniemożliwiają Investbx udzielenie większej ilości informacji na temat perspektyw biznesowych przedsiębiorstw będących potencjalnymi inwestorami niż ma to miejsce w przypadku Ofex i AIM. Niemniej jednak, zdaniem władz Zjednoczonego Królestwa, Investbx może udostępnić i udostępni wszystkim inwestorom wyniki niezależnych badań nad MŚP, co nie jest aktualnie wstępnym warunkiem dostępu do uznanych rynków. W kwestii ochrony inwestorów władze Zjednoczonego Królestwa stwierdziły, że Investbx jako wyznaczony przedstawiciel firmy podlegającej regulacjom FSA, The Share Centre, będzie podlegał wymogom ustawy o usługach i rynkach finansowych z 2000 r., natomiast zadaniem The Share Centre będzie zadbanie o to, by spółka Investbx stosowała wzorcowe praktyki określone w Kodeksie praktyki biznesowej FSA.
- (222) Jeśli chodzi o koszty transakcji, władze Zjednoczonego Królestwa twierdzą, że Investbx zapewni badania i usługi związane z prezentacją przedsiębiorstw, średnio znacznie niższym kosztem, a ponadto wyeliminuje marżę kupna-sprzedaży charakterystyczną dla rynków z udziałem organizatora rynku.
- (223) Jeżeli po upływie pięciu lat przedsięwzięcie Investbx nie będzie rentowne i nie będzie można go sprzedać, zostanie zlikwidowane. Jednakże spółki notowane w tym czasie na Investbx mogą wybrać przejście przez The Share Centre,

⁽⁴²⁾ Deloitte & Touche: „Improving Access to Finance for Small and Medium Sized Enterprises” [„Poprawa dostępu do finansowania dla małych i średnich przedsiębiorstw”] (2002).

⁽⁴³⁾ Deloitte & Touche: *Access to Finance: Opportunities and Constraints for Business Development and Growth in the West Midlands* [Dostęp do finansowania: Możliwości i ograniczenia dla rozwoju przedsiębiorstw i wzrostu w regionie West Midlands] (2002), str. 36 i 39; ECOTEC: *Advantage Enterprise & Innovation Fund: Analysis of Market Demand* [„Fundusz przedsiębiorczości i innowacji: Analiza popytu rynkowego”] (2004), str. 16–18.

