



ЕВРОПЕЙСКИ СЪЮЗ  
ЕВРОПЕЙСКИ ФОНД  
ЗА РЕГИОНАЛНО РАЗВИТИЕ



ФОНД НА  
ФОНДОВЕТЕ

ФОНД МЕНИДЖЪР НА  
ФИНАНСОВИ ИНСТРУМЕНТИ  
В БЪЛГАРИЯ



ОПЕРАТИВНА ПРОГРАМА  
ИНОВАЦИИ И  
КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТ

## Доклад от пазарни консултации

### Фонд Мецанин/ Растеж

## Оперативна програма „Иновации и конкурентоспособност“

Февруари 2018 г.

#### Ограничение на отговорността

Настоящият доклад („Документът“) е изготвен единствено във връзка с проведени пазарни консултации по смисъла на чл. 44, ал.1 от Закона за обществените поръчки („ЗОП“) и в изпълнение на условията, заложи в чл.44, ал.3, т.1 от ЗОП във връзка с финансов инструмент „Фонд за рисков капитал“ („Финансовия инструмент“), финансиран със средства от Оперативна програма „Иновации и конкурентоспособност“ 2014 – 2020 („ОПИК“) и не следва да се използва за други цели.

„Фонд мениджър на финансови инструменти в България“ ЕАД (ФМФИБ) не поема отговорност, нито гарантира задължения, финансови или други, пред което и да е лице, включително и пред трети лица, във връзка с информацията съдържаща се в този Документ. Нищо от съдържанието на настоящият Документ не представлява съвет от страна на ФМФИБ към което и да е лице да предприеме или не определени действия, включително, но не само, свързани с осъществяване на сделки, инвестиции, предоставяне на финансиране и/или поемането на каквито и да е ангажименти.

Ангажименти от страна на ФМФИБ могат да бъдат поети само след приключване на процедурата за избор на финансов посредник и сключване на оперативно споразумение с избран изпълнител.

Документът, в неговата цялост или отделни негови части, не могат да бъдат използвани, разпространявани или цитирани без изричното писмено съгласие на ФМФИБ.

## Съдържание

1. Въведение .....	3
2. Участници .....	3
3. Пазарна възможност .....	4
4. Инвестиционна стратегия .....	5
5. Структура .....	8
6. Стратегия за изход .....	10
7. Инвестиционен екип и опит .....	11
8. Инвестиционен процес .....	11
9. Списък с приложения .....	12

## 1. Въведение

През периода от 27 февруари до 13 април 2017 г., ФМФИБ проведе пазарни консултации във връзка със структурирането на Финансовия инструмент (ФИ) Фонд Мецанин/ Растеж (ФМР), подкрепен от Оперативна програма "Иновации и конкурентоспособност" 2014-2020 г. (ОПИК). В допълнение, през периода от 6 ноември до 4 декември 2017 г., ФМФИБ проведе пазарни консултации във връзка с ФИ Фонд за рисков капитал (ФРК), финансиран от ОПИК.

Предвид изминалото време от датата на завършване на пазарния тест за ФМР, ФМФИБ използва възможността да допълни и обнови получената обратна връзка от страна на пазара относно този ФИ, доколкото това бе приложимо предвид фокуса и професионалните интереси на участниците в пазарните консултации за ФРК. Настоящият документ (Документът) обединява и представя получената информация, както по време на проведените пазарни консултации за ФМР в първата половина на 2017 г., така и тази получена по време на консултациите във връзка с ФРК.

Публичните средства, предназначени за структурирането на фонда, възлизат приблизително на 38.5 милиона евро. ФМФИБ ще играе ролята на основен инвеститор във ФИ. Инструментът изисква комбинация от публични средства и частно финансиране. ФМР ще инвестира в диверсифициран портфейл от капиталови или квази-капиталови инвестиции, без чиста форма на дълг, за подпомагане на развитието на предприятия в зряла фаза в България.

ФМФИБ проведе пазарните консултации, за да събере обратна информация от широк кръг заинтересовани страни относно мецанин финансиране и дялов капитал в контекста на ФМР. Те имат за цел, вземайки предвид нуждите и потенциала на преобладаващата пазарна среда, да подпомогнат оптимизирането на условията и структурирането на ФМР.

## 2. Участници

За идентифициране на възможни групи от заинтересовани в процеса лица, включително потенциални Финансови посредници (ФП), както и пазарни участници беше проведен предварителен анализ на високо ниво, базиран на определени индивидуално прилагани критерии, основните от които са следните:

- Опит във финансиране на предприятия във фаза на растеж или зряла фаза от своето развитие, включително управление на инвестиции, консултиране, обучение и т.н.;
- Опит с управление на дялови и квази-дялови инвестиции;
- Присъствие или интерес към България и/ или региона на ЦИЕ;
- Прилагане на стратегия и процес за идентифициране на Крайни получатели (КП);
- Прилагане на прозрачни пазарни практики; и
- Съществуваща пазарна репутация.

