

ВЗАИМОВРЪЗКА МЕЖДУ СЪВРЕМЕННАТА ДЕЙНОСТ НА ФОНДОВЕТЕ ЗА ДЯЛОВИ ИНВЕСТИЦИИ И ПАЗАРА ЗА СЛИВАНИЯ И ПРИДОБИВАНИЯ В ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА И БЪЛГАРИЯ

Николай Димитров¹

УВОД

В съвременния свят на глобализация на международните икономически отношения все по-голямо значение имат процесите на интернационализация на международния бизнес, осъществявани посредством международни сделки по сливания и придобивания. Последните се налагат като един от най-ефективните методи за навлизане на даден пазар и постигане на конкретни стратегически и корпоративни цели. Комплексният характер на международните сделки по сливания и придобивания определя и разнообразието от инструменти, използвани за финансирането им – *дългови, дялови и хрибридни*. От края на 70-те години на XX век все по-голямо значение за финансиране на тези сделки придобива дейността на фондовете за дялови инвестиции.

Фондовете за дялови инвестиции имат многоаспектно участие при сделките по сливания и придобивания – за разлика от всички останали форми на дялово финансиране те осигуряват не само необходимите средства за осъществяване на конкретни транзакции, но предоставят експертен опит и управленски потенциал, необходими за развитието на съответните компании. Именно тази специфика в тяхната дейност определя и значението им в глобален аспект на пазара за сливания и придобивания.

Въпреки че първите форми на компании за дялови инвестиции започват функционирането си в годините след Втората световна война, тяхната роля при финансирането на сделки по сливания и придобивания става значима през последните две десетилетия на XX век и първото десетилетие на XXI век на най-развитите пазари – САЩ и Великобритания. Именно тогава те се обособяват като отделен клас инвестиционни активи, като през този период тяхната дейност се свързва с осъществяването на над една четвърт от сделките по сливания и придобивания на глобално ниво.

В началото на 90-те години започва преходът към пазарна икономика на страните от Централна и Източна Европа (ЦИЕ), както и свързаните с него процеси на приватизация. Това е периодът, в който фондовете за дялови инвестиции започват да оперират в региона. Голяма част от дейността им е свър-

¹ Николай Димитров е доктор по икономика от катедра “МИО и бизнес“ при УНСС; e-mail: dimitrov.n@bdbank.bg

зана с преструктурирането на цели отрасли в тези страни чрез осъществяване на международни сделки по сливания и придобивания и привличане на преки чуждестранни инвестиции (ПЧИ) в частния сектор. Тук отново на преден план излиза създаваната от тях добавена стойност – те не са само инструмент за финансиране, но и начин за трансфер на технологии, експертни знания и добри мениджърски практики. Тези процеси се интензифицират с приемането на страните от региона в ЕС и с достигането на зрялост на банковия сектор и капиталовите пазари във всяка една от тях.

Започналата през втората половина на 2007 г. глобална финансова и икономическа криза оказва силно негативен ефект върху броя и мащаба на осъществяваните международни сделки по сливания и придобивания. Процесите на забавен икономически растеж, намаляло потребителско търсене и доверие от страна на инвеститорите доведе до значителен спад в дейността и на фондовете за дялови инвестиции. Въпреки че в този период те фокусират вниманието си към притежаваните в портфейлите им компании, дори и в кризисните условия те запазват тенденцията да бъдат един от начините за финансиране на международни сделки по сливания и придобивания и се очертават като единствен инструмент с потенциал за значително увеличаване на акционерната стойност на придобиваните компании.

Настоящата студия има за цел да представи динамиката на дейността на фондовете за дялови инвестиции в ЦИЕ и България за периода 2003-2011 г. Защи́тава се тезата, че фондовете за дялови инвестиции са алтернатива за финансиране на международните сделки по сливания и придобивания на глобално ниво. Дейността им в ЦИЕ следва световните тенденции, но с редица регионални специфики. Този инструмент има потенциал да допълни инфраструктурата на финансов пазар в България.

Във връзка с постигането на дефинираната теза авторът поставя следните задачи:

- Да бъде очертана теоретична рамка за анализ на функционирането на компаниите за дялови инвестиции и управляваните от тях фондове;
- Да се изследват аспектите на фондовете за дялови инвестиции като отделен клас инвестиционни активи в ЦИЕ и България;
- Да бъде направено статистическо изследване на тенденциите в дейността на фондовете за дялови инвестиции в България и на статистическата зависимост между осъществените от тях инвестиции, реализираните като стойност сделки по сливания и придобивания, тенденциите в банковото кредитиране и растежа на БВП на страната;
- Да бъдат анализирани получените резултати и изведени съответните изводи;

Основната работна хипотеза е свързана с допускането, че осъществените дялови инвестиции в България са в положителна корелационна зависимост с осъществените като стойност сделки по сливания и придобивания, банковото кредитиране и динамиката на БВП на страната.

Студията е структурирана в три части, увод и заключение. В първата

часть са представени теоретичните основи на изследването; във **втората част** са представени тенденциите в развитието на дейността на фондовете за дялови инвестиции в ЦИЕ и България; в **третата част** е изложена методологията на изследването и получените резултати.

ПЪРВА ЧАСТ

ТЕОРЕТИЧНА ОСНОВА НА ИЗСЛЕДВАНЕТО

Исходната точка на изследването е взаимовръзката между дейността на фондовете за дялови инвестиции и пазара за сливания и придобивания. Анализването на тази зависимост, както и разглеждането на ролята на фондовете като инструмент за финансиране, предполага запознаване със спецификите в начина на дейност на тези т.нар. финансови инвеститори.

Трудно може да бъде дадена унифицирана дефиниция за дялово инвестиране поради съществуващите различия между практиките в различните страни, отделните компании и финансови пазари. Разглеждано **от институционална гледна точка дяловото инвестиране може да бъде дефинирано като предоставяне на непублични компании на капитал и управленска експертиза за средносрочен/дългосрочен период, за да бъде създадена допълнителна стойност за акционерите им, както и да бъдат генерирани значителни капиталови печалби след осъществяване на транзакцията.** Дяловите инвестиции се базират на три основни характеристики:

- Промяна на акционерната структура;
- Предоставяне на експертни знания и нефинансова подкрепа;
- Предварително определен времеви хоризонт на инвестицията.

