



ЕВРОПЕЙСКИ СЪЮЗ
ЕВРОПЕЙСКИ ФОНД
ЗА РЕГИОНАЛНО РАЗВИТИЕ



ФОНД НА
ФОНДОВЕТЕ
ФОНД МЕНИДЖЪР НА
ФИНАНСОВИ ИНСТРУМЕНТИ
В БЪЛГАРИЯ



ПРОГРАМА
КОНКУРЕНТОСПОСОБНОСТ И
ИНОВАЦИИ В ПРЕДПРИЯТИЯТА

Доклад от пазарни консултации

Финансов инструмент „Фонд Предприемачество“

Програма „Конкурентоспособност и иновации в предприятията“

Април 2023 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 Предприемачество“ (Финансовия инструмент), финансиран със средства от Програма „Конкурентоспособност и иновации в предприятията“ 2021 – 2027 („ПКИП“) 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

Въведение.....	3
Участници.....	4
Пазарна възможност.....	5
Инвестиционна стратегия и структура	7
Приложение 1	17

Въведение

Настоящият доклад се състави на основание чл. 44 от Закона за обществените поръчки (ЗОП) във връзка със структурирането на финансов инструмент (ФИ) „Фонд Предприемачество“, финансиран от Програма "Конкурентоспособност и иновации в предприятията" 2021-2027 г. (ПКИП, Програмата) по Приоритет 1 „Иновации и растеж“, Специфична цел (iii) „Засилване на устойчивия растеж и конкурентоспособността на МСП и създаване на работни места, включително чрез производствени инвестиции“, отнасяща се пряко към постигането на интелигентен растеж чрез инвестиции в развитието на икономиката чрез засилване на предприемаческата активност.

Във връзка с определяне на параметрите на предмета на обществената поръчка на 20 март 2023 г. на Профила на купувача в ЦАИС ЕОП са публикувани следните документи:

1. Покана за участие в пазарни консултации;
2. Индикативна техническа спецификация;
3. Презентация на основните параметри на финансовия инструмент.

В поканата на заинтересованите лица е указано, че пазарните консултации ще бъдат проведени под формата на срещи в периода от публикуване на поканата до 12.04.2023 г., в офиса на ФМФИБ, находящ се в София, на ул. „Кърниградска“, № 19, ет. 2.

В поканата се съдържа връзка към график в електронна форма, в който участниците следва да се регистрират предварително.

С оглед привличането на интереса на възможно най-широк кръг потенциални заинтересовани лица, процесът по 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 социалните медии на дружеството, както и чрез комуникационните канали на партньорски организации.

В допълнение, към публично предоставената възможност за вземане на участие, ФМФИБ изпрати покана до част от идентифицираните заинтересовани лица, като в периода 21 март до 12 април 2023 г. се проведеха индивидуални срещи с 20 местни и чуждестранни организации, физически лица с частен интерес, в това число и над 50 професионалиста в управлението на инвестиционни фондове, включително и фонд мениджъри с мандат за управление на ФИ по Оперативна програма „Иновации и конкурентоспособност“, инвеститори и участници в екосистемата.

Списъкът с участниците в пазарните консултации е приложен към настоящия доклад (Приложение 1).

Предвиденият финансов инструмент за дялови и/или квази-дялови инвестиции по Специфична цел (iii) от Приоритет 1 „Иновации и растеж“ на ПКИП се структурира с цел насърчаване на предприемачеството и създаването на нови и развитие на съществуващи предприятия, като с него се цели приемственост с вече съществуващите на пазара фондове за дялови и квази-дялови инвестиции с публичен ресурс и затвърждаване на постигнатите резултати по отношение на подобряване на достъпа до финансиране на предприятия във всички етапи на развитието (финансиране на нови МСП на етап ускоряване и начален етап, както и предприятия в етап на растеж) и от различни сектори.

Публичните средства, предназначени за структурирането на финансовия инструмент, възлизат приблизително на 104,5 милиона евро. ФМФИБ ще бъде основен инвеститор във

фондовете, създадени в изпълнение на финансовия инструмент. Инструментът изисква комбинация от публични средства и частно финансиране. Фонд-ът/-овете ще инвестират 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 рисковия капитал. Пазарният тест има за цел, вземайки предвид нуждите и потенциала на преобладаващата пазарна среда, да подпомогне оптимизирането на условията и структурирането на ФИ „Фонд Предприемачество“.

Участници

За провеждане на пазарни консултации за структуриране на финансови инструменти ФМФИБ е провел предварителен анализ за идентифициране на възможни групи от заинтересовани в процеса лица, включително потенциални Финансови посредници (ФП), както и пазарни участници, 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 Централна и Източна Европа;
- 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 лица, които биха могли да предложат съществени и приложими коментари за структурирането на ФИ:

- Инвестиционни професионалисти в съществуващи мениджъри на инвестиционни фондове, фокусирани, но не изключително, в инвестиране в ранна фаза или фаза на растеж;
- Ръководители на асоциации;
- Потенциални инвеститори; и
- Предприемачи и други участници на пазара.