В резултат на предварителния анализ бяха идентифицирани няколко групи потенциални адресати, които биха могли да предложат съществени и приложими коментари за структурирането на ФИ:

- Съществуващи мениджъри на инвестиционни фондове, фокусирани, но не изключително, в инвестиране в ранна фаза или фаза на растеж;
- Професионални асоциации; и
- Потенциални инвеститори.

С оглед привличането на интереса на възможно най-широк кръг потенциални заинтересовани лица, процесът за провеждане на пазарните консултации бе стартиран с публикуване на 27 февруари 2017 г. на корпоративната страница на ФМФИБ на обявление, придружено с маркетингови материали, включително индикативна техническа спецификация и презентация на продукта. В допълнение, по инициатива на ФМФИБ началото на консултациите бе отразено в национални медии.

С цел фокусирането на процеса и повишаването на осведомеността на най-вероятните заинтересовани лица в страната и чужбина, ФМФИБ изпрати писма с информация за стартирането на процеса до 27 браншови асоциации, фонд мениджъри и потенциални инвеститори, идентифицирани в предварителния анализ. Почти 75 % от поканените за участие в пазарния тест бяха чуждестранни фонд мениджъри.

На база заявления интерес в периода 27 февруари - 13 април 2017 г. бяха проведени индивидуални срещи с местни и чуждестранни потенциални фонд мениджъра, които биха могли да бъдат заинтересовани в прилагането на ФИ.

С оглед получаването на възможно най-пълна и консистентна обратна връзка, срещите бяха проведени под формата на структурирани интервюта, следващи предварително подготвен въпросник. В допълнение, като част от пазарните консултации за ФРК, в периода 16 ноември - 05 декември 2017 г. бяха проведени дискусии с приблизително 20 представители на местни и чуждестранни компании, голяма част от които изявиха желание да предоставят на ФМФИБ допълнителна и обновена информация, релевантна към ФМР и неговите цели.

Главните теми, които ФМФИБ се стремеше да покрие в процеса се базират основно, но не само на стандартите за добро управление на InvestEurope/ ILPA и включваха:

- Преглед на пазарната възможност, предлагана от ФМР
- Корпоративна структура и управление на фонда и фонд мениджъра. Предпочитани юрисдикции
- Режимы на държавни помощи
- Потенциална инвестиционна стратегия
- Оптимален подход към набирането на частен капитал
- Детайли и специфики на инвестиционния процес
- Прилагани практики в управлението на портфейла и отчетност
- Структура, състав и оптимални компетенции на екипа на потенциалния фонд мениджър

В допълнение, изготвеният Въпросник покриваше и основни теми, свързани със структурирането на ФИ Фонд рисков капитал, доколкото това бе практически предвид опита и инвестиционния фокус на интервюираните лица.

### 3. Пазарна възможност

Използването на дялови и квази-дялови инструменти в България не е широко застъпено, което е свързано с липсата на достатъчно местни фонд мениджъри с релевантен опит и нужна експертиза. Допълнителен ограничаващ фактор за инвестициите в дялов и квази-дялов капитал е сравнително лимитирания мащаб на местния пазар.

Въпреки това, ефектът от осъществяването на инициативата Съвместни европейски ресурси за микро до средни предприятия (JEREMIE), изпълнявана от Европейския инвестиционен фонд (ЕИФ) през програмен период 2007-2013, е положителен фактор в развитието на пазара на дялови и квази-дялови инструменти в страната. Тя има съществен принос, както по

отношение на натрупването на опит на екипи от местни фонд мениджъри, така и за предприемаческата среда като цяло. Един от структурираните в резултат на инициативата JEREMIE инвестиционни фондове, насочени към растеж, е Фонд Мецанин. Структурирането на такъв фонд показва готовността и нуждата на пазара за подобен тип сделки.

Двата фонда, насочени към растеж, заложили в първоначалната инвестиционна стратегия по JEREMIE (Фонд Мецанин и Фонд Растеж) не успяха да стартират. В тази връзка в края на миналия програмен период бяха създадени два ко-инвестиционни фонда за дялов капитал, които в сравнително кратки срокове бяха успешно инвестирани в компании във фаза на растеж. Същевременно на българския пазар остана недостиг на мецанин финансиране. ФМР има за цел да адресира посочения недостиг, както и като цяло да адресира липсата на достатъчно предлагане на финансиране на предприятията във фаза на растеж или достигнали зряла фаза.