Въпреки че съществуват различия в дефинициите на отделните пазари, основен момент е създаването на силна връзка в отношенията инвеститор – предприемач. Това е уникална характеристика, която не може да бъде открита при нито една друга форма на финансиране. Тъй като дяловите инвестиции са свързани с придобиване на акционерен капитал, фондовете инвеститори могат да определят както фирмената стратегия, така и оперативното управление на компанията. Това приемане на нов субект в първоначалната *композиция* от акционери създава метаморфоза в процеса на вземане на решения, в стабилността и организационната симетричност на дружеството.

Както беше посочено, управлението на инвестициите от страна на фондовете за дялови инвестиции не е ограничено единствено до предоставяне на финансови средства – нефинансовата подкрепа е свързана с предоставянето на управленско ноу-хау под формата на консултации и ежедневна мениджърска подкрепа на развитието на компанията. За компаниите в начален стадий на своето развитие кооперирането с фондове за дялови инвестиции е от особено значение, тъй като те създават допълнителна стойност с репутацията си, експертизата и мрежата си от контакти в даден сектор. Въпреки че трудно могат да бъдат

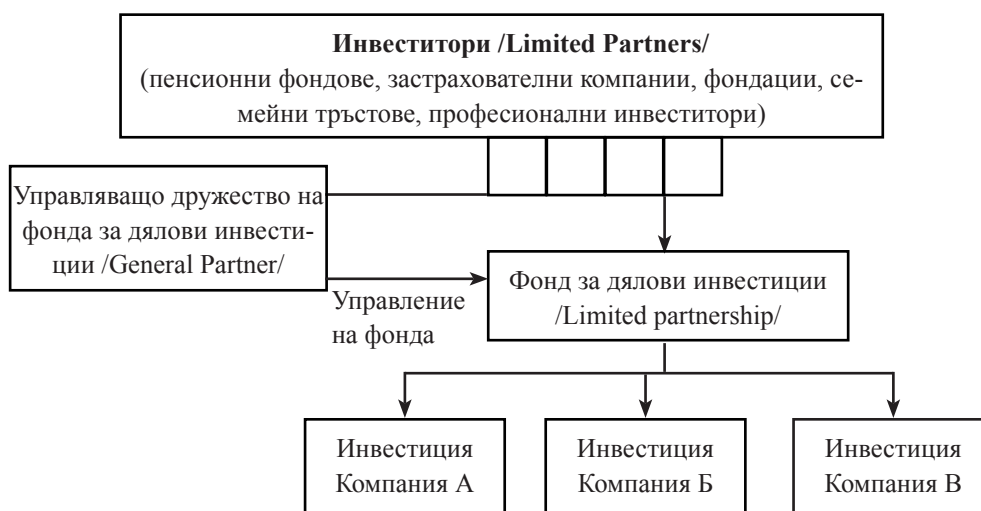
измерени, именно тези нефинансови ресурси обикновено са основната причина за осъществяване на сделката и бъдещия растеж на компанията.

Споразуменията за осъществяване на дялови инвестиции винаги съдържат предварително определен времеви хоризонт на инвестицията. Въпреки че фондовете за дялови инвестиции придобиват акционерен капитал, осъществявайки сделки по сливания и придобивания, и са активни акционери, занимаващи се с текущо управление на компаниите, те не са заинтересувани от трансформиране на временното им участие в дългосрочен ангажимент. **Рано или късно фондовете за дялови инвестиции продават придобития акционерен капитал, отново осъществявайки сделка по сливане/придобиване – това е и основната причина този тип инвестиции да бъдат дефинирани като „финансови“, а не „стратегически“.** Тази тяхна характеристика ги прави особено подходящи за компании, които търсят бързо развитие, управленски умения и финансова подкрепа.

Емпиричните резултати показват, че дяловите инвестиции не могат да бъдат определени като традиционни финансови сделки по две причини: различната система за определяне на стойността на компаниите, обект на придобиване, и рисков профил, който е значително над средните нива. Фондовете за дялови инвестиции осъществяват дейността си в среда, в която липсва достатъчно информация. Повечето трудности при осъществяването на дялови инвестиции са свързани с липсата на информация и различните очаквания на страните в сделките – често фондовете за дялови инвестиции осъществяват дейността си в сектори с голяма концентрация на риск и различна информираност на инвеститорите, предприемачите и финансиращите институции.

Структура на фондовете за дялови инвестиции

На фигура 1 е представена базова структура на фонд за дялови инвестиции

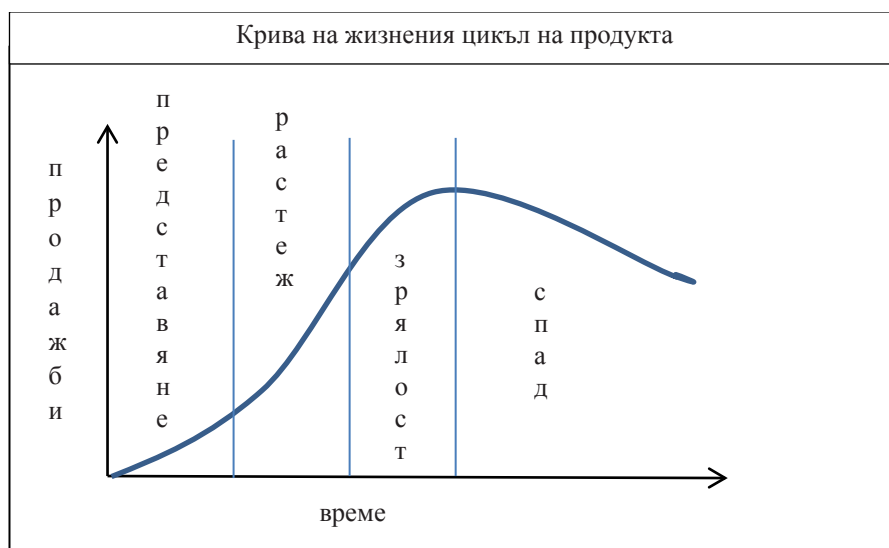


Фиг. 1 Структура на фонд за дялови инвестиции

Обикновено фондовете за дялови инвестиции се създават като дружества с ограничена отговорност, при което се е наложила американската терминология за участниците в структурата им – *Limited partners (LP)* за инвеститорите във фонда, и *General partners (GP)* – за управляващото дружество. Базовата концепция за структурирането им като дружества с ограничена отговорност е идеята, че може да има множество на брой пасивни инвеститори, които предоставят средства за инвестиции и носят ограничена отговорност (Limited partners), но винаги трябва да има поне едно управляващо дружество (General Partner), чиято отговорност не е ограничена и което взема необходимите решения за инвестиране и действия за управление и развитие на бизнеса на притежаваните компании.

