



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 за рисков капитал

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, заложиени 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	9
7. Инвестиционен екип и опит	10
8. Инвестиционен процес	10
9. Списък с приложения	11

1. Въведение

През периода от 6 ноември до 5 декември 2017 г., ФМФИБ проведе пазарни консултации във връзка със структурирането на Финансовия инструмент (ФИ) Фонд за рисков капитал (ФРК), подкрепен от Оперативна програма "Иновации и конкурентоспособност" 2014-2020 г. (ОПИК).

Публичните средства, предназначени за структурирането на фонда, възлизат приблизително на 24.1 милиона евро. ФМФИБ ще играе ролята на основен инвеститор във ФИ. Инструментът изисква комбинация от публични средства и частно финансиране. ФРК ще инвестира в диверсифициран портфейл от капиталови или квази-капиталови инвестиции, без чиста форма на дълг, за подпомагане на развитието на предприемаческата екосистема в България.

ФМФИБ проведе пазарни консултации с цел да събере обратна информация от широк кръг заинтересовани страни в сферата на рисков капитал. Пазарният тест има за цел, взимайки предвид нуждите и потенциала на преобладаващата пазарна среда, да подпомогне оптимизирането на условията и структурирането на ФРК.

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, базиран на определени индивидуално прилагани критерии, основните от които са:

- Опит във финансиране на предприятия, достигащи или достигнали скоро положителен финансов резултат;
- 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;
- 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 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 31 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 16 ноември - 05 декември 2017 г. бяха проведени индивидуални срещи с приблизително 20 местни и чуждестранни професионалиста в управлението на инвестиционни фондове, както и инвеститори. С оглед получаването на възможно най-пълна и консистентна обратна връзка, срещите бяха проведени под формата на структурирани интервюта, следващи предварително подготвен въпросник. 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 ФРК
- Корпоративна структура и управление на фонда и фонд мениджъра. Предпочитани юрисдикции
- Режим 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 някои основни теми, свързани със структурирането на ФИ Фонд Мецанин/ Растеж (ФМР), доколкото това бе практически предвид опита и инвестиционния фокус на интервюираните лица.

3. Пазарна възможност

Поради сравнително лимитирания мащаб на местния пазар, България често остава извън спектъра на интерес на чуждестранните инвеститори. Липсата на достатъчно местни фонд мениджъри с релевантен опит и експертиза води до ограничаване на възможностите за използването на дялови инструменти за финансиране в България.

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.

Прилагането на ФИ по JEREMIE даде началото на създаване на устойчив пазар за подкрепа на предприемачеството в България. Вече има натрупани капацитет и търсене сред Крайните получатели, които да осигурят иновативни идеи и проекти за увеличаване на дяловите инвестиции. В предходния програмен период инвестиции сходни по размер с целевите за ФРК, но в различен инвестиционен стадии, бяха осъществени от различни фонд мениджъри, което показва израстването и готовността на пазара за подобен тип сделки.

След затварянето на инвестиционните периоди по JEREMIE, на българския пазар все още има недостиг на финансиране за малки и средни предприятия (МСП) с потенциал за растеж. ФРК има за цел да адресира по структуриран и целенасочен начин тази липса, като допринесе за стабилизиране на предприятията, достигащи или достигнали скоро положителен финансов резултат (т.н. *break-even компании*).

4. Инвестиционна стратегия

Фаза на развитие

От проведените срещи екипът на ФМФИБ придоби впечатление за наличие на интерес и познания в областта на дяловото инвестиране на рисков капитал вследствие на натрупания релевантен опит в страната и региона на ЦИЕ през последния програмен период.

Повечето от потенциалните фонд мениджъри виждат фокуса на ФРК в инвестиции в предприятия, предимно достигащи или достигнали скоро положителен финансов резултат.

Някои от участниците в пазарния тест с инвестиционен опит в сегмента оперират предимно с печеливши компании, докато 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 ограничаване на размера на инвестициите, като подход за демаркиране между стратегиите на ФРК и ФМР от една страна и ФРК и ФУНФ от друга. Всички участници в консултациите посочиха, че този подход би бил адекватен инструмент за разграничение, като ограничаването на инвестициите на ФРК в диапазона от 750 хиляди евро до 3.5 милиона евро е подходящ в контекста на фокуса на инструмента.

В допълнение, 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 възможността за осъществяване на инвестиции под и над определените граници след специално разрешение от страна на Консултативния съвет.