#### 4. Инвестиционна стратегия

##### *Фаза на развитие*

От проведените срещи екипът на ФМФИБ придоби впечатление за наличие на интерес и познания в областта на дяловото и мецанин финансиране вследствие на натрупания релевантен опит в страната и региона на ЦИЕ през последните години.

Всички потенциалните фонд мениджъри виждат фокуса на ФМР в инвестиции в компании във фаза на растеж или зряла фаза от своето развитие.

Някои от участниците в пазарния тест с инвестиционен опит в сегмента инвестират предимно в компании с положителни парични потоци (cash flow based lending). Други споделят, че първоначално биха сключили сделки с устойчиви компании, за да се гарантира определено ниво на възвръщаемост.

Също така, част от участниците в консултациите виждат възможности на пазара за инвестиции в компании с по-слаби финансови показатели и такива, нуждаещи се от реструктуриране. Подобна стратегия би била приложима само в случай, че предприятията не попадат в дефиницията по смисъла на точки 20 и 24 от Насоките относно държавните помощи за оздравяване и реструктуриране на нефинансови предприятия в затруднено положение. Тези участници аргументират своя интерес към компании от този тип, че с необходимата техническа помощ от страна на фонд мениджърите, предприятията биха могли да достигнат високи нива на развитие, което би довело до по-висока възвръщаемост на инвестиционното портфолио.

##### *Размер на индивидуалните инвестиции (ticket size)*

В срещите беше обсъдено потенциално дефиниране на размера на инвестициите, като подход за демаркиране между стратегиите на ФРК и ФМР. Всички участници в консултациите посочиха, че този подход би бил адекватен инструмент за разграничение, като среден размер на инвестициите на ФМР в диапазона от 3.0 милиона евро до 7 милиона евро е подходящ в контекста на фокуса на инструмента.

Потенциалните фонд мениджъри коментираха, че тези граници на индивидуалните инвестиции дават достатъчно гъвкавост при прилагането на тяхната инвестиционна стратегия. Представителите на ФМФИБ и участниците в консултациите достигнаха до извода, че известно застъпване на размера на инвестициите между различните фондове е необходимо с оглед осигуряването на допълнителни възможности за инвестиране.

В разговорите бе обсъдена и преобладаващо одобрена възможност за осъществяване на инвестиции под и над определените граници след специално разрешение от страна на Консултативния съвет.

#### *Икономически сектори*

На срещите беше посочено, че заради все още липсващата достатъчна дълбочина на българския пазар за дялови и квази-дялови инвестиции на по-късен етап, стратегия, която предполага определена секторна ограниченост би създавала известни трудности за фонд мениджъра при реализацията на инвестициите. В допълнение, пазарните участници споделиха наблюдения, че сегментите извън информационни и комуникационни технологии не са получили необходимото внимание (и финансиране) от фонд мениджъри към настоящия момент от развитието на пазара.

На проведените срещи интервюираните лица изразиха мнение, че биха инвестирали в широк спектър от сектори, включващи не само секторите от обхвата на Националната стратегия за насърчаване на МСП в България.

#### *Тест в полза на България*

Всички потенциални ФП са на мнение, че изменената в индикативната техническа спецификация дефиниция на теста в полза на България, спрямо наложената като практика на пазара, предоставя някои допълнителни възможности за инвестиции, които биха допринесли положително за развитието на компаниите чрез излизане на европейския пазар.

Също така споделиха, че определението е достатъчно гъвкаво и би им дало възможност за успешно изпълнение на инвестиционната стратегия.

#### *Необходимост от подкрепа за Крайните получатели*

На база получените коментари би могло да се заключи, че предвид по-късния етап на развитие на предприятията в които се инвестира, подкрепата, оказвана от фонд мениджъра е удачно да включва професионални съвети от позицията на активен инвеститор. Повечето интервюирани споделиха, че активната позиция на фонд мениджъра в компаниите е важен, особено в ситуации като активен период на сливане и придобиване, значим оперативен ръст и т.н. В този по-зрял сегмент е трудно да се определи „стандартен“ обхват на работата на фонд мениджъра с Крайните получатели и той би зависил от специфичната ситуация.

#### *Форми на финансиране*

По време на пазарните консултации се коментираха в значими детайли необходимостта от продуктова насоченост на ФМР. Преобладаващата част от интервюираните професионалисти споделиха, че настоящата конюнктура на пазара затруднява съществено реализирането на структурирани квази-капиталови инструменти (напр. мецанин, подчинен дълг) поради историческия спад в цената на стандартния кредит и съществената обща ликвидност на пазара. Според някои от участниците, такива инструменти не са особено адекватни за пазара в региона.