С цел получаване 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 ФИ „Фонд Предприемачество“;
- 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;
- Структура, състав и оптимални компетенции на екипа на потенциалния фонд мениджър

Пазарна възможност

Употребата на дялови и квази-дялови инструменти за инвестиции в България добива все по-голяма популярност, но все още е на сравнително ниско ниво за нуждите на българския пазар. Липсата на фонд мениджъри с релевантен опит в инвестициите с дялов и квази-дялов капитал все повече бива преодоляна.

От създаването си през 2016 г. до сега ФМФИБ структурира и пуска на пазара финансови инструменти, в резултат на които бяха учредени 5 фонда за дялово и квази-дялово финансиране със средства по ОПИК 2014-2020 с цел да бъде посрещнат недостига на финансиране за малки и средни предприятия (МСП). Бяха създадени три Фонда за ускоряване и начално финансиране (ФУНФ) за ранна фаза на развитие, които да подкрепят формирането и развитието на устойчиви бизнес модели, както и да участват активно в развитието на предприемаческата екосистема в България. За предприятията във фаза на растеж и в зряла фаза на развитие са структурирани и активно инвестират два финансови инструмента Фонд за рисков капитал (ФРК) и Фонд Мецанин/Растеж (ФМР). Средствата, които следва да достигнат до българските компании до края на 2023 г., са в размер от над 150 млн. евро, като към момента от тях са инвестирани около 75 млн. евро публичен и частен ресурс в над 220 малки и средни предприятия.

В последните 5 години рисковото финансиране и възможностите за достъп до рисков капитал на българския пазар са се увеличи значително, като към края на 2022 г. оперират повече от 16 местни и регионални фонда с над 500 млн. евро средства под управление. ФМФИБ с инструментите, чрез които предоставя публичен ресурс за рисково финансиране, има съществена роля в подобряването на достъпа на предприемаческата екосистема до пазара на дялови и квази-дялови инвестиции.

Настоящият финансов инструмент се финансира от Приоритетна ос 1 „Иновации и растеж“, Специфична цел (iii) „Насърчаване на устойчивия растеж и конкурентоспособността на МСП и създаване на работни места, включително чрез производствени инвестиции“ на ПКИП 2021-2027, която се отнася пряко към осигуряването на подходяща подкрепа в ранните етапи на живота на предприятията с цел устойчив растеж и преодоляване на пазарни предизвикателства, успешното реализиране на нови бизнес идеи и създаване на работни места, предоставяне на подкрепа за технологичното предприемачество, както и преодоляване на пречките при достъпа до рисково финансиране. Основната цел на ФИ „Фонд Предприемачество“ е да осигури приемственост с вече съществуващите на пазара фондове за дялови и квази-дялови инвестиции с публичен ресурс и затвърждаване на постигнатите резултати по отношение на подобряване на достъпа до финансиране на предприятия във всички етапи на развитието (финансиране на нови МСП на етап ускоряване и начален етап, както и предприятия в етап на растеж) и от различни сектори и не на последно място, се цели подобряване на предприемаческата екосистема и мобилизиране на допълнителен частен капитал.

Всички участници в проведените пазарни консултации се обединяват около мнението, че в България все още е необходима значителна подкрепа чрез публични средства за инвестиции в предприятия в най-ранна фаза на растеж, новосъздадени компании, основани на иновации, които имат високо-рисков профил и изпитват трудности при набирането на капитал за своето развитие дори и от съществуващите на пазара фондове.

Участниците в пазарния тест споделят мнението, че създаването на приемственост и взаимодействие между съществуващите дяловите и квази-дяловите фондове, финансирани по ОПИК и ФИ „Фонд Предприемачество“ е от голямо значение и би представлявало фактор в развитието, както на предприемаческата екосистема у нас, така и на пазара на рисков капитал, което от своя страна би имало положителен ефект върху иновативния потенциал на страната.

В допълнение, голяма част от тях заявяват желание за участие в процедурата по избор на финансови посредници за изпълнение на инструментите, които се предвижда да бъдат структурирани по ПКИП.

Целеви сегмент за инвестиции

Съгласно Инвестиционната стратегия на ФМФИБ за управление на средства по ПКИП, като част от Споразумение за финансиране с Управляващия орган (УО) на Програмата, финансовият продукт ще бъде структуриран като група/семејство фондове за подкрепа на компании в етапи на развитие от най-ранна фаза/концепция (pre-seed) до фаза на растеж (growth). Концепцията за целевия сегмент на инвестициите според етапа на развитие на подкрепените компании има следните параметри:

- Най-ранен етап (pre-seed и seed);
- Начален етап (seed и startup);
- Рисков капитал (VC);
- Растеж (Growth).

По-голяма част от участниците идентифицираха като важен сегмент инвестициите в най-ранен етап на развитие (pre-seed и seed) и поставиха акцент на акселераторска програма, която да захранва с жизнеспособни проекти за инвестиции фондовете, предоставящи финансиране на компании в по-напреднал етап на развитие.

От гледна точка на целевия сегмент за инвестиции на ФИ беше обсъдено текущото състояние на пазара за рисково финансиране и наличието на инвестиционни възможности извън Югозападния регион на България, като по-голяма част от участниците идентифицираха значителна липса на инвестиционен капитал, както и жизнеспособни проекти, подходящи за рисково финансиране в по-слабо развитите региони в страната (повече информация относно териториалното разпределение може да намерите в съответната секция в доклада).