- która to z kolei giełda zagwarantuje inwestorom i przedsiębiorstwom będącym przedmiotem inwestycji bezpieczną ciągłość obrotu udziałami na platformie podlegającej tym samym opłatom i innym warunkom, jakie oferowano w procesie selekcji dla zapewniania usług Investbx. Uzgodnienie to wprowadzono w celu zapobieżenia obawie o to, że inwestorzy nie będą mogli zbyć udziałów, w które wcześniej zainwestowali, pod koniec tego pięcioletniego okresu wsparcia.
- (224) Jeśli chodzi o argument, że system licytacyjny mniej nadaje się do obrotu udziałami MŚP, Komisja stwierdza, że oba systemy oferują różne korzyści. System z udziałem organizatora rynku oferuje możliwość sprzedaży w dowolnym momencie, natomiast system licytacyjny eliminuje rozpiętość cenową. Ponadto władze Zjednoczonego Królestwa oświadczyły, że Investbx będzie nastawiona na przyciągnięcie inwestorów z perspektywami długoterminowymi, którzy będą przywiązywali mniejszą wagę do możliwości codziennego obrotu swoimi udziałami. Tak czy inaczej, nie jest zadaniem Komisji stwierdzanie, który system jest bardziej odpowiedni. Komisja zauważa jedynie, że Investbx może przyczynić się do złagodzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.
- (225) Według spółki Ofex, ona sama, AIM oraz ceduła giełdowa całkowicie wypełniają funkcję drabiny. Komisja stwierdza, że celem Investbx jest pomoc MŚP z siedzibą w West Midlands w pokonaniu tego pierwszego szczebla do AIM. Z udostępnionej przez Ofex listy spółek, które w ciągu ostatnich trzech lat przeszły z Ofex do AIM, tylko jedna spółka pochodziła z regionu West Midlands. Biorąc pod uwagę fakt, że AIM to szybko rozwijający się rynek, Komisja zakłada, że w każdym razie istniałaby możliwość, by Investbx uzupełniała wysiłki Ofex w zakresie wprowadzenia na AIM nowych spółek.
- (226) Niemniej jednak Komisja uznaje, że faktycznie istnieje ryzyko niepowodzenia w realizacji celów Investbx, czy to w zakresie pozyskiwania kapitału dla MŚP, czy też pełnienia funkcji kolejnego etapu na drodze do rynków kapitałowych o dłuższej tradycji. Takie ryzyko jest nierozzerwalnie związane z projektami pilotażowymi. Jest to powód, dla którego prywatni inwestorzy nie mieli chęci inwestowania w ten projekt i dla którego wykorzystuje się zachętę w postaci pomocy państwa.
- (227) Ofex ma słuszość, twierdząc, że pomoc ta zasadniczo nie jest przeznaczona na pokrycie kosztów MŚP, które mają uzyskać finansowanie, ale na pokrycie kosztów rozruchu Investbx. Przedsiębiorstwa będące inwestorami otrzymają finansowanie kapitałowe od inwestorów prywatnych na warunkach rynkowych. Pomoc jest skierowana wyłącznie na rynek, który pomoże poprawić skuteczność odpowiedniego kierowania funduszy.
- (228) Jeśli chodzi o efekt zachęty, pomoc umożliwia powstanie regionalnego alternatywnego systemu obrotu z dodatkowymi usługami, co również zapewnia nowy kanał przekazywania informacji na temat inwestycji pomiędzy inwestorami a przedsiębiorstwami będącymi inwestorami. Zatem pomoc dostarcza zachęty do powstania Investbx i zaradzenia nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku.
- (229) [...] (*).
- (230) Jeśli chodzi o obawy Ofex dotyczące tego, że Investbx wyprze inwestycje prywatne na istniejące lub potencjalne rynki giełdowe, Komisja nie wyklucza tej możliwości w ograniczonym stopniu, ale przywołuje fakt, że działalność Investbx jest ograniczona do MŚP w regionie West Midlands, które dążą do pozyskania kapitału do wysokości 2 mln GBP. W tym segmencie inne rynki znane Komisji są aktywne tylko w bardzo ograniczonym stopniu. W szczególności spośród 180 spółek notowanych na rynku Ofex notowanych tylko 7 jest z regionu West Midlands. W przypadku niepowodzenia Investbx, oznacza to, że jej obroty będą za małe, by osiągnąć zyski, i mało prawdopodobne będzie, by przedsięwzięcie to w jakikolwiek sposób mogło wpłynąć na pozycję konkurencji. Z drugiej strony, w przypadku powodzenia Investbx, AWM sprzeda tę spółkę po pięciu latach prywatnym inwestorom w drodze otwartego przetargu i w ten sposób przyciągnie więcej prywatnych inwestycji na rynek dla tego typu usług finansowych. Tak czy inaczej, do prywatnych inwestorów będzie należała ocena tego, jaki typ rynku oferuje lepsze usługi, jest bardziej nowatorski i oferuje możliwości większego zysku dla ich inwestycji. Z jednej strony prawdą jest, że w ciągu pierwszych pięciu lat spółka Investbx nie będzie musiała płacić dywidend inwestorowi publicznemu. Przez pierwszych pięć lat Investbx będzie pobierać opłaty za swoje usługi, w taki sposób, by za pięć lat udało jej się osiągnąć próg rentowności. Niemniej jednak w obliczu sprzedaży, najważniejszym celem Investbx jest przekształcenie się w rentowne przedsiębiorstwo, które będzie generować zyski po sprzedaży. Ofex twierdzi, że Investbx może powstrzymać innowację na rynku finansowym. Jednakże sposób, w jaki Investbx będzie funkcjonować, stanowi sam w sobie istotną innowację. Istotnie łączy on w sobie szereg nowatorskich elementów.