Икономически сектори

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

Сектори, за които потенциалните ФП виждат потенциал за развитие са: здравеопазването, индустриални услуги, машиностроене, кина, хранително-преработвателна промишленост, транспорт и миннодобивен сектор.

Целеви Крайни получатели

Обсъдени бяха предложените в индикативната техническа спецификация целеви сектори на ФРК, а именно: МСП в ранните етапи на своето развитие; Иновативни МСП; Високо-технологични МСП и МСП с висок рисков профил.

Интервюираните споделиха, че би било трудно да се даде еднозначно определение на така заложените видове МСП, което едновременно да обхване потенциалните Крайни получатели, съставляващи подходяща инвестиционна цел за ФРК и да бъде достатъчно ясно дефинирано. В резултат се достигна до заключението, че ако тези целеви сектори присъстват в спецификацията, то те следва да бъдат определени възможно най-гъвкаво.

Рискове

Основни рискове за неуспешни инвестиции, които участниците посочиха са: възможен конфликт в мениджмънта на Крайните получатели, липса на достатъчни управленски и предприемачески умения, както и липсата на мрежа от контакти.

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 инвестиционна стратегия.

Необходимост от подкрепа за Крайните получатели

На проведените срещи беше отбелязано, че за Крайните получатели ще е от съществено значение, в допълнение на полученото финансиране, да получат професионална подкрепа и съвети на оперативното, стратегическо и финансово ниво в зависимост от потребностите им.

Предлагането на професионални услуги, напр. правни и счетоводни, също се разглежда като предимство за целевите компании.

Форми на финансиране

На проведените срещи участниците посочиха, че приложимият дял при финансиране на потенциалните КП е между 20 % - 40 %, с цел запазване на мажоритарен дял на собственика, както и на неговия стимул за успешно развитие на бизнес идеята.

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 смятат дяловите инвестиции за по-приложими за предприятия, достигащи или достигнали скоро положителен финансов резултат, но препоръчват формата на финансиране да остане отворена и избраният фонд мениджър да има гъвкавостта да избере според нуждите на компанията.

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 финансиране в диапазона от 10 милиона евро до 15 милиона евро, предимно от инвеститори в България. Такива на българския пазар са основно стратегически инвеститори, както и физически лица със значим размер собствени средства, т.н. High net worth individuals (HNWI).

При наличието на публичен ресурс от 24.1 милиона евро и съответните частни средства общият размер на фонда трябва да достигне до приблизително 35 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 над 90 % от тях смятат, че биха срещнали трудности в привличането на необходимия частен капитал на ниво фонд и определят ко-инвестиционната схема като по-приложима за България.

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

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 ФРК 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 очакваните 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 независими частни инвестиции в диапазона от 10 милиона евро до 15 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 35 милиона евро. Според участниците, оптималният размер спрямо пазарната възможност в България е в диапазона от 35 милиона евро до 40 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 би усложнила работата на фонд мениджъра.

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.

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 рисковото финансиране (state-aid free режим).

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. Участниците в пазарния тест определят базовата такса от 1 %, предвидена след първите две години, за прекалено ниска.

Според участниците посочените ниски нива на такса за управление стимулират фонд мениджърите да използват по-некачествени външни услуги (юридически услуги, верификация, проверка на обстоятелствата и т.н.).

В тази връзка, почти всички участници изявиха желание за отделяне на фиксиран процент от базовата комисионна 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 *pari 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 най-приложима на 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 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 ограничени. 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.

При дялово инвестиране на МСП във фаза на растеж от своето развитие, ФРК 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 професионалисти, които могат да придадат стойност като ментори 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
- 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. В допълнение интервюираните лица посочиха, че важна роля при идентифицирането на КП ще играе използването на съществуващи контакти с предприятия, с които вече са работили и познават добре.