Основни рискове

От страна на участниците в пазарните консултации бяха дефинирани няколко основни рискове свързани с прилагането на ФИ, както и управлението на ФИ с публични средства по принцип:

- Риск от забавяне на дългата по начало процедура по ЗОП за избор на финансов посредник поради обжалвания или други непредвидени фактори, което би могло да доведе до съкращаване на инвестиционния период на ФИ;
- Риск от затруднено привличане на частно финансиране на ниво Фонд предвид икономическите последици от войната в Украйна и предвижданията за рецесионни процеси на европейско, регионално и местно ниво;
- Трудности при идентифициране на инвестиционни възможности в по-слабо развитите региони на страната, както и силно ограничаващият малък размер на българския пазар;

- Политически рискове, свързани с управлението на ФМФИБ като основен инвеститор във ФИ;
- Риск от дублиране на ФИ с тези на ЕИФ, което да доведе до неконкурентоспособност.

Според получената обратна връзка всеки един от посочените по-горе рискове би могъл да има негативно отражение върху цялостното изпълнение на ФИ и изпълнението на целите на програмата по него. Бяха предложени митигиращи фактори по отношение на някои от тях, които са обсъдени в съответните раздели в настоящия доклад.

Инвестиционна стратегия и структура

Дизайн на фонда (Структура)

По време на пазарните консултации екипът на ФМФИБ представи на участниците различни концепции за структурата на финансовия инструмент, като обследва като най-целесъобразни две от тях, а именно:

- създаването на два фонда: един за инвестиции в най-ранен и начален етап на развитие и един фонд за рисков капитал и проекти в етап на растеж, управлявани от два фонд мениджъра;
- структуриране на ФИ в три фонда: един за проекти на най-ранен и начален етап на развитие, един фонд за рисков капитал и един фонд за финансиране на компании в растеж, управлявани от три фонд мениджъра.

Участниците бяха разделени в мненията си относно броя на фондовете, на които да бъде структуриран ФИ, като бяха изразени и мнения, че фондът за по-ранните етапи би могъл да бъде разделен на под-фондове, единият от които да се реализира под формата на акселератор. Преобладава позицията, че по-голям брой фондове би могло да предизвика изкуствено увеличение на оценките на потенциалните крайни получатели, което може да има негативно отражение върху пазара, докато при структура с два или три фонда ще доведе до конкуренция, която ще бъде полезна за екосистемата.

Според участниците, концепцията с два фонда има значителни предимства заради възможността за заделяне на по-голям ресурс, което от своя страна би довело и до по-лесно привличане на частен капитал, както и по-постижимо изпълнение на инвестиционната стратегия от гледна точка на ограничението за териториално разпределение на инвестициите.

Част от участниците подчертаха като целесъобразно акселераторската програма да се обособи в отделен фонд с по-малък размер, докато останалите средства бъдат разпределени във фонд за начална фаза и фонд за фаза на растеж. Други, изтъкнаха, че по-полезно за пазара би било да се обедини под един фонд инвестиции в по-късните фази на начален етап и рисковия капитал (VC) с тези в етап на растеж, тъй като на пазара има недостиг от предприятия с потенциал в тези сегменти, като един фонд, който ги комбинира би могъл по-лесно да изгради качествен портфейл.

По отношение на управлението на структурираните фондове беше изразена позицията, че независимо от избраната концепция за техния брой, следва да се вземе предвид, че един фонд мениджърски екип трудно би имал експертизата и възможността да изпълнява инвестиции в проекти в няколко различни етапи на развитие.

Относно заделяне на част от ресурса за предоставяне на техническа помощ в рамките на финансовия инструмент, независимо от избрания вариант по отношение на структурата на фонда, беше обсъдено, че такава възможност не се предвижда.

Индикативен размер на фонда

Във връзка с представената концепция за разпределяне на ресурса, предвиден за ФИ „Фонд Предприемачество“ (104,44 млн. евро), на два или три фонда в зависимост от инвестиционната им стратегия по отношение на етапа на развитие на компаниите, в които ще се инвестира, бяха споделени разнопосочни мнения относно целевия размер на всеки от структурираните инструменти. В обобщение, може да се посочи, че участниците се обединиха около мнението, че ФИ с по-малко от 30 млн. евро под управление не би могъл да бъде конкурентен на пазара, най-вече по отношение на таксата за управление, необходима за покриване на разходите на Фонда за целия период на неговия живот.

Като оптимален размер на фонда за инвестиции в предприятия на етап растеж беше посочен интервал между 40 и 50 млн. евро, като следва да се вземе предвид броят и размерът на индивидуалните инвестиции, които ще бъдат извършени. По отношение на фонда за ранна фаза се откри мнението, че размерът му не следва да надхвърля 15-20 млн. евро, като в случай че бъде структуриран и отделен фонд-акселератор, то средствата, заделени за него, следва да бъдат между 5 и 15 млн. евро.