Видове инвестиции, осъществявани от фондовете за дялов капитал

Съществуват четири основни вида инвестиции, осъществявани от фондовете за дялови инвестиции и определящи техния фокус от гледна точка на етапа на развитие на придобиваните компании: рисков капитал (venture capital), капитал за растеж (growth capital), капитал за развитие (development capital) и капитал за изкупувания (buyout capital)². На фиг.2 е представен продуктивният жизнен цикъл, който нагледно представя етапите, в които се осъществява всеки от четирите вида инвестиции.



Фиг.2 Крива на жизнения цикъл на продукта

Основен момент при кривата на жизнения цикъл на продукта е, че компаниите генерират все по-големи и стабилни парични потоци, движейки се по кривата на дясно. Когато компанията е в стадия на въвеждане/представяне на съответния пазар, тя няма никакви приходи, тъй като е все още на етап развитие на продукта и изготвяне на програма за неговото предлагане. Във фазата

² Fraser-Sampson, G., Private Equity as an Asset Class, John Wiley&Sons Ltd.Publishing, 2010.

на растежа започват да се генерират парични потоци, но поради значителните разходи за позициониране на продукта те са отрицателни или минимални. През етапа на зрялост компанията е вече печеливша, а във фазата на спад най-слабите конкуренти са напуснали пазара и разходите за развитие и реклама са сравнително ниски.

Следвайки движението на кривата надясно, рискът от неуспех на компанията намалява. Докато не бъде достигната точката на равновесие на паричните потоци, фондовете за дялови инвестиции са изправени пред решението дали да продължат да инвестират средства в портфейлната компания, тъй като след като влезе във фазата на генериране на положителни парични потоци, тя увеличава шансовете си за оцеляване без допълнителна финансова подкрепа.

Рисковият капитал (Venture Capital) е предназначен за фазата на въвеждане на продукта на пазара. Компаниите, подкрепени от рисков капитал, са обикновено в много начален стадий на тяхното развитие, като могат да бъдат дори все още на идеен етап. Основният въпрос пред фондовете за рисков капитал е дали компанията ще оцелее и ще успее да достигне следваща фаза на продуктовия жизнен цикъл.

Капиталът за растеж (Growth Capital) е предназначен за фазата на растеж. Компаниите в този период се характеризират с необходимостта рязко да увеличат продажбите си, като по този начин си гарантират поне запазването на пазарен дял в растящия пазар. Паричните потоци на тези компании са негативни, вследствие на мащабните разходи за развитие и промотиране на продукта, подобно на компаниите, финансирани с рисков капитал.

Капиталът за развитие, както и този за изкупувания, е насочен към фазите на зрялост и спад. Фондовете за развитие обикновено придобиват миноритарен дял в портфейлните компании, докато фондовете за изкупувания търсят мажоритарно участие. Това определя и използването на дълг за финансиране на изкупуванията, докато фондовете за растеж разчитат единствено на дялов капитал.

В таблица 1 са синтезирани основните характеристики на видовете инвестиции, осъществявани от фондовете за дялови инвестиции.

Табл.1 Характеристики на видовете дялови инвестиции

	Фаза на продуктивния жизнен цикъл	Акционерно участие	Приходи
Рисков капитал	Въвеждане	Миноритарно	не
Капитал за растеж	Растеж	Миноритарно	в някои случаи
Капитал за развитие	Зрялост/Спад	Миноритарно	да
Капитал за изкупувания	Зрялост/Спад	Мажоритарно	да

Процес на дялово инвестиране

Осъществяването на дялови инвестиции се определя като процес, състоящ се от три основни етапа:

- Набиране на средства;
- Инвестиране и управление на инвестициите;
- Изход от инвестицията.

Етап на набиране на средства – това е периодът, през който инвеститорите предоставят капитал на фонда за дялови инвестиции³. Набирането на капитал от управляващото дружество за създаване на нов фонд често продължава повече от 18 месеца. Точния времеви период зависи от етапа на бизнес цикъла, характера на предлаганата инвестиционна стратегия и опита на управляващото дружество. Първият етап при процеса на набиране на средства е подготовката от страна на управляващото дружество на инвестиционен план за новия фонд за дялови инвестиции – къде могат да бъдат направени най-доходоносните инвестиции, колко от тях би могъл да реализира новият фонд и колко средства биха били нужни за осъществяването им. Управляващото дружество изготвя меморандум за частно пласиране, който представлява маркетинговия документ, на базата на който ще бъде направена инвестиция във фонда.

На основата на информацията в този документ и на обществен правен и финансов анализ инвеститорите вземат решение дали и колко ще инвестират в новия фонд. Последната фаза е изготвянето на споразумението между инвеститорите (LP) и управляващото дружество (GP), което представлява основният договорен документ и се подписва отделно от всеки инвеститор.

Обикновено при набирането на средства за фондовете има редица етапи на т.нар. „затваряне“ (closings), при които инвеститорите заявяват своите вложения във фонда. При финалното „затваряне“ се приемат последните инвеститори и фондът се затваря за нов капитал. Инвеститорите (LP) не е необходимо да предоставят веднага средствата на фонда – те имат ангажимент да го направят, когато управляващото дружество започне да прави инвестиции.

Етап на инвестиране и управление на инвестициите – през този етап упра-

³ Talmor, E., F. Vasvari, *International Private Equity*, John Wiley & Sons Ltd. Publishing, 2011.

вляващото дружество селектира, оценява и осъществява инвестиции, съобразно инвестиционната стратегия на фонда за дялови инвестиции. Това е първата пресечна точка между дейността на фондовете за дялови инвестиции и пазара на сливания и придобивания. Тук се проявява и тяхната основна роля като инструмент за дялово финансиране на подобни сделки. Периодът на инвестиране обикновено продължава между три и пет години от финалното „затваряне“ на фонда, като управляващото дружество осъществява инвестиции, придобивайки акционерен дял в редица компании (т.нар. портфейлни компании).

Когато управляващото дружество идентифицира определена инвестиционна възможност, то изисква необходимия капитал (committed capital) от инвеститорите (LP) до размера на техния ангажимент (commitment) – това е т.нар. процес на усвояване на средства (capital drawdowns)⁴. Инвеститорите споделят рисковете и възвръщаемостта на направените инвестиции, но не вземат пряко участие в инвестиционните решения и последващото управление на портфейлните компании. В края на периода за инвестиране управляващото дружество не може да усвоява повече средства за нови инвестиции – неговата цел и да увеличи стойността на компаниите, в които вече има акционерно участие.