Участниците в пазарните консултации са на мнение, че избраният фонд мениджър трябва да подпомага целевите предприятия, достигащи или достигнали скоро положителен финансов резултат, с оперативна и стратегическа експертиза, за да могат да постигнат желаната възвръщаемост. Според потенциалните финансови посредници приблизително 10 % от разглежданите компании стигат до 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 за рисков капитал“

Оперативна програма „Иновации и конкурентоспособност“ 2014 – 2020

Обща информация

1. Пазарна възможност

- 1.1. Какъв считате, че е целевия сегмент на ФРК, например seed (преди масово производство), start-up (стартване на производство), later stage (разширяване на съществуващо производство, включително преди break-even), growth (развитие на по-зрели компании). Следва да се има предвид, че ФМФИБ маркетира в момента start-up фонд с инвестиции до един милион евро (включително follow-ons)
- 1.2. Каква е вашата оценка за възможностите (т.е. годишен обем, потенциал за растеж и т.н.), предоставяни от местния пазар/ региона по така дефинирания сегмент „рисков капитал“? Кои са основните източници за финансиране в сегмента в момента, кои според вас са основните играчи и каква е тяхната стратегия?
- 1.3. Какво считате, че е мястото на ФРК в така очертаната екосистема? Как бихте го позиционирали, ако го управлявахте вие? Какви биха били неговите предимства или недостатъци от търговска гледна точка?
- 1.4. Какви според Вас биха могли да бъдат основните рискове и препятствия за влизане в дефинирания сегмент?

2. Инвестиционна стратегия

- 2.1. Смятате ли, че предвиденият тест за „в полза на България“¹ би създавало пречки пред или би дало възможности за успешното изпълнение на оптималната според Вас инвестиционна стратегия?
- 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. Кои икономически сектори се очаква да генерират преобладаващата част инвестиционни възможности за Фонда и защо? Какво е мнението ви относно предвидените секторни ограничения в индикативната спецификация (включително тези свързани с РДП, посочените изключени сектори, както и възможността за фокус върху инвестиции в секторите в обхвата на Националната стратегия за насърчване на МСП в България 2014-2020 г. (Приложение I към индикативната техническа спецификация)?
- 2.4. Какъв ще е профилът на предприятията, в които ще се инвестира от гледна точка на приходи от продажби; позиции/ дял на съответния пазар; финансова история; парични потоци; дял на износа от показателите на предприятието; екип/структура на собственост, инвестиционни планове и др.? Върху кое от посочените ще се акцентира за преценка на

¹ Предприятия, които имат място на стопанска дейност, и/ или клон, и/ или седалище в Република България към момента на извършване на инвестицията, и отговарят на поне един от следните алтернативни критерии: минимум 50 % от приходите им са генерирани в България или минимум 50 % от дълготрайните им материални или нематериални активи са трайно установени или по друг начин регистрирани в България или преобладаващата част от персонала, допринасящ за създаването на добавена стойност за стопанската им дейност (включително и, но без ограничение, инженерен и/или технически персонал, научни работници, както и ръководен персонал, ангажиран с разработването и/или имплементирането на бизнес стратегия и/или продуктите или услугите им) са в България или съществена част от дейността, свързана с разработване на продуктите или услугите са разположени в България

- инвестицията? В случай че имате други/допълнителни критерии моля посочете? Как преценявате жизнеспособността на инвестицията? Би ли имало някакви различия с фондове инвестиращи в по-късен етап, т.е. growth/ mezz
- 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? Предвиждате ли участие в управителните органи на крайните получатели и съответно с какви права? Би ли имало някакви различия с фондове инвестиращи в по-късен етап, т.е. growth/ mezz
 - 2.6. До каква добавена стойност за предприятията, в които се инвестира би довела вашата инвестиция? Как бихте привлекли потенциални крайни получатели? Би ли имало някакви различия с фондове инвестиращи в по-късен етап, т.е. growth/ mezz?
 - 2.7. Какви очаквания за брой и за размер инвестиции в портфейла на фонда бихте имали?
 - 2.8. Какъв очаквате да бъде евентуалния индикативен график за инвестиране (включително резерви и потенциален подход спрямо последващи / follow-on инвестиции). Каква би била Вашата очаквана структура на портфейла?
 - 2.9. Какъв е средния период, в който очаквате да видите развитие на направените инвестиции? Респективно, какъв би бил периода на държане на инвестициите? Считате ли, че от гледна точка защита на интересите на инвеститорите следва да има някакви провизии срещу голям обем от т.н. flipping of investments и защо?
 - 2.10. Техническата спецификация за ФРК предвижда общо ограничение във връзка с buy-outs, докато тази за Фонд мецанин това ограничение важи само за определен РДП. Какво е вашето виждане относно това в контекста на ФРК? А за ФМ?
 - 2.11. Какъв подход бихте предприели за очакван изход от инвестициите? Според вашия опит в региона, какъв е най-често срещания път за изход (IPO, MBO, Amortisation, secondaries, strategic investors...)
 - 2.12. Каква е вашата очаквана възвръщаемост и какви действия / мерки бихте предприели за достигането на тези нива на възвръщаемост?
 - 2.13. Какви са очакваните нива на загуби (включително отписване) в дефинирания сегмент? Каква е обичайната практика в сегмента по отношение на последващо оценяване на инвестициите и верифициране (от независим оценител) на тези стойности? Какъв е обичайният ви подход при инвестиции, които се представят (значително) по-зле от прогнозираното?
- 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. Считате ли за приложим в случая по-общ опит с инвестиции (напр. корпоративни финанси, дългово финансиране, финансово консултиране и т.н.)? В кои сегменти/ етапи на развитие на предприятието подобен опит би бил по-приложим (в контекста на възможния обхват на ФРК и ФМ)?
 - 3.3. Какъв би трябвало да е професионалният опит и какво участие да взема всеки член на инвестиционния екип, включително:
 - Колко време считате, че би било необходимо да се отдели от съответните членове на екипа за работата на фонда?