Териториален обхват на инвестициите

Реализираните към момента дялови и квази-дялови финансови инструменти предоставят широк обхват на подкрепата, фокусирана върху предприемаческата екосистема, което е предпоставка за изпълнение на една от основните цели на финансирането с публични средства, а именно подобряване на достъпа до финансиране на участниците на пазара. Научените уроци, подкрепени от реалните данни за икономиката в България, както и изпълнението на ФИ по ОПИК 2014-2020, показват необходимост от постигането на балансирано и фокусирано териториално разпределение на подкрепата, засилване на политиките, базирани на местни специфики, които да съответстват на местните нужди и специфичните потенциали на всяка територия, като с тази цел през периода 2021-2027 по ПКИП се въвежда подобна стратегическа насоченост. Подходът, използван досега, за определяне на финансирането от ЕС въз основа на секторните приоритети и за разделянето на градските и селските райони доведе до нездравословна конкуренция между общините и до задълбочаване на регионалните дисбаланси.

В тази връзка с програмата се въвежда изискване средствата от ЕФРР (85% от целия размер на ФИ), предвидени за ФИ по Специфична цел (iii) на Приоритет 1 „Иновации и растеж“, да бъдат разпределени за инвестиции, както следва: 50% за региони в преход и 50% за по-слабо развити региони. Това означава, че близо половината от средствата по финансовия инструмент следва да бъдат инвестирани извън Югозападния регион (NUTS-2¹) (ЮЗР), който е единственият регион в България, който попада в категорията „региони в преход“, съответно в останалите региони от NUTS-2 (Северозападен регион (СЗР), Северен Централен регион (СЦР), Североизточен регион (СИР), Южен Централен регион (ЮЦР) и Югоизточен регион (ЮИР)).

Всички участници изразиха мнение, че въвеждането на териториална насоченост на инвестициите би повлияло ограничаващо върху органичния растеж на предприемаческата

¹ Регламент (ЕО) № 1059/2003 на Европейския парламент и на Съвета от 26 май 2003 година за установяване на обща класификация на териториалните единици за статистически цели (NUTS) <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=celex:32003R1059>

екосистема, но бяха споменати и значителните ползи, които това би имало върху по-слабо развитите региони в страната.

По отношение на изпълнението на финансовия инструмент ограничението на инвестициите в Югозападния регион би създавало известни затруднения, като участниците бяха разделени в мненията си относно потенциала за намиране на качествен портфейл от жизнеспособни компании в по-слабо развитите региони. Според участниците с инвестиционен опит в по-напредналите етапи от развитие на компаниите извън Югозападния регион има голям брой компании в по-традиционни сектори, с по-голяма интензивност по отношение на материалните активи, докато компании, създаващи продукти и услуги с технологична насоченост, както и такива, основани на знанието, с висок иновативен потенциал са концентрирани в ЮЗР и по-специално в и около столицата.

Други участници акцентираха върху съществуването на регионални организации, които работят за развитието на предприемаческата активност на локално ниво и в тази връзка следва да бъде направено проучване, което да спомогне за определянето на най-правилния сегмент от инвестиции, като такава насочена подкрепа ще бъде по-устойчива и благоприятстваща развитието на икономическата активност в регионите.

Няколко участници споделят идеята за създаването на фонд-акселератор с конкретна регионална насоченост за инвестиции извън ЮЗР, като по този начин ще се даде възможност за създаване на малки регионални предприемачески екосистеми от една страна и от друга страна ще позволи на останалите фондове, структурирани под ФИ „Фонд Предприемачество“, да инвестират в по-качествен портфейл при по-малка тежест на ограничението за териториалното разпределение на ресурса.

От гледна точка на начина на прилагане на изискването за реализиране на средствата по програмата беше посочено, че въвеждането като единствено изискване компаниите, в които се инвестира, да бъдат регистрирани в конкретен регион, е възможно да бъде прилагано само формално, което би довело до практическо неизпълнение на целите на Програмата. Като най-целесъобразен беше обсъден подходът със средствата от инвестициите компаниите да бъдат стимулирани да развият/разширят икономическата си активност извън ЮЗР, като проследяването на изпълнението на изискването да не бъде към датата на инвестицията, а на по-късен етап на базата на предварително заложили индикатори за изпълнение. Като алтернативен вариант за реализиране на ресурса в по-слабо развити региони от страната беше обсъдена възможността за създаване на корпоративни партньорства с развити компании, които имат икономически интерес да инвестират в развитието на бизнеса и най-вече сектора и региона, в който развиват основната си дейност.

Набиране на частен капитал

Поради лимитирания географски обхват и спецификите на местния пазар, както и икономическата ситуация вследствие на Covid-19 и войната в Украйна, участниците в пазарния тест смятат, че определено се наблюдава намален рисков апетит на инвеститорите, последван от отлив на частния капитал за дялови и квази-дялови инвестиции. Отчита се, че набирането на частни инвестиции, особено на нивото на фонда, ще бъде трудно, но все пак има потенциал за привличане на частно финансиране от инвеститори в България и чужбина. Такива на българския пазар са основно стратегически инвеститори, както и физически лица със значим размер собствени средства, т.н. High net worth individuals, но и все повече

чуждестранни фондове, които търсят регионална диверсификация, имат интерес за ко-инвестиции в успешни български компании.