Етап на изход от инвестициите – това е периодът, през който управляващото дружество излиза от инвестициите си, като продава акционерния си дял в управляваните портфейлни компании и разпределя получените средства (след приспадането на такси и комисиони). Този етап е втората пресечна точка между дейността на фондовете за дялови инвестиции и пазара за сливания и придобивания, тъй като за по-голяма част от тях изходът от инвестицията е свързан с продажба на компанията. За управляващото дружество това е етап от изключителна важност, който изисква преценка на два фундаментални аспекта: определяне на начина и точното време за изход. Обикновено излизането от инвестициите се осъществява по един от следните начини: продажба на финансов инвеститор (друга компания за дялови инвестиции), продажба на стратегически инвеститор или осъществяване на първично публично предлагане на фондовата борса.

Направеният преглед на начина на функциониране на фондовете за дялови инвестиции е с цел да се представи неразривната им връзка с пазара за сливания и придобивания. Както в момента на инвестиране, така и при изход от направената инвестиция фондовете участват в сделки по сливания и придобивания – в първия случай като купувачи и осигуряващи дялово финансиране, а във втория като продавачи на портфейлните компании.

⁴ Caselli, S., Private Equity and Venture Capital in Europe, Elsevier, 2010.

ВТОРА ЧАСТ
РАЗВИТИЕ НА ДЕЙНОСТТА НА ФОНДОВЕТЕ
ЗА ДЯЛОВИ ИНВЕСТИЦИИ НА ПАЗАРА
НА СЛИВАНИЯ И ПРИДОБИВАНИЯ В ЦИЕ И БЪЛГАРИЯ

Развитие на дяловите инвестиции в ЦИЕ

Секторът на дяловите инвестиции има много по-кратка история в региона на Централна и Източна Европа (ЦИЕ) в сравнение със Западна Европа. Кредитите, необходими за осъществяването на мащабни сделки от компаниите за дялови инвестиции, стават налични в периода след 2003 г., което определя и по-малкия размер на направените дялови инвестиции като процент от БВП. Финансовите инвеститори, развиващи дейност в региона, започват да усвояват кредити за осъществяване на придобивания и да се фокусират върху сделки и компании, чието придобиване е било невъзможно през 90-те години на двадесети век. Завършването на процеса по присъединяване на редица страни към ЕС значително намали рисковия профил за инвеститорите и кредитиращите финансови институции.

Въпреки тази положителна тенденция все още има значителен потенциал за развитие на дяловите инвестиции в ЦИЕ. Осъществените сделки от компании за дялови инвестиции са едва 0.054% от БВП в региона през 2002 г., докато в ЕС това съотношение е пет пъти по високо – 0.277%. През 2007 г. обемът на дяловите инвестиции в региона нараства до 0.325% от БВП, а в ЕС до 0.571%. Въпреки мащабната експанзия разликата остава значителна. През 2008 г. съотношението за ЦИЕ е 0.209%, наполовина по-ниско от това за ЕС – 0.404%.

Табл.2 Дялови инвестиции като процент от БВП в ЦИЕ за периода 2002-2008 година

Дялови инвестиции като процент от БВП в ЦИЕ за периода 2002-2008 г.:							
Държава/година:	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Босна и Херцеговина	N/A	N/A	N/A	0.123	0.055	0.007	0.034
България	0.016	0.101	1.11	0	0.143	1.923	0.265
Хърватия	0.014	0.011	0.015	0.002	0.035	0.046	0.213
Чехия	0.037	0.052	0.019	0.112	0.315	0.133	0.297
Естония	0.01	0.022	0.004	0.12	0.031	0.332	0.088
Унгария	0.11	0.154	0.15	0.167	0.883	0.478	0.423
Латвия	0.011	0.031	0.12	0.068	0	0.793	0.274
Литва	0.008	0.036	0.007	0.07	0.076	0.567	N/A
Полша	0.069	0.098	0.069	0.045	0.118	0.222	0.165
Румъния	0.037	0.159	0.055	0.088	0.115	0.392	0.198
Сърбия и Черна гора	N/A	N/A	N/A	0.3	0.15	0.548	N/A
Словакия	0.018	0.016	0.021	0.052	0.045	0.043	0.46

Словения	0.007	0.015	0	0.007	0.13	0.139	0.01
Общо ЦИЕ	0.054	0.088	0.096	0.073	0.218	0.325	0.209
Общо ЕС	0.277	0.284	0.321	0.569	0.552	0.571	0.404

Източник: PEREP_Analytics 2007/2008, EVCA/Thompson Reuters/
PricewaterhouseCoopers

Анализирайки информацията от таблица 2, може да бъде направено допускане, че на все още развиващия се пазар в региона единична мащабна сделка би могла да окаже значителен ефект върху годишния обем на направените дялови инвестиции. Такъв е случаят с придобиването на БТК АД от Адвент Интернешънъл през 2004 г. и последващата вторична продажба на компанията на Ей Ай Джи Келитъл Партнърс през 2007 г., които изкачват България до водещо място по направени дялови инвестиции за двете години. По подобен начин Унгария заема четвърто място през 2006 г. с придобиването на BorsodChem Zrt. от една от най-големите компании за дялови инвестиции на глобално ниво – Premira⁵.

Няколко са направените изследвания, които анализират развитието на дяловите инвестиции в страните в преход от ЦИЕ от началото на 90-те години на двадесети век. Тези изследвания разглеждат ролята на компаниите за дялово инвестиране предимно като участници в процесите на приватизация на държавни компании⁶. Въпреки че авторите на тези изследвания намират прилики в инвестиционните практики в региона с тези на глобално ниво, повисоките нива на риск на страните в преход оказват значително влияние върху структурирането на финансирането и фазата на мониторинг на инвестициите. Според повечето автори основната пречка пред регионалните инвестиции е липсата на квалифициран и опитен мениджмънт във финансираните компании. Изводите в тези анализи са, че повечето неуспешни сделки са резултат от проблеми с управленските екипи.

Европейската банка за възстановяване и развитие прави изследване на развитието на пазара за дялови инвестиции в региона през 2006 г. от гледна точка на дяловите инвеститори⁷, което показва, че развитието на сектора може да бъде разделено на четири етапа. Първият обхваща времето от започване на прехода до средата на 90-те години на двадесети век. През този период заедно с глобални фондове, инвестиращи държавни средства, на пазара участват и национални фондове за дялови инвестиции. Типичният размер на тези фондове е до 50 млн. USD, тъй като управляващите дружества все още нямат достатъчно опит в региона. Дейността им е концентрирана върху

⁵ Karsai, J., Private Equity in CEE. The Development of Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe, 2010, pp. 5.