От друга страна, макар и да се съгласяват с мнението, че реализацията на такъв инструмент би било предизвикателство, според няколко участници в консултациите, местният пазар има нужда от мецанин инструмент, особено в по-зрелия сегмент с цел баланс на интересите между инвеститорите и собствениците/ създателите на компаниите.

Изразено бе мнението, че посочването на индикативно разпределение, каква част отива за мецанин финансиране и каква част за чисто дялово финансиране, следва да се направи, било то и чрез заложените в процеса на избор критерии за възлагане.

На проведените срещи участниците посочиха, че в случай на „чисти“ капиталови инвестиции, приложимият дял при финансиране на потенциалните КП е между 20 % - 40 %. Целта от една страна е да се осигури адекватна защита на правата на инвеститорите и възможност за участие в бъдещи печалби, в случай на реализиране на очаквания потенциал за растеж и успешен изход от инвестицията. От друга страна е важно основателите/ съществуващите партньори в компанията да запазят мажоритарен дял, както и стимул за успешно развитие на компанията.

Наблюденията от пазарния тест не насочват към необходимост от промени, свързани с определените в стратегията на ОПИК типове инвестиционни инструменти, т.е. дялови и квази-дялови без чиста форма на дълг. Повечето от интервюираните лица виждат по-широко приложение за квази-дялови инвестиции като аргументират това твърдение с по-голямата гъвкавост спрямо инвестиции в дялове и обикновени акции. Участниците посочиха, че за фонд мениджъра е важно да има гъвкавост при избора на форма на финансиране спрямо нуждите на съответните компании.

Интервюираните лица споделиха различни мнения относно фиксирането на дял в общото портфолио в структурирани квази-капиталови инвестиции. Един от участниците препоръча максимум 30 % - 40 % от портфолиото да бъде финансирано чрез дялови инвестиции. За по-голяма част от другите участници обаче, процентът на квази-капиталови инвестиции не следва да надвишава число в диапазона от 10 % до 30 %.

#### *Заместващ капитал*

На пазарните консултации беше отбелязано, че опцията за предоставяне на заместващ капитал е добре да бъде включена в техническата спецификация на фонда, като мнозинството участници са съгласни с предложеното ограничение за изкупуването на съществуващи дялове или акции да възлиза най-много на 50 % от всеки инвестиционен кръг в допустимото предприятие.

#### *Набиране на частни инвеститори*

Поради лимитирания географски обхват и спецификите на местния пазар, участниците в пазарния тест определят набирането на частни инвестиции като трудно, но смятат, че има потенциал за привличане на частно съфинансиране в диапазона от 15 милиона евро до 25 милиона евро от инвеститори, включително в България. Такива на българския пазар, са предимно финансови инвеститори, както и физически лица със значим размер собствени средства, т.н. High net worth individuals (HNWI).

При наличието на публичен ресурс от 38.5 милиона евро и съответните частни средства общият размер на фонда трябва да достигне до приблизително 55 милиона евро.

Пазарният тест показва относително разнопосочни мнения на участниците относно модела за привличане на частно съфинансиране. Голям брой от потенциалните финансови посредници споделиха, че биха предпочели да осигурят съфинансиране на ниво фонд, но смятат, че биха срещнали трудности в привличането на цялата сума частен капитал. Според някои пазарни участници, възможността за набиране на капитал на ниво фонд е съществен индикатор за потенциалния успех на фонд мениджъра и следва да е задължително.

От друга страна, интервюираните споделиха, че инвеститорите ще се интересуват от сферата и сектора на самата компания, в която инвестират. Поради тази причина потенциалните фонд

мениджъри биха желали да са по-гъвкави и да могат да предлагат на инвеститорите възможност да инвестират както на ниво фонд, така и на ниво КП.

В допълнение, беше обсъдена възможността за минимални изисквания за съфинансиране на ниво фонд в комбинация с ко-инвестиционна схема за останалата част частни инвестиции.

Беше отбелязано, че в страната се заражда общество от частни инвеститори с интерес към алтернативния сегмент от пазара, които финансират проекти, както чрез институционализиран подход, така и чрез лични инициативи. Участниците споделиха, че интересът на чуждестранни инвеститори много трудно може да се привлече във фонд, фокусиран върху един национален пазар.

Потенциалните финансови посредници посочиха по време на срещите следните основни канали, по които биха търсили частно финансиране:

- Институционални инвеститори и по-специално финансови институции за развитие;
- Финансови инвеститори, включително физически лица със значим размер собствени средства; и
- Стратегически инвеститори.

Метод за набиране на частни инвеститори може да бъде чрез осъществяване на проактивен контакт с традиционни инвеститори в сектора (частни фондове на фондовете, както и инвеститори, с които вече са работили).