Фактор, който според участниците, би могъл да повлияе върху привличането на частен капитал на нивото на фонд, при който основният инвеститор предоставя публичен ресурс, е и политическата нестабилност в България. В допълнение, репутацията на екипа на фонд мениджъра също е от голямо значение за възможностите за набиране на частен капитал във фонда.

Всички участници са обединени около мнението, че набирането на частни средства в ко-инвестиционна схема ще бъде по-лесно постижимо, въпреки че това би имало негативно отражение върху таксата за управление, която фонд мениджърът получава за изпълнение на ФИ. В тази връзка беше обсъдено, че в оценката на участниците в обществената поръчка за възлагане на управлението на финансовия инструмент следва да бъде взет предвид и награден с допълнителни точки ангажиментът за набиране на необходимия частен капитал на нивото на фонда, но от друга страна беше изтъкнато, че подобен ангажимент може да се окаже непостижим при изпълнението на инструмента.

Възможността за набирането на частен капитал зависи от редица фактори, сред които и размерът на фонда, както и етапът на развитие на компаниите, които се финансират, в зависимост от инвестиционната стратегия. В тази връзка част от участниците посочиха, че за фонд за инвестиции в компании в по-зряла фаза е по-постижимо набирането на частен капитал за всяка отделна инвестиция, както и че от голямо значение са и режимите на държавна помощ, които ще има възможност да бъдат прилагани.

Като най-целесъобразен за повечето участници беше оценен подходът за комбинирано набиране на частен капитал, при който се предоставя възможност за привличане на необходимите частни средства, както на нивото на фонда, така и на нивото на всяка отделна инвестиция.

Брой и размер на затварянията на фонда

С оглед предоставяне на по-добра възможност за набирането на частен капитал на нивото на фонда, което се оценява като икономически по-благоприятният вариант, беше обсъдена възможността за повече от едно затваряния, която беше предоставена и при структурирането на ФИ по ОПИК. Част от участниците считат, че е целесъобразно да се постави минимален размер за привлечен частен ресурс във фонда (около 5%), както и възможност за последващи затваряния в срок от 18-24 месеца след първото затваряне.

По отношение на възможността за затваряне на по-малък размер от общия ресурс, предвиден за фонда, с цел по-лесно набиране на частни средства при създаването му, участниците се изказаха негативно, като беше посочено, че това е нецелесъобразно от гледна точка на по-малката база за изчисление на таксата за управление, която би получил фонд мениджърът.

Режим на държавни помощи и Механизъм за разпределение на риска между инвеститорите

Предвид, очакванията на участниците за трудности при набирането на частен ресурс за инвестициите в ранна фаза режимът на минимална помощ (de minimis) бе посочен като добър вариант, като инвестициите под него не изискват допълнителни частни средства извън участието на фонд мениджъра. Участниците потвърдиха и приложимостта на режима на не-помощ (т.е. с привличане на 30% частни средства на pari-passu) за по-големите от 275 хил. евро инвестиции или съответния приложим праг по Регламент 1407/2013 г., като част от тях

акцентираща, че е важно да бъде предоставена възможност за набирането на частния ресурс за всяка отделна сделка.

Беше обсъдена и възможността за предоставяне на финансово предимство на крайните получатели чрез прилагане на форми на държавна помощ съгласно изискванията Общия регламент за групово освобождаване (ОРГО)², и по специално чл. 21 „Помощи за рисково финансиране“, където в зависимост от степента на развитие на финансираното предприятие се изисква набиране на частен капитал между 10% и 60%, както и чл. 22 „Помощи за стартиращи предприятия“, където не се изисква привличането на допълнителен частен капитал извън участието на фонд мениджъра, като и за двата режима следва да бъдат изпълнени специфичните изисквания, заложиени за тях в условията на ОРГО.

Прилагането на помощи, чрез дялови и квази-дялови инвестиции съгласно ОРГО, освен допълнителни изисквания относно допустимостта на инвестициите и крайните получатели, въвежда и възможността за асиметрично разпределение на приходите и риска, което беше обсъдено с участниците в пазарните консултации. Всички са на мнение, че това е добра възможност в условията на затруднено привличане на частни средства, в случай че административната тежест за прилагане на тези форми на държавни помощи не е значително по-голяма. Също така изтъкнаха, че това би направило и финансовия инструмент по атрактивен, което от своя страна да привлече по-качествен и успешен мениджърски екип за управлението му.

Брой и размер на индивидуалните инвестиции (Tickets)

Предвид политиките на ОПИК, а сега и на ПКИП, успехът на финансовия инструмент и постигането на инвестиционните му цели ще се измерва с броя на подкрепените компании и привлечения частен ресурс. Опитът и научените уроци при прилагането дяловите и квази-дяловите ФИ по ОПИК, които и към момента са на пазара с инвестиционен период до 2023 г., показаха че бързо променящата се икономическа и инвестиционна среда налага по-високи нива на размера на индивидуалните инвестиции.