⁶ Karsai, J., M. Wright, Accountability, Governance and Finance in Hungarian Buy-outs, Europe-Asia Studies, 1994.

⁷ EBRD (2006), Private Equity, Transition Report 2006, Finance in transition, EBRD, 2006, pp. 70-80.

извършването на приватизационни сделки, като осъществяват реструктуриране на редица сектори на икономиката.

Вторият етап завършва в края на 90-те години и се характеризира с мащабна дейност от страна на регионални компании за дялови инвестиции. Средният размер на фондовете нараства до 100-200 млн. USD и започва консолидация на пазара за дялови инвестиции. Сделките по дялово финансиране с рисков капитал стават възможни.

Третият етап от развитието на пазара приключва през 2001 г. с кризата на технологичните компании. Той се характеризира с бърза експанзия, доминация на регионалните фондове и фокус върху финансирането на технологични компании. Основните сектори, обект на дялови инвестиции през периода, са информационните технологии и медиите.

Четвъртият етап обхваща периода от 2001 г. до 2006 г. и се характеризира с консолидация и достигане на зрялост на пазара за дялови инвестиции в ЦИЕ. През този период остават да осъществяват дейност само най-успешните управляващи дружества. Започва осъществяването на мащабни дългови изкупувания в резултат на кредитната експанзия на местните финансови институции.

Глобалната финансова и икономическа криза, започнала през втората половина на 2007 г., измества фокуса на фондовете за дялови инвестиции към по-голяма диверсификация на техните портфейли. Поради забавянето в ръста на БВП и натиска от регулаторните органи редица глобални дялови инвеститори насочват вниманието си към нови пазари. Част от тях се фокусират върху страните от ЦИЕ, които след присъединяването си към ЕС са с по-добър рисков профил, реализират по-високи темпове на икономически растеж и остават незасегнати от ефектите на кризата в краткосрочен план. До средата на 2008 г. са създадени два регионални фонда с капитал над 1 млрд. EUR, които се конкурират с други глобални и паневропейски дялови инвеститори. През юни 2008 г. изготвеният от консултантската компания Делойт Централ Юрп индекс – Central European Private Equity Confidence Index показва рязка промяна в отношението на инвеститорите към региона⁸. Следвайки влошаващата се ситуация на глобалния пазар за дялови инвестиции, проучването показва значителен спад в увереността на експертите на пазарите в ЦИЕ. Индексът, който се изготвя два пъти годишно от 2003 г., след като достига върховата си точка през първото полугодие на 2007 г. със 146 пункта, през октомври 2008 г. намалява до безпрецедентните 102 пункта. Тези показатели определят и края на двегодишен период, характеризирани с високи нива на инвеститорско доверие. Между 2008 г. и 2012 г. пазарът за дялови инвестиции в ЦИЕ практически замръзва. Финансовите институции прекратяват финансирането на придобивания, а дяловите инвеститори се концентрират върху управлението на портфейлните си компании, които започват да изпитват негативните ефекти на глобалната финансова и икономическа криза и последвалите дългови проблеми на страните от ЕПС.

⁸ Deloitte (2008/A), Central European Private Equity Confidence Survey, June 2008, Deloitte Central Europe.

Размер и вид на дяловите инвестиции, осъществени в региона на ЦИЕ

Според проучване на Flash Barometer, публикувано в ЕС през 2006 г., финансирането с рисков капитал на малки и средни компании практически не съществува в новите страни – членки на ЕС от региона на ЦИЕ⁹. Средно едва един процент от компаниите, участвали в изследването, са търсили източници на рисково финансиране и само два процента от тези компании са заявили желание да потърсят такъв подобен източник на дялово финансиране.

През 2006 г. Фондовете, участвали в мащабни придобивания, се увеличават три пъти в сравнение с предходната година, като размерът на дяловите инвестиции в региона достига рекордните 1.7 млрд. EUR. Ниските нива на дялови инвестиции през предходните години показват значителен растеж в почти всички страни и особено в Полша, Унгария и Чехия или страните, които участват в първата вълна на присъединяване към ЕС (Табл. 3).

Табл. 3 Годишен размер на дялови инвестиции в ЦИЕ за периода 2002-2008 година

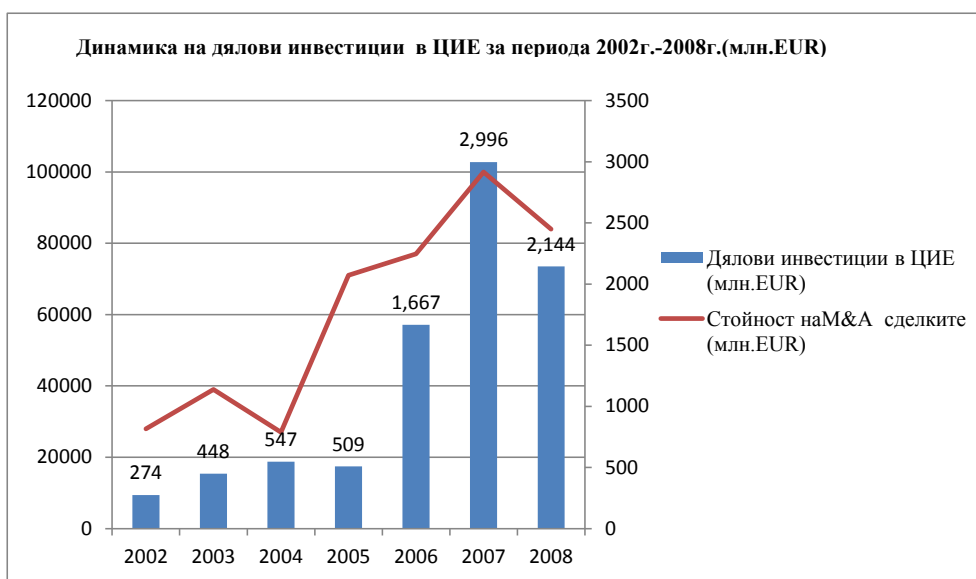
Годишен размер на дялови инвестиции в ЦИЕ за периода 2002-2008 г. (млн. EUR)							
Държава/година:	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Босна и Херцеговина	0	0	0	10	5.3	0.8	4.2
България	2.7	18	216	0	35.8	555.7	90.5
Хърватска	3.3	2.8	4	0.8	12	17.2	100.9
Чехия	27.4	39.4	16.1	109	354.2	170.3	441.4
Естония	0.7	1.7	0.4	12.7	4	51.7	14
Унгария	75.7	110.8	121.6	147.3	734.4	491.4	466.6
Латвия	1	2.7	13.3	8.7	0	159.2	63.1
Литва	1.3	5.6	1.2	14.4	18.1	158.8	0
Полша	137.2	177.2	134.4	107.8	303.6	683.5	628
Румъния	18	82	32.5	70	110	475.9	273.1
Сърбия и Черна гора	0	0	0	6.4	31.5	161.6	27.5
Словакия	4.7	4.5	7.1	19.5	19.3	23.5	31.1
Словения	1.7	3.7	0	2	38.7	46.7	3.8
Общо ЦИЕ	273.7	448.4	546.6	508.6	1666.9	2996.3	2144.2
Дялови инв. В ЦИЕ като % от инв. В ЕС	1	1.5	1.5	1.1	2.3	4.1	4.7