#### *Срок на фонда и индикативен график за инвестиране*

Участниците в теста одобриха предложението за срок на фонда от десет години с възможност за удължаване до максимум две години. Някои от тях предложиха възможност за удължаване до три години, заради трудностите при изход от инвестициите на пазара в България.

Потенциалните фонд мениджъри препоръчват две до три затваряния на фонда, тъй като затваряния по-близо до края на инвестиционния период крият риск за неуспешен изход от инвестициите. Според тях първото затваряне би отнело между половин и една година. Беше обсъдена възможността за налагане на минимален размер на ФМР на първо затваряне, но индикативна стойност не беше предложена.

Предвиденият в индикативната техническа спецификация инвестиционен период от приблизително пет години беше потвърден като реалистична пазарна практика. Периодът на държане на инвестициите според участниците възлиза средно на пет до седем години. В допълнение изразиха мнение, че графикът за последващи инвестиции след края на инвестиционния период не трябва да бъде фиксиран, а да зависи от постигнатите резултати в инвестиционното портфолио. Обща практика за размера на последващи инвестиции е 20 % в рамките на две години след изтичане на инвестиционния период.

#### *Нива на загуби*

В следствие от проведените срещи не бяха изведени консистентни данни за очаквани нива на загубите. Малка част от участниците посочиха индикативни нива на загуби, като изчислиха между 10 % и 20 % от общия размер на портфолиото или една/ две инвестиции.

## **5. Структура**

### *Индикативен размер на фонда*

Както бе посочено и по-горе в настоящия документ, участниците в консултациите виждат възможност на пазара за привличането на частни инвестиции в диапазона от 15 милиона евро



до 25 милиона евро при прилагането на принципа на *pari passu* и, респективно, на РДП II. В такъв случай, минималният размер на фонда трябва да възлиза на приблизително 55 милиона евро.

#### *Режим на държавни помощи*

Потенциалните фонд мениджъри определят нивата на съфинансиране от частни инвеститори при РДП I (б) и РДП I (в), които се отнасят за предприятия осъществили търговска продажба, като високи и трудни за постигане, дори при асиметрично разпределение на печалбата. По-голям размер на фонда, в следствие на по-високо частно финансиране би затруднило пласирането на пазара. В допълнение, по-голямата административна тежест, свързана с прилагането на ОРГО би усложнила работата на ФП.

От друга страна, при РДП II (*state-aid free* режим) целевата група от Крайни получатели е по-широка и дава допълнителна гъвкавост на потенциалния фонд мениджър при прилагането на неговата инвестиционна стратегия. В допълнение, режимът съгласно Насоките относно държавните помощи за насърчаване на инвестициите в рисково финансиране (*state-aid free*) се разглежда като по-подходящ за компании в зряла фаза на развитие.

На база на горепосочените аргументи, пазарните участници изразиха предпочитание към правилото за 30 % частно участие и симетрично разпределение на рисковете и възвращаемостта (*pari passu*) в съответствие с Насоките относно държавните помощи за насърчаване на инвестициите в рисково финансиране.

#### *Ниво на самоучастие на Фонд мениджъра*

Относно самоучастието на фонд мениджъра беше предложен диапазон, включващ минимална и максимална стойност на самоучастие от общия размер на фонда.

Използването на диапазон, вместо прилагането само на долна граница беше аргументирано с твърдението, че твърде висок процент на самоучастие може да доведе до предпазливост от страна на фонд мениджърите да инвестират в по-рискови компании, което би намалило общата възвращаемост на портфолиото.

#### *Такса управление*

Потенциалните фонд мениджъри изразиха мнение, че таксата за управление, посочена в регламента на ЕС, която включва всички разходи за издръжката и работата на фонда (*all-in*), е недостатъчна да покрие издръжката на фонда. Според участниците, твърде ниска такса за управление, която покрива както възнаграждението на фонд мениджърите, така и разходите на самия инвестиционен фонд, би дала стимул на фонд мениджърите да използват по-некачествени външни услуги (например юридически услуги, верификация, проверка на обстоятелствата и т.н.).

В тази връзка, почти всички участници изявиха желание за отделяне на минимален фиксиран процент от ангажимента на инвеститорите на годишна база за покриване на разходите.

Според регламент 480/2014 чл. 13 т. 6, праговете за разходите и таксите за управление могат да бъдат превишени, когато те се начисляват от организация, която е избрана чрез състезателна тръжна процедура съгласно приложимите разпоредби, и при тази тръжна процедура е доказана необходимостта от по-високи разходи и такси за управление. Ако се приеме тази опция за такса на управление, ще бъде наложена горна граница на разходите от стойността на целия фонд.

### *Каскада за разпределение на приходите*

Някои аспекти от дискусиите по каскадата за разпределение на приходите, включително сравнения на асиметричния модел спрямо правилото *ragi passu* за фонд мениджъра бяха споменати в частта „Режим на държавни помощи“, по-горе.