Във връзка с това ФМФИБ представи на участниците в пазарните консултации концепция за средния размер на инвестициите в етапите на развитие, които следва да бъдат подкрепяни с ФИ, както следва:

- Ранен етап (Pre-seed/Seed) – 150 хил. евро;
- Начален етап (Seed/Start-up) – 1 млн. евро;
- Рисков капитал (VC) – 2.5 млн. евро;
- Растеж (Growth) – 4.5 млн. евро.

По-голяма част от участниците посочиха, че тези предложени нива за среден размер са подходящи за конкретния етап на развитие и условията на пазарната среда, като имаше и мнения, че в най-ранната фаза той е относително висок. От друга страна беше изтъкнат по-високият размер на инвестициите в други страни в Европа и в САЩ, а и в региона, в сравнение с максималния допустим за инвестиции от фондовете по ОПИК. Като основен извод беше посочено, че за да са конкурентни българските фондове на тези в Европа и региона, размерът на инвестициите, които предоставят, следва да отговаря на европейските нива. Също така,

² Регламент (ЕС) № 651/2014 на Комисията от 17 юни 2014 година за обявяване на някои категории помощи за съвместими с вътрешния пазар в приложение на членове 107 и 108 от Договора (OJ L 187, 26.6.2014, p. 1)

беше посочено, че в момента на пазара има търсене за по-големи размери на инвестициите, което от своя страна е в синхрон с отлива на частен капитал на глобално ниво.

В допълнение, необходимостта от стратегическа подкрепа, която фондовете за дялово и квази-дялово финансиране и по-специално фонд мениджърите указват на крайните получатели, изисква влагането на допълнителни ресурси от страна на управляващия екип, което означава, че броят на компаниите в портфейла следва да е балансиран. В тази връзка размерът на индивидуалната инвестиция в един краен получател, в етап на растеж, е оценен като уместен с оглед пазарната среда и нуждите на предприятията в България, както и при размер на фонда от около 45-50 млн. евро, като това предполага и портфейл от най-много 8-10 компании за тази фаза на развитие.

Някои от участниците посочиха, че средният размер на инвестицията в начален етап на развитие следва да бъде по-висок (около 1,3 млн. евро), като мненията в тази посока се разминаваха.

Не на последно място, беше коментирана и възможността за заделяне на ресурс за последващи инвестиции за допълнителна подкрепа в зависимост от спецификата и развитието на компанията или продукта. От страна на ФМФИБ беше разяснено, че съгласно действащият Регламент за общоприложимите разпоредби (РОПР)³ не се предоставя възможност за последващи инвестиции след инвестиционния период на фонда. Това според участниците е ограничаващо, тъй като за да е възможна добра синергия между инвестициите на фондът за по-късните етап на развитие, който да финансира успешни проекти, подкрепени преди това от фонда за ранен и начален етап, е необходимо повече време за развитие на проектите от предвидените максимум 5 години за размер на инвестиционния период.

Дял на посредника в капитала на фонда

Относно участието на фонд мениджъра в капитала на Фонда, който е избран да управлява, беше предложена хипотезата за предоставяне на диапазон, включващ минимална и максимална стойност на самоучастие от общия размер на Фонда, която да бъде част от оценката на финансовото предложение на съответния участник в обществената поръчка. Фонд мениджърът следва да поеме финансов ангажимент в размер на не по-малко от 1 % и не повече от 7 % от общия ангажиран ресурс във Фонда, което според участниците е по-ниско от пазарните нива, но същевременно атрактивно и постижимо ниво предвид публичния характер на ресурса и ограниченията за влагането му.

Участниците коментираха като добър подхода за използването на диапазон, вместо прилагането само на долна граница, като посочиха, 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 възможността за изпълнение на целите на Програмата.

Такса за управление

От страна на ФМФИБ беше представена концепцията относно таксата за управление, която фонд мениджърът ще получи като възнаграждение за изпълнението на финансовия

³ Регламент (ЕС) 2021/1060: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32021R1060>.

инструмент, която се базира изцяло на постигнатите резултати и за целия живот на Фонда ще се оформи като процент от инвестираните средства в крайни получатели. Максимално допустимият размер такса за управление се определя в споразумението за финансиране и отразява резултата от проведената тръжна процедура за избор на финансов посредник, като същият е обект на оценка в нея като финансов показател, заедно с минималното участие на фонд мениджъра в капитала на Фонда и друг/и финансови критерии по преценка на ФМФИБ.

В допълнение, ФМФИБ ще прецени относно необходимостта от въвеждането на таван на максималния размер на допустимата такса за управление (съгласно разпоредбите на чл. 68 (4) от РОПР таксата за управление не може да надвишава 15% за срока на Фонда).

Всички участници с инвестиционен опит посочиха, че максималното предвидено ниво на такса за управление е ниско в сравнение с пазарните приложимите такива от около 20%. В допълнение, според тях, предвидяното изчисление на база на инвестирания капитал, за разлика от прилаганото към момента по ФИ с ресурс по ОПИК на база общият ангажиран капитал във фонда, би повлияло негативно устойчивостта на таксата за управление. В тази връзка, тя трудно би осигурила финансова автономност на финансовия посредник, съответно възможността да покрива с тези средства всички оперативни разходи, особено в началните етапи на подготовка за учредяване на Фонда и преди същинското стартиране на инвестиционния процес.