Източник: PEREP_Analytics 2007, EVCA/Thompson Reuters/PricewaterhouseCoopers

През 2007 г. размерът на направените дялови инвестиции достига 3 млрд. EUR, надхвърляйки резултата от предходната година с 80%. За същия период

⁹ Flash EB (2006), SME Access to Finance in the New Member States, Flash EB No.184. July 2006. Flash Barometre, European Commission.

дяловите инвестиции в Европа нарастват с едва 6%, а на глобално ниво с 30%¹⁰. През 2007 г. пазарът в Полша обхваща половината от направените инвестиции. Значителен растеж е реализиран и на пазарите в България, Румъния и Прибалтийските страни. През 2008 г. дяловите инвестиции в ЦИЕ са на стойност от 2.5 млрд. EUR – 18% спад в сравнение с предходната година. Динамиката на сектора в региона следва тази в Европа, където е реализиран спад от 28%. В ЦИЕ над 200 компании получават дялово финансиране през 2008 година.¹¹



Фиг. 3 Динамика на дяловите инвестиции в ЦИЕ за периода 2002-2008 година

На фиг. 3 са представени тенденциите на пазара за сливания и придобивания в ЦИЕ и осъществените сделки от фондовете за дялови изкупувания. Следвайки глобалните тенденции, двата пазара имат една и съща динамика, което за пореден път доказва, че са неразривно свързани – предоставеният от фондовете за дялови инвестиции капитал е основен инструмент за дялово финансиране на сделките по сливания и придобивания в региона, а финансовите инвеститори са активни участници при осъществяването на корпоративни транзакции.

Големите различия в годишните обеми на дяловите инвестиции, осъществени в отделните страни в региона, могат да бъдат обяснени с реализирането на мащабни дългови изкупувания. За период от няколко години основната част от направените дялови инвестиции в региона са в Чехия, Полша и Унгария. Делът на тези три страни пада под 50% през 2007 г. в резултат на осъществените сделки в България, Румъния и Прибалтийските републики. През 2008 г. инве-

¹⁰ EVCA Yearbook 2008, Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report, European Private Equity and Venture Capital Association, Bruxelles, 2009.

¹¹ EVCA (2009), Central and Eastern Europe Statistics 2008, Special Paper, July 2009, European Private Equity and Venture Capital Association.

стиционната активност в региона се отличава отново с висока концентрация – близо 90% от инвестициите като размер са осъществени в пет страни: Полша, Унгария, Чехия, Украйна и Румъния. (Табл. 4 показва разпределението на най-предпочитаните от финансовите инвеститори регионални пазари.)

Табл. 4 Класация на предпочитаните от компаниите за дялови инвестиции страни в ЦИЕ за периода 2006-2008 г.

Класация на предпочитаните от компаниите за дялови инвестиции страни в ЦИЕ за периода 2006-2008 г. (като % от направените инвестиции):						
Място	2006		2007		2008	
	Държава	%	Държава	%	Държава	%
1	Унгария	44.1	Полша	22.7	Полша	25.6
2	Чехия	21.2	България	18.5	Унгария	19.4
3	Полша	18.2	Унгария	16.4	Чехия	18
4	Румъния	6.6	Румъния	15.8	Украйна	12.3
5	Словения	2.3	Прибалтийски страни	12.3	Румъния	11.1
1.-5.	Общо ЦИЕ	92.4	Общо ЦИЕ	85.7	Общо ЦИЕ	86.4

Източник: PEREP_Analytics; EVCA (2008,2009)

Размерът на дяловите инвестиции на глава от населението потвърждава динамиката в растежа на инвестираните в ЦИЕ средства, както и значителното изоставане от Европа като цяло. Докато през 2002 г. дяловите инвестиции на глава от населението са едва 2 EUR, сравнени с 60 EUR за Европа, през 2007 г. този показател за региона е 24 EUR, все още значително по-нисък от този за Европа – 170.5 EUR (Таблица 5).

Табл. 5 Дялови инвестиции в ЦИЕ на глава от населението за периода 2002-2007 г.

Дялови инвестиции в ЦИЕ на глава от населението за периода 2002-2007 г. (в EUR)						
Регион/година:	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Дялови инв. на глава от населението в ЦИЕ	2.2	3.6	4.4	4.1	13.3	24
Дялови инв. на глава от населението в ЕС	59.5	58.4	69.3	155.1	242.6	170.5

Източник: PEREP_Analytics 2007, EVCA/Thompson Reuters/PricewaterhouseCoopers

За да бъде определен ефектът от дейността на компаниите за дялови инвестиции на регионалния пазар на сливания и придобивания, важно значение има видът на осъществените сделки или по-конкретно до каква степен направените инвестиции са финансирани стартиращи компании, развитието и растежа на местните дружества или дългови изкупувания. (Таблица 6 представя еволюцията на дяловите инвестиции в ЦИЕ и в Европа в зависимост от етапа на разви-

тие на финансираните портфейлни компании.)

Табл. 6 Разпределение на дяловите инвестиции в ЦИЕ и ЕС според етапа от жизнения цикъл на портфейлните компании за периода 2004-2008 г.