Относно подхода при структуриране на асиметрично разпределение на приходите, бяха споделени сходни мнения и предпочитания. Структурата на предложеното в индикативна техническа спецификация отсрочено възнаграждение, 80 % за инвеститорите и 20 % за фонд мениджъра, се разглежда като позната и приемлива за пазара.

### *Минималната норма на възвращаемост*

Минималната норма на възвращаемост (*hurdle rate*) се очаква да бъде в рамките на типичните в момента пазарни нива.

### *Юридически статут на Фонда*

Повече от половината пазарни участници изразиха предпочитание за структуриране на бъдещия фонд и свързаната с него мениджмънт компания в чужди юрисдикции, където е натрупан опит по учредяването и регулирането на фондове за алтернативни инвестиции, напр. Люксембург или Холандия. В допълнение, тези юрисдикции се разпознават и дават необходимата сигурност на частните инвеститори заради последователно прилаганите добри практики, включително в областта на данъчното третиране, в международен план.

Всички интервюирани лица споделиха, че ако ДДС за финансови посредници отпадне, това би направило учредяването на фонда в България по-привлекателно.

### *Валута на фонда*

Поради присъщия валутен риск при левово финансиране в дългосрочен план, както и изразяваните обосновани предложения фондът да бъде учреден в чужда юрисдикция и да бъдат привлечени подходящи международни инвеститори, очакванията на болшинството пазарни участници е финансирането да бъде предоставяно в евро.

### *Конфликт на интереси*

Участниците посочиха, че за да се избегне възможен конфликт на интереси, ФМФИБ не следва да участва под никаква форма в инвестиционния комитет. Разгледана бе възможността, ФМФИБ да ограничи по договорен път някои от правата си на потенциален мажоритарен акционер във фонда като инструмент, осигуряващ допълнителна увереност на миноритарните частни инвеститори.

В допълнение беше обсъдена опцията, избраният ФП да не управлява паралелно с възложения мандат друг фонд със сходен инвестиционен фокус в рамките на инвестиционния период.

## **6. Стратегия за изход**

Според споделените мнения, поради липсата на развит инвестиционен и фондов пазар в България, опциите за изход са относително лимитирани. Като възможни стратегии за изход от инвестиции бяха коментирани продажба на стратегически или финансови инвеститори, както и обратно изкупуване на дяловете от страна на първоначалните собственици на капитал.

В рамките на процеса бе коментирано и планираното създаване на отделен сегмент на БФБ за МСП. Според един от участниците в консултациите, това би дало възможност за изход от инвестицията чрез публичен пазар, което би привлякло интереса и на институционални инвеститори като пенсионни фондове, банки и застрахователни компании.

## 7. Инвестиционен екип и опит

С някои изключения, отговорите на участниците относно големината на екип, брой ключови лица и процент на заетост с работата във фонда бяха относително консистентни, както по отношение на необходимите ключови лица, така и по отношение на специализацията на отделните членове на екипа. Чуждестранните фонд мениджъри споделиха, че ключовите лица ще бъдат ангажирани директно на място в България.

При дялово инвестиране на МСП във фаза на растеж от своето развитие, ФМР предвижда екип от мениджъри, чиито специализация и професионални способности биха се характеризирали с този фокус на инвестиране. Разчита се и на наличие на повече специалисти в бизнес оценяване, както и на опитни професионалисти, които могат да придадат стойност в периода на след-инвестиционен контрол на компаниите, в които се инвестира.

Ключови аспекти за оценката на потенциалните фонд мениджъри, които участниците посочиха, са следните:

- Години опит на ФП с управлението на подобни фондове
- Експертиза за дялови и квази-дялови инвестиции
- Опит с мецанин финансиране
- Брой компании, с които ФП е работил
- Принос на ФП за развитието на компаниите
- Успешни изходи от предишни инвестиции
- Оценка на представения списък с потенциални инвестиции
- Опит на секторните експерти
- Предприемачески опит
- Опит с корпоративни финанси
- Успешно мобилизиране на инвестиции от независими частни инвеститори

## 8. Инвестиционен процес

Потенциалните фонд мениджъри, опериращи на българския пазар, биха използвали собствена експертиза при идентифицирането на потенциални Крайни получатели, тъй като познават добре пазара. За разлика от тях чуждестранните фонд мениджъри ще се нуждаят от опита и експертизата на местни пазарни участници като например специалисти по корпоративни финанси или мениджъри на дялови и квази-дялови инвестиции.