Във връзка с горното беше направено предложение да бъде предвиден механизъм за авансиране на таксата със структура на плащане на годишна база, като беше коментирана възможността за такса за управление с ниво от около 2% годишно за първите 24 месеца от живота на фонда, но също така беше обърнато внимание, че при прилагане на такава структура на плащане следва да бъде предвиден механизъм за изравняване след проследяване на изпълнението. От друга страна, участниците с инвестиционен опит изтъкнаха, че ако не бъде предвидена някаква форма на авансова структура на таксата за управление за покриване на разходите на фонда до стартирането и в началото на инвестиционния процес, това може да послужи като негативен стимул за фонд мениджърите да направят бързи инвестиции в некачествени компании, което да повлияе негативно върху представянето на целия портфейл на по-късен етап.

Въпреки че по ФИ „Фонд предприемачество“ не се предвижда предоставянето на техническа помощ за управление и използването на външни услуги (юридически услуги, верификация, проверка на обстоятелствата и т.н.), от страна на някои участници беше посочено, че такава все пак би била доста полезна, особено при структурирането на фондове в чужди юрисдикции (Люксембург, Нидерландия и др.), като бяха дадени за сравнение дялови и квази-дялови ФИ със средства от ЕИФ, при които е предвидено предоставянето на подобна възможност.

Минимална норма на възвръщаемост

Нивото на Минималната норма на възвръщаемост (hurdle rate) е един от елементите, част от оценката на финансовото предложение на участниците в обществените поръчки, проведени за избор на финансови посредници за управлението на фондове за дялово и квази-дялово финансиране със средства по ОПИК.

В тази връзка и с оглед определяне на правилните стимули беше разгледана концепцията, при която от страна на ФМФИБ е определен диапазон на минималната норма на възвръщаемост, която следва да бъде постигната от фонд мениджъра за управлявания портфейл, в рамките на 0% до 7% годишно в зависимост от насочеността на Фонда по отношение на етапа на развитие на подкрепените компании.

Участниците посочиха, че пазарните нива на минималната норма на възвращаемост към момента са по-високи (около и над 8%). По-голяма част от запитаните, са на мнение, че предложеното ниво на минималната норма на възвръщаемост е разумно и е съобразено със спецификата на инструмента. Според част от участниците потенциален проблем, които би могъл да произлезе от ниско ниво на минималната норма на възвръщаемост (под пазарните), е случай, в който фонд мениджърът излиза от инвестицията веднага, когато се достигне до заложения hurdle rate, без оглед на развитието на компанията, което често води до загуба на потенциално печеливши инвестиции. Въпреки това, голяма част са на мнение, че минималната норма на възвращаемост следва е с по-ниски нива, поради високия рисков профил на инвестициите.

Каскада за разпределение на приходите

По-важните аспекти от дискусиите по каскадата за разпределение на приходите, включително сравнения на асиметричния модел спрямо правилото pari passu за фонд мениджъра бяха обсъдени с участниците при представяне на предвидените режими на държавни помощи.

Структурата на отсрочено възнаграждение (carried interest), 80 % за инвеститорите и 20 % за фонд мениджъра, се разглежда като най-приложима на пазара. Участниците смятат за най-добър подход, carried interest да се разпределя за всяка успешна сделка, като по този начин ще се ускори значително възвръщаемостта на инвестициите.

Позитивно беше посрещната и обсъдената идея за каскада за разпределение на приходите от всяка инвестиция (deal-by-deal), като според някои участници тя би дала възможност за добро съгласуване на интересите на всички страни, с оглед на високо-рисковия профил на инвестициите, особено тези в предприятия в най-ранен и начален етап на развитие. В допълнение, deal-by-deal каскада би била основа за по-лесно привличане на частен ресурс на нивото на финансовия инструмент, но съществува риск да не бъде достигната минималната норма на възвръщаемост (hurdle rate) за портфейла.

Срок на фонда и индикативен график за инвестиране

Участниците в пазарните консултации споделиха положително мнение относно срок на фонда от десет години с възможност за удължаване до максимум две години. Въпреки че според част от тях инвестициите в компании с по-голяма технологична насоченост и в определени сектори (компании, които развиват deep tech технологии, например) изискват по-търпелив капитал за развитие и ще отнемат повече време за реализация, предвижданият срок на фонда беше оценен като подходящ.

Беше обсъдена и дължината на инвестиционния период, като повечето участници посочиха, че при учредяване на фонда и стартиране на инвестиционния процес през последното тримесечие или края на 2024 г., до края на инвестиционния период (31.12.2029 г.) има достатъчно време за реализиране на инвестиционната стратегия.

Седалище, правен статут и форма на Фонд мениджъра

Екипът на ФМФИБ не получи ясна индикация за предпочитана юрисдикция за регистрация на фонда, но изглежда, че неувереността относно учредяването на АИФ в България е преодоляна. КФН, като институция, която регулира тяхната дейност, вече е придобила значителен опит, като се вземе предвид, че петте АИФ с участието на ФМФИБ като основен инвеститор са учредени в България в периода от 2018 до 2021 г. Основен фактор при вземането на решението за юрисдикция на почти всички интервюирани инвестиционни професионалисти ще бъдат разходите на учредяване и администриране на фонда, т.е.