Разпределение на дяловите инвестиции в ЦИЕ и ЕС според етапа от жизнения цикъл на портфейлните компании за периода 2004-2008 г. (в %)										
Вид инвестиция	2004		2005		2006		2007		2008	
	ЦИЕ	ЕС	ЦИЕ	ЕС	ЦИЕ	ЕС	ЦИЕ	ЕС	ЦИЕ	ЕС
Посевен капитал (Seed)	0	0.4	0	0.2	0.1	0.3	0.2	0.3	0.2	0.6
Капитал за стратиращи компании (Start up)	1.1	6	1.8	5	2.7	10	0.8	3.3	2.4	4.6
Капитал за растеж и развитие (Growth&Development)	58	23.9	50.7	26.6	6.2	20.5	21.9	17.8	34.1	24.7
Изкупувания (Buyout)	40.9	69.7	47.5	68.2	91	69.2	77.1	78.6	63.3	70.1
Общо инвестиции	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Източник: PEREP_Analytics 2007, EVCA/Thompson Reuters/PricewaterhouseCoopers

Според проучване на European Private Equity and Venture Capital Association Task Force етапът на развитие първоначално е доминиращ при дяловите инвестиции в ЦИЕ¹². Това се дължи на бързия растеж на страните от региона, който определя и по-високия процент на компании с желание за развитие и експанзия. От друга страна изкупуванията на компании, за които са необходими значителни инвестиции, обхващат предимно етапа на зрялост на компаниите, който бе достигнат по-късно при отделните страни в региона. Въпреки това, към края на разглеждания период, се наблюдава увеличение на броя на осъществените сделки по дългово изкупуване, благодарение на нарасналия брой компании с опитен мениджмънт, трансформационните процеси на конгломератите и частично на наличността на кредитни средства.

Прави впечатление, че за разлика от капитал за развитие и изкупувания, сделките с рисков капитал остават на много ниско ниво, като по този начин се осигурява значителен потенциал за развитието на този вид дялови инвестиции. Те са особено важни за страните от региона, тъй като са свързани с подкрепата на иновациите и създаване на високотехнологични компании, които могат да осигурят висока конкурентоспособност за икономиките им.

¹² EVCA (2004), "Central and Eastern Europe Success Stories", Special Paper, October 2004, European Private Equity and Venture Capital Association

Табл. 7

Изход от инвестициите на фондовете за дялови инвестиции в ЦИЕ, сравнени с Европа за периода 2004-2008г.

	2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011	
	ЦИЕ (%)	Европа (%)	ЦИЕ (%)	Европа (%)	ЦИЕ (%)	Европа (%)	ЦИЕ (%)	Европа (%)	ЦИЕ (%)	Европа (%)	ЦИЕ (%)	Европа (%)	ЦИЕ (%)	Европа (%)	ЦИЕ (%)	Европа (%)
Вторична продажба	34.3	23.6	69.7	22.6	47.4	23	53.2	28.4	43	38.2	9.7	31.3	38.6	22.4	64.3	36.9
Продажба чрез публично предлагане	21.4	11.8	10.7	8.9	18.1	16	2.8	10	0.1	5.4	14.1	6.3	0.5	10.4	3	11.9
Изход чрез отписване на инвестицията и ликвидация	17.4	9.7	3.2	4.7	0.2	3.8	0	1.6	0.7	5.8	1.3	35.8	27.6	21.5	2	13
Рекapиализация	3.7	21.3	1.9	23.3	8.2	17	3.8	15.4	0	7.2	6.9	4.1	0.5	3.8	1	4.7
Продажба на фонд за дялови инвестиции	4.8	13.1	5.9	18.3	12.7	16.6	23.6	30.4	37.1	27	17.2	9.4	21.7	32.9	2.2	26.4
Продажба на финансова институция	3.8	3	0.2	4	0.1	5.4	2.8	3.2	5.6	5.2	42.6	4.9	0.1	2.4	26.5	4.3
Продажба на мениджърта (MBO)	11.7	4.8	3.6	5.5	8.2	6.1	2.2	3.5	5.5	4.6	6.2	5.3	10	4.4	0.3	2.2
Друг изход	2.9	12.7	4.8	12.7	5.1	12.1	11.6	7.5	8	6.6	2	2.9	1	2.2	0.7	0.6
Общо	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Интерес от гледна точка на изследователската цел на настоящата дисертация представлява динамиката на изход от инвестициите на фондовете за дялови инвестиции в региона. На таблица 7 е представена статистика за начините, по които тези фондове са реализирали инвестициите си в периода от 2004-та до 2008 година. На основата на синтезираната информация може да бъде направен изводът, че повечето фондове за дялови инвестиции осъществяват изход от портфейлните компании предимно чрез продажба на друг стратегически и финансов инвеститор, за сметка на продажбата чрез публично предлагане. Това отново показва взаимовръзката между спецификите в дейността на фондовете за дялови инвестиции и пазара за сливания и придобивания в региона.

Основните сектори, в които фондовете за дялови инвестиции са осъществявали дейността си в региона, са телекомуникациите, бизнес и индустриални продукти и потребителските стоки. Тази тенденция е свързана с достигнатия етап на зрялост във всеки един от тези сектори и процесите на дерегулация в тях.

Табл. 8 Динамика на инвестиционната дейност по сектори на фондовете за дялови инвестиции в ЦИЕ за периода 2006-2011 година

Динамика на инвестиционната дейност по сектори на фондовете за дялови инвестиции в ЦИЕ за периода 2006 г.-2011 г. (%)						
Сектор	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Селско стопанство	1.9	0.4	1	0	3.4	0.5
Химическа промишленост	41	7.6	7.5	1.4	3.6	8.8
Здравеопазване	0.2	10	1.7	1.3	5.5	3.3
Информационни технологии	3	5.4	2.5	0.3	1.7	0.9
Телекомуникации	29.2	24	19.6	21.6	12.7	21.5
Потребителски стоки	4	6.2	2.2	7.1	7.5	4.5
Потребителски услуги	0	4.4	2.1	0.7	1.1	2.5
Бизнес и индустриални продукти	8.5	11.4	10.2	35.2	25.3	23.8
Бизнес и индустриални услуги	0.6	0.5	4.3	1	7.6	5.5
Транспорт	0.7	10	3.3	10.7	7.2	4.1
Строителство	2.2	2.2	11.5	10.2	8.2	7.9
Енергетика	0.6	4.2	24.5	8.5	12.2	9.5
Финансови услуги	3.8	10.7	1.3	1.9	0.3	0
Недвижима собственост	0	3	7.4	0	3.6	7.2
Други	4.3	0	0.9	0.1	0.1	0
Общо(%)	100	100	100	100	100	100

Източник: PEREP_Analytics, EVCA, PricewaterhouseCoopers

В продължение на повече от две десетилетия пазарът за дялови инвестиции затвърждава позициите си във финансовия сектор на ЦИЕ, като от гледна точка на участници, начин на опериране, функции и ефективност се доближава значително до дейността на финансовите инвеститори в Западна Европа. Един от основните въпроси – в контекста на глобалната финансова и икономическа криза и последвалите дългови проблеми в ЕПС, е дали позитивното развитие от последните години ще продължи или значителният интерес на фондовете за дялови инвестиции към страните от региона ще изчезне.