- ФМФИБ обичайно предвижда клаузи за ексклузивност на мениджъра за срока на инвестиране минимум по отношение на мандати в същия сегмент. Какво е вашето виждане по въпроса и защо?
 - 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 (например брой „затворени“ сделки, брой изходи, обичаен размер на tickets). Какъв е достигнатия IRR за фонда и/или за инвеститорите, колко е realization/ money multiple в случай на управление на сходен (от гл. т. регион или сегмент) фонд? Какъв е обичайния размер на paid-in to committed capital за инвестиционния период, както и за живота на фонда?
 - Бихте ли споделили Вашето виждане за предишно и настоящо основно и общо възнаграждение във връзка с дискутирания фонд?
- 3.4. Какво е Вашето виждане / разбиране за оптималния състав на екипа, включително брой, старшинство и умения? Какво е вашето виждане за разпределението Ключови лица спрямо други членове на екипа? Според вас какъв е минималния размер на собственост на Ключовите лица във фонд мениджъра, за да се гарантира съгласуване на интересите? Какво е разпределението на времето през което членовете на екипа ще бъдат ангажирани във фонда, предвиждате ли член на екипа, който през 100 % от времето си ще бъде ангажиран в работата на фонда? Би ли имало някакви различия с фондове инвестиращи в по-късен етап, т.е. growth/ mezz?
- 3.5. Какво считате за конкурентно предимство и качества на един екип за управление на ресурсите и фонда спрямо други потенциални екипи?
- 3.6. Каква е Вашата концепция относно нуждите и плановете за наемане на допълнителни професионалисти и ресурси в инвестиционния екип?
- 3.7. 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? Какво е типичното conversion ratio leads-deals за дефинирания сегмент? Как това би било по-различно в случай на Growth fund, а Mezz?
- 4.3. Какво е мнението ви за дефинираната група КП, а именно: МСП в ранните етапи на своето развитие; Иновативни МСП; Високо-технологични МСП; МСП с висок рисков профил.? Как бихте ги дефинирали? Предвид сегмента и потенциалния ви предпочитан подход как би следвало да бъде определена допустимостта?
- 4.4. 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)
- 4.5. Какъв би бил вашия подход за увеличение на стойността на предприятията след осъществяване на инвестицията?

- 4.6. Какво е Вашето виждане за необходимостта от намеса на фонда в стратегическото, финансово и/ или оперативно управление на предприятията, в които се инвестира?
- 4.7. 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 Фонд мениджъра/Партньора с неограничена отговорност в капитала на фонда? Какъв е оптималния размер на фонда от ваша гледна токи, предвид ангажимента на ФМФИБ (24 милиона евро)? Един или повече фонда следва да спонсорира ФМФИБ (в процент или с конкретен размер на средствата)?
- 5.2. Какви са предпочитаните от Вас опции за структуриране на частните инвестиции (традиционна структура с или без опция за ко-инвестиране от инвеститорите, паралелен фонд, само за средства на предварително определени инвеститори, pledge fund, ко-инвестиционна схема)?
- 5.3. 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? Какъв процент частни инвестиции бихте могли да привлечете?
- 5.4. Какъв е профила на инвеститорите? Предвиждате ли участие на институционални инвеститори или съответно привличане на чуждестранни инвеститори?
- 5.5. Освен в случай на ко-инвестиционна схема, какъв според Вас е прогнозния период за привличане на инвестиции и стартиране на Фонда?