очакванията са България е по-скоро по-изгодна юрисдикция в сравнение с Нидерландия или Люксембург, например. Беше обърнато внимание, че следва да се вземе предвид и опита по отношение на съдебна практика в сектора на рисковото финансиране като потенциален фактор, който да окаже влияние при избора на юрисдикция за учредяване на АИФ.

Инвестиционен екип и опит

При прегледа на възможностите за сформирание на екип за управление на финансовия инструмент беше обсъдена и концепцията за участие на инвестиционен посредник (т.е. юридическо лице) с опит при управлението на активи като Ключово лице в тръжната процедура за избор на финансов посредник. От страна на ФМФИБ до момента са били оценявани единствено физически лица, за които е било възможно изследване на опита чрез предоставяне на доказателства за персоналното участие на конкретното лице в инвестиция или изход, например. В тази връзка беше обсъдено, че подобна възможност би могла да бъде обследвана, но по този начин няма да бъде удовлетворено условието фондът да бъде управляван от фонд мениджър чрез Ключови лица, като те следва да притежават такъв дял от собствеността на финансовия посредник, който да гарантира мнозинство при взимането на решения.

От страна на участниците бяха идентифицирани ключови според тях аспекти по отношение на оценката на потенциалните фонд мениджъри, както следва:

- Експертиза за дялови и квази-дялови инвестиции;
- Опит в съответния сегмент за инвестиции (начален етап/етап на растеж);
- Предприемачески опит;
- Успешни изходи от инвестиции;
- Оценка на възможността/способността за мобилизиране на инвестиции от независими частни инвеститори;

Обобщение

В периода 21 март до 12 април 2023 г. ФМФИБ проведе индивидуални срещи с 20 местни и чуждестранни организации, както и физически лица с частен интерес, с цел да се допита до пазара по отношение на оптималното структуриране на ФИ „Фонд Предприемачество“. Една от основните цели на инструмента е да осигури приемственост с вече съществуващите на пазара фондове за дялови и квази-дялови инвестиции с публичен ресурс и затвърждаване на постигнатите резултати по отношение на подобряване на достъпа до финансиране на предприятия във всички етапи от тяхното развитие, което според участниците в пазарните консултации е фактор с голямо значение за развитието и напредъка на предприемаческата екосистема у нас.

Получената обратна връзка и по-специално тази от участниците с инвестиционен опит е консистентна с наблюденията на ФМФИБ за пазарната среда при прилагането на финансовите инструменти за дялови и квази-дялови инвестиции с ресурс по ОПИК за периода 2014-2020. ФМФИБ беше открит като незаменима част от екосистемата и най-вече по отношение на сегмента за инвестиции в най-ранна фаза на развитие на предприятията, който би останал значително недофинансиран при липсата на публични средства, които да бъдат инвестирани в развитието на предприемаческата екосистема. Беше изтъкнато също така, че организацията на ФМФИБ е придобила ценен опит с прилагането на ФИ в условия на

сложна икономическа и политическа обстановка, като прилагането на научените досега уроци би довело до структурирането на финансови инструменти за рисково финансиране, които са близки до пазарната среда и подкрепят конкретни цели, реализирането на които ще донесе значителни ползи за технологичното и икономическо развитие на страната.

Приложение 1: Списък на лицата, участвали в провеждането на пазарните консултации

Приложение 1

Списък с участници:

- **Н.И.** – самонаето лице;
- **К.Д.** – самонето лице;
- **Ендевър България ООД** - ЕИК: 176958985;
- **Ентреа Кепитъл ООД** – ЕИК: 131360588;
- **Емпауър Кепитъл Фонд Кооператив У.А.**, Нидерландия - Рег. № 61073350;
- **Иновейшън Кепитъл АД** – ЕИК: 205457880;
- **Мобайл Инс ООД** – ЕИК: 205899311;
- **Си Финанси Груп ЕООД** – ЕИК: 200437023;
- **МФГ Инвест АД** – ЕИК: 207055357;
- **Витоша Венчър Партньрс ООД** – ЕИК: 205998206;
- **Блек Пийк Кепитъл Партньрс АД** – ЕИК: 203109505;
- **Конкорд Асет Мениджмънт АД** - ЕИК: 131446496
- **Адвокатско дружество "Димитрова и Стайкова"** – ЕИК: 176667645
- **Урбан Импакт Венчърс ЕООД** - ЕИК: 206347419
- **Адвокатско дружество „Василев и Чисусе“** - ЕИК: 177437622
- **7 АРТС ПЛЕЙС ЕООД** – ЕИК: 203813623;
- **Сердика Кепитъл ЕАД** - ЕИК: 206307038;
- **Ню Вижън 3 ООД** – ЕИК: 205417028;
- **Н.М.** – самонаето лице;
- **Новатор ООД** - ЕИК: 175392502;
- **Дизайн Технолоджис ЕООД** – ЕИК: 203206527.