В допълнение интервюираните лица посочиха, че важна роля при идентифицирането на Крайни получатели ще играе използването на съществуващи контакти с предприятия, с които вече са работили и познават добре. Потенциалните фонд мениджъри споделиха, че за такъв тип сделки ще се разчита, както на мрежа от контакти, така и на ефективно управление на активна маркетингова стратегия, дори още преди да спечелят мандата.

Пазарните участници виждат като необходимост, бъдещият фонд мениджър да е развил структурирани процеси и инициативи, включително база от контакти и подходящи промоционални събития, които да осигуряват постоянен поток от нови инвестиционни възможности. Придържането към подобен подход би имало и позитивен системен ефект върху останалите инвеститори на дялов капитал в страната, които търсят възможност за инвестиции и на по-късен/ зрял етап от развитието на компании.

Според запитаните лица приблизително 10 % от потенциалните сделки, които се разглеждат, успяват да достигнат инвестиционна фаза.

## **9. Списък с приложения**

Приложение 1: Въпросник за провеждане на структурирано интервю при пазарни консултации с потенциален финансов посредник

## Приложение 1

### Въпросник за провеждане на структурирано интервю при пазарни консултации с потенциален финансов посредник

#### Финансов инструмент „Фонд Мецанин / Растеж“

#### Оперативна програма „Иновации и конкурентоспособност“ 2014 – 2020

### Обща информация

#### 1. Пазарна възможност

- 1.1. Какъв считате, че е целевия пазарен сегмент и смятате ли, че представлява привлекателна възможност за инвестиране?
- 1.2. Какви според Вас биха могли да бъдат основните рискове и препятствия за влизане в разглеждания пазарен сегмент (фаза на растеж) и какво влияние биха имали върху разглежданата инвестиционна възможност? Какви мерки според Вас е удачно да се предприемат за адресиране и минимизиране на тези рискове?
- 1.3. Считате ли, че повишените нива на пазарна конкуренция биха довели до полезно взаимодействие с други участници в иновационната екосистема;

#### 2. Инвестиционна стратегия

- 2.1. Какви считате, че са основните компоненти на предложената стратегия и по какъв начин същата се вписва в икономическата ситуация в България?
- 2.2. Какъв би трябвало да е минималният размер на инвестиционния фонд, за да изпълни така изложената стратегия, какви допускания бихте направили за изпълнението на стратегията?
- 2.3. Определени икономически сектори се очаква да генерират инвестиционни възможности за Фонда. Кой от тези сектори смятате, че имат най-висок потенциал от инвестиционна гледна точка и биха предоставили добри потенциални инвестиции?
- 2.4. Какви според Вас биха били приложимите етапи на развитие на инвестиционните възможности в контекста на целите на инструментите?
- 2.5. Какви биха били евентуалните форми на финансиране от страна на фондовете (т.е. дялови, квази-дялови инвестиции) и какво влияние би оказала всяка от тях на пазара? Какъв очаквате да бъде размерът на дяловете, които ще се придобиват в крайните получатели, предвид дефинираната стратегия?
- 2.6. Прямо инструменти и пазарни участници със сходна стратегия, какви според Вас биха били съществуващите конкурентни предимства на фонда, финансиран от ФМФИБ? Какви препоръки, относно структурата на фондовете на ФМФИБ и с оглед развиването на потенциални предимства, бихте направили?
- 2.7. Какви очаквания за брой и за размер инвестиции в портфейла на фонда бихте имали? Какъв очаквате да бъде евентуалния индикативен график за инвестиране (вкл. резерви и

потенциален подход спрямо последващи / follow-on инвестиции). Каква би била Вашата очаквана структура на портфейла?

- 2.8. Какъв е средния период, в който очаквате да видите развитие на направените инвестиции?
- 2.9. Какъв подход бихте предприели за очакван изход от инвестициите?
- 2.10. Каква е вашата очаквана възвръщаемост и какви действия / мерки бихте предприели за достигането на тези нива на възвръщаемост?

### **3. Инвестиционен екип и опит**

- 3.1. Какъв опит и какви съществуващи фондове и капитал (ако е приложимо) би трябвало да са управлявани от инвестиционният екип за да допринесе към работата на дискутирания фонд?
- 3.2. Какъв би трябвало да е професионалният опит и какво участие да взема всеки член на инвестиционния екип, включително:
  - Какъв фокус е нужен и колко време считате, че би било необходимо да се отдели от съответните членове на екипа за работата на фонда?
  - Какви развити бизнес контакти в целевия пазарен сегмент на фонда са нужни?
  - Какъв би бил предишният инвестиционен опит и как той би бил приложим за работата на фонда, включително бихте ли предоставили детайли за извършени инвестиции и сделки
  - Бихте ли споделили Вашето виждане за предишно и настоящо основно и общо възнаграждение във връзка с дискутирания фонд?
- 3.3. Какво е Вашето виждане / разбиране за обсега на отговорностите и местоработата на всеки член на екипа при управлението на фонда?
- 3.4. Какво считате за конкурентно предимство и качества на един екип за управление на ресурсите и фонда спрямо други потенциални екипи?
- 3.5. Каква е Вашата концепция относно нуждите и плановете за наемане на допълнителни професионалисти и ресурси в инвестиционния екип?
- 3.6. Бихте ли разказали за предишни и текущи дейности на членовете на инвестиционния екип (не-свързани с работата на конкретния фонд), които биха могли да бъдат в конфликт на интереси с дейността на фонда или да изискват ресурси без тези дейности да имат връзка с работата на фонда?