6. Структура на Фонда и екипа

- 6.1. 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)?
- 6.2. Какво е Вашето разбиране относно прогнозната структура на собствеността на Фонд мениджъра и свързаните дружества, инвестиционни съветници и т.н. в контекста на предпочитаната структура на фонда и на екипа?
- 6.3. Основни финансови условия включително но не само:
 - Какво е Вашето очакване относно предложената структура на 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), включително механизми за разпределението и изплащането им към Фонд мениджъра и, след изплащане на преференциалната доходност (catch-up)?
 - Различните режими на държавна помощ дават възможност за асиметрично разпределение на ползи или на рисковете от загуби между ФМФИБ, инвеститорите и евентуално фонд мениджъра. Каква форма на асиметрия би имала смисъл от гл. т. на ФМФИБ и какво бихме постигнали ако я предложим? Как би следвало да управляваме

евентуалния конфликт на интереси с фонд мениджъра и останалите инвеститори, особено в случай на предоставяне на някаква защита от загуби??

- 6.4. Какво е Вашето разбиране / виждане за детайлен оперативен бюджет на Фонд мениджъра? Предвид, маркираната по-горе структура на екипа, колко би била годишната издръжка на екипа? Предвид, че таксата за управление е all-in, колко очаквате да бъдат разходите за структуриране на ФРК и колко биха били трансакционните разходи по осъществяване на инвестициите? Подобна структура на таксата създавали мотивация за спестяване от трансакционни разходи и как следва да управляваме процеса според вас?
- 6.5. Считате ли, че следва да има провизии предвиждащи fee offset? Това би ли спомогнало за увеличаване на интереса на потенциалните инвеститори?
- 6.6. Какъв би бил според Вас съставът на потенциалния инвестиционен комитет и права за гласуване?
- 6.7. 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)?
- 6.8. Какво е Вашето виждане, в детайли, относно предложените управителни/ консултативни съвети включително и възможност за принос от физически лица (под формата на време и/или финансови средства), включително и начин за заплащане?
- 6.9. Какви процедури за управление на риска, докладване, мониторинг на инвестициите и оценка на компаниите прилагате/бихте приложили?

7. Въпроси, свързани с Фонд Мецанин/ Растеж

- 7.1. Предвид условията на пазара, коя стратегия ви изглежда по-подходяща: Growth fund или Mezz fund? Какви са разликите между двете според вас в контекста на местния пазар – само в предлагания финансов продукт (т.е. дълг срещу капитал) или? Има ли смисъл да ограничаваме/ предефинираме възможните финансови продукти на фонда и ако да, защо? Какво би било подходящото съотношение между тях?
- 7.2. При прилагане на хибридни форми на инвестиране, коя би била предпочитаната за вас: необезпечен и подчинен дълг, дълг конвертируем в капитал, привилегирован дял, др.? В случай, че е налице друго, моля разкажете?
- 7.3. При хибридни форми, какъв е срока на отпускане на финансирането, особеностите на амортизацията, цената, свързаните с тях права за придобиване/изкупуване/продаване на дялове/ценни книжа?
- 7.4. Какви биха били основните разлики на така дефинирания фонд с ФРК, така че да се избегне канибализация и потенциално инфлиране на оценките? В какъв сегмент (т.е. фаза на развитие на предприятието) следва да се фокусира фонда? Предвид малкия обем на пазара и в контекста на предпочитаната стратегия, МФ би ли счел и start-up фонда на ФМФИБ (tickets up to one mln.) като конкурент или разликите в целевите групи предприятия са твърде големи?
- 7.5. Има ли място (потенциал) за участие на фонда в LBO трансакции или основният бизнес би бил в растеж на зрели компании? Считате ли, че ФМ би могъл да се яви допълнение към „традиционното“ банково финансиране?
- 7.6. Какъв е оптималния размер на фонда, дефиниран по-горе?
- 7.7. Предвид сегмента (т.е. зрялата фаза на предприятията), считате ли, че инвеститорите биха имали по-голям интерес към участие на ниво фонд спрямо ФРК, например? Възможността

за предоставяне на асиметрия има ли смисъл предвид фазата и комерсиалния потенциал на фонда и защо?

- 7.8. Какви биха били потенциалните инвеститори (институционални, МФИ, други) или ко-инвеститори (HNWI, стратегически инвеститори, местни бизнеси и т.н.)