6.4. Zestawienie i wniosek

- (231) Komisja zdaje sobie sprawę z tego, że stworzenie Investbx jest środkiem mającym na celu wyeliminowanie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku oraz że będzie on miał efekt zachęty i ułatwi pozyskiwanie kapitału dla MŚP.
- (232) Komisja uważa, że 3 mln GBP pomocy na rzecz Investbx jest kwotą proporcjonalną. Istnieje kilka aspektów ograniczających szkodę, jaką można wyrządzić konkurencji. Środek jest ograniczony pod względem terytorialnym, czasowym oraz pod względem docelowych przedsiębiorstw będących potencjalnymi inwestorami.
- (233) W oparciu o powyższe stwierdzenia, Komisja doszła do wniosku, że pomoc przyczynia się do rozwiązania problemu nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku i umożliwi rozwój regionalnej platformy obrotu kapitałowego, która ułatwi finansowanie kapitałowe MŚP, jednocześnie nie wpływając negatywnie na warunki wymiany handlowej w stopniu sprzecznym ze wspólnym interesem. Zatem pomoc na rzecz Investbx jest zgodna ze wspólnym rynkiem, zgodnie z Wytycznymi w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.

(*) Informacje poufne.

6.5. Kumulacja

(234) Władze Zjednoczonego Królestwa zobowiązały się do tego, że dotacja na rzecz Investbx nie będzie kumulowana z żadną inną pomocą państwa na poziomie Investbx. Jeśli chodzi o pomoc dla docelowych MŚP, korzyść, jaką mogą wynieść z tego środka, to dostęp do usług Investbx, których w przeciwnym razie albo by nie miały, albo miałyby, ale nie na takich samych warunkach. Uzyskają one kapitał niezawierający żadnego elementu pomocy ze środków czysto prywatnych. Element pomocy nie jest zawarty w inwestycji kapitałowej, a zatem przepisy sekcji 6 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, uniemożliwiające kumulację kapitału podwyższonego ryzyka z udziałem pomocy z innymi środkami pomocy, nie mają zastosowania do MŚP korzystających z Investbx.

7. MONITOROWANIE

(235) Uwzględniając nowatorski charakter, złożoność i możliwość zastosowania środka w innych regionach Wspólnot Europejskich w celu przyczynienia się do rozwiązania kwestii nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku na poziomie regionalnym, Komisja pragnie monitorować skutki i powodzenie środka Investbx. Władze Zjednoczonego Królestwa zobowiązują się w corocznym sprawozdaniu dotyczącym tego środka dostarczać informacji o liczbie MŚP, dla których pozyskano kapitał oraz o wielkości pozyskanego kapitału dla każdego MŚP, tak aby Komisja mogła ocenić, czy środek faktycznie rozwiązuje kwestię nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku poniżej 2 mln GBP. Aby móc ocenić skutki po stronie podaży, władze Zjednoczonego Królestwa również przedstawią dane dotyczące wielkości kapitału inwestycyjnego pozyskanego w zależności od typu inwestora. W celu zmierzenia rentowności środka i monitorowania wykorzystywania zasobów państwowych, władze Zjednoczonego Królestwa zobowiązują się składać roczne sprawozdania finansowe Investbx. Pod koniec piątego roku po stworzeniu Investbx, Zjednoczone Królestwo zobowiązuje się poinformować Komisję o tym, czy spółka Investbx została pomyślnie sprzedana prywatnym inwestorom w drodze otwartego przetargu lub czy została zlikwidowana.

PRZYJMUJE NINIEJSZĄ DECYZJĘ:

Artykuł 1

Pomoc, której Zjednoczone Królestwo zamierza udzielić w postaci dotacji w wysokości 3 mln GBP na rzecz Investbx, jest zgodna ze wspólnym rynkiem w rozumieniu art. 87 ust. 3 lit. c) Traktatu.

Zezwala się zatem na udzielenie pomocy.

Artykuł 2

Zjednoczone Królestwo zobowiązuje się przedkładać coroczne sprawozdania dotyczące środka pomocy, które będą obejmować następujące elementy:

- liczbę MŚP, dla których pozyskano kapitał,
- wielkość kapitału pozyskanego dla każdego MŚP,
- wielkość pozyskanego kapitału inwestycyjnego w zależności od typu inwestora oraz
- sprawozdania finansowe.

Pod koniec piątego roku po stworzeniu Investbx, Zjednoczone Królestwo zobowiązuje się poinformować Komisję o tym, czy spółka Investbx została pomyślnie sprzedana prywatnym inwestorom w drodze otwartego przetargu z poszanowaniem zasady niedyskryminacji lub czy została zlikwidowana.

Artykuł 3

Niniejsza decyzja skierowana jest do Zjednoczonego Królestwa Wielkiej Brytanii i Irlandii Północnej.

Sporządzono w Brukseli dnia 20 grudnia 2006 r.

W imieniu Komisji

Neelie KROES

Członek Komisji