### **4. Инвестиционен процес**

- 4.1. Какво е Вашето виждане за очакваните канали за идентифициране на инвестиционни възможности?
- 4.2. Какво е Вашето виждане за цялостния инвестиционен процес от идентифициране на възможността до подписване на инвестиционен договор с крайните получатели?
- 4.3. Считате ли, че би могла да възникне необходимост от мобилизиране на външна експертиза, която да подпомага работата на фонд мениджъра, за анализ на потенциални инвестиции, работа с компаниите, изход от компаниите (консултанти, панел от секторни специалисти и други)
- 4.4. Какъв би бил вашия подход за увеличение на стойността на предприятията след осъществяване на инвестицията?

Какво е Вашето виждане за необходимостта от намеса на фонда в стратегическото, финансово и/или оперативно управление на предприятията, в които се инвестира?

- 4.5. Какви предложения и препоръки бихте могли да дадете относно приложимите процедури за съответствие със законодателство във връзка с избягване прането на пари, анти-терористични мерки и борбата с данъчни измами при създаването и операциите на Фонда, както и Вашето виждане за начина, по който те ще бъдат транспонирани в дружествата, в които ще се инвестира (потенциална дискусия);

## **5. Набиране на частен капитал**

- 5.1. Имате ли конкретни очаквания по отношение на дела на посредника в капитала на фонда? Какви са предпочитаните от Вас опции за структуриране на частните инвестиции (ко-инвестиране или на ниво фонд)?
- 5.2. Какво е вашето виждане относно потенциалните частни инвеститори във Фонда, опита и стратегията за набиране на частен капитал, както и очаквания процес на одобрение на потенциалните инвеститори с оглед участието им във Фонда (ако е приложимо), както и Вашите очаквания относно условията и/или специалните права, които биха могли да се изискват от инвеститорите?
- 5.3. Какъв според Вас е прогнозния период за привличане на допълнителните инвестиции и стартиране на Фонда?

## **6. Структура на Фонда и екипа**

- 6.1. Какво е Вашето очакване за индикативния размер на желаната от потенциалния посредник капитал/инвестиция на ФМФИБ в конкретния фонд?
- 6.2. Какви са вашите очаквания и идентификация на потенциалната нужда от техническа помощ за управление и финансовия инструмент?
- 6.3. Какво е Вашето виждане за определяне на държавата за учредяване и установяване на седалище (т.н. местоживеене на ЮЛ), както и правния статут/ форма на фонда, Фонд мениджъра и други свързани дружества (например консултантски дружества и други приложими)?
- 6.4. Какво е Вашето разбиране относно прогнозната структура на собствеността на Фонд мениджъра и свързаните дружества, потенциални спонсори и т.н.?
- 6.5. Основни финансови условия вкл. но не само:
- Какво е Вашето очакване относно таксата управление по време на и след периода на инвестиране?
  - Какво е Вашето виждане / мнение относно схемата за разпределение на приходите и на отсрочения интерес (carried interest), вкл. механизми за разпределението и изплащането им към Фонд мениджъра и, след изплащане на преференциалната доходност (catch-up)?
  - Какви са Вашите предложения за разпределение на потенциални преференции, свързани с режима на държавни помощи (ако е приложимо) между частните инвеститори и Фонд мениджъра?
- 6.6. Какво е Вашето разбиране / виждане за детайлен оперативен бюджет на Фонд мениджъра (потенциално да бъде допълнително изискан)?

- 6.7. Какъв би бил според Вас съставът на потенциалния инвестиционен комитет и права за гласуване?
- 6.8. Какви мерки бихте предприели във връзка с принципите за спазване на независимостта на управленския екип, особено що се отнася до вземане на инвестиционни решения и начини на взаимодействие с потенциални спонсори или партньори (ако има такива)?
- 6.9. Какво е Вашето виждане, в детайли, относно предложените управителни/ консултативни съвети вкл. и възможност за принос от физически лица (под формата на време и/или финансови средства), вкл. и начин за заплащане.?

## **7. Въпроси за отворена дискусия**