Няколко са основните фактори, които ще определят бъдещото развитие на пазара за дялови инвестиции в ЦИЕ:

- нивото на проникване на сектора на дялови инвестиции в структурата на регионалния финансов пазар е много по-ниско от средното за Европа, което създава значителен потенциал за бъдещ ръст;
- структурата на регионалните финансови пазари е непълна, като фондовете за дялови инвестиции запълват важна ниша между дейността на банковия сектор и инвестиционните посредници, от една страна,

и нуждите на бизнеса, от друга;

- икономиките в региона се нуждаят от трансфер на управленски опит, иновации и технологично ноу-хау. Един от начините за осъществяване на този трансфер е именно дейността на фондовете за дялови инвестиции.

Очакванията са в бъдеще изброените условия да катализират процесите на възстановяване на броя и обема осъществени сделки от фондовете за дялови инвестиции, които, от своя страна, да подкрепят икономическото развитие и растеж на икономиките от региона.

Специфики в дейността на фондовете за дялови инвестиции в България

Развитието на дейността на компаниите за дялови инвестиции в България следва тенденциите характерни за региона на ЦИЕ. Сделки в сектора започват да се осъществяват след 2003 г., когато стартира и кредитната експанзия на местните финансови институции. В таблица 9 са представени данни за осъществените дялови инвестиции за периода 2003-2011 г.

Табл. 9 Дялови инвестиции в България за периода 2003 г.-2011 г.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Дялови инвестиции като сума (в млн.евро)	18	216	0	36	563	90	185	82	7
Дялови инвестиции като процент от БВП	0.10%	1.11%	0	0.14%	1.95%	0.27%	0.53%	0.23%	0.02%
Източник: EVCA									

С приемането на страната в ЕС се променя рисковият и профил от гледна точка на инвеститори и кредитори. Това определя и достигането на най-голямата стойност на направените дялови инвестиции именно през тази година, когато са осъществени сделки в размер на 563 млн.EUR. Този резултат се дължи до голяма степен на една мащабна сделка, а именно придобиването на БТК АД от Ей Ай Джи Кепитъл Партнърс. Като цяло пазарът за дялови инвестиции в България все още не е достигнал етап на зрялост и развитието му показва променлива динамика.



Фиг. 4 Динамика на дяловите инвестиции в България за периода 2003-2011 г.

Представените на фигура 4 данни показват, че сделките, осъществени от компании за дялови инвестиции, следват тенденциите в динамиката на пазара на сливания и придобивания в страната, но обхващат минимален процент от тях. Въпреки това пазарът за дялови инвестиции се развива, като през 2003 г. осъществените сделки са едва 3.02% от общо осъществените придобивания, а през 2007 г. техният дял нараства близо три пъти, достигайки 15.74%. В периода след 2008 г., в резултат на започналата глобална финансова и икономическа криза, броят на дяловите инвестиции рязко спада, като следва тенденцията на пазара на сливания и придобивания. През 2011 г. са осъществени дялови инвестиции за едва 7 млн.EUR, което показва практическото замръзване на пазара¹³. Голяма част от причините са свързани с разразилата се дългова криза в страните от ЕПС, вследствие на започналите през 2009 г. дългови проблеми на Гърция. Въпреки стабилните си макроикономически показатели България е разглеждана от инвеститорите като част от проблемен регион, което определя и ниската инвестиционна активност.

Основните сектори в страната, в които компаниите за дялови инвестиции осъществяват дейността си, са хранително-вкусовата промишленост, енергетиката, телекомуникациите, високите технологии и медиите. Това са секторите, осъществили и най-висок растеж за разглеждания период.

¹³ EVCA (2012), Central and Eastern Europe Statistics 2011, Special Paper, August 2012, European Private Equity and Venture Capital Association.

Табл.10 Дейност на фондовете за дялови инвестиции в България според вида на осъществените сделки за периода 2003-2008 г.

Дейност на фондовете за дялови инвестиции в България според вида на осъществените сделки за периода 2003-2008г. (хил.EUR)					
Вид сделка	2007	2008	2009	2010	2011
Посевен капитал (Seed capital)					
Стартов капитал (Start-up capital)		3771	1600	1328	100
Късен етап (Later-stage venture)		3397	2437		324
Общо рисков капитал	0	7168	4037	1328	424
Капитал за развитие (growth capital)	12485	81969	582	80910	6801
Капитал за трансформация/оздравяване (Rescue/ Turnaround Capital)	4756	500			
Изкупувания (Buyout Capital)	538412	840	180546		
Общо	555653	90477	185165	82238	7225

Източник: EVCA/PEREP Analytics

Табл. 11 Сделки на фондове за дялови инвестиции в България

Сделки на фондове за дялови инвестиции в България				
Управляващо дружество	Фонд	Размер	Избрани инвестиции	
Global Finance	South Eastern Europe Fund (SEEF) □	350 млн. EUR	Обединена млечна компания	Мобилтел
	Global Emerging Property Fund (GEPI) □	150 млн. EUR	Магазини фамилия	БТК
	Global Romania & Bulgaria Growth Fund □	20 млн. EUR	Делта	Евроинс
			Стинд и дружба	ICAP
			Стийлмет	Телетек груп
			Чипита	Onda Coffee Break
			Никас България АД	
Axxess capital	Balkan Accession Fund	110 млн. EUR	БМ Лизинг	Джет финанс
			Дарко	
Карол финанс	Аванс Екуити Холдинг АД	37.7 млн BGN	Агро Тера Север	Енерджи Инвест ЕАД
			Енерджи Ефект	Проджект истейт
			СЕП България	СЕП Сървисис
			Спида Нет	Енеси
NBGI Private equity	Emerging Europe Fund	-	Бовис АД	Престиж 96
	Real Estate Fund	-	The Mall	
CVCI Private equity	2007 Fund	4.3 млрд. USD	Биовет АД	
Advent International	-	-	БТК АД	Девин АД
			КАИ Груп	
AIG Capital partners	-	-	БТК АД	
NEVEQ Capital Partners	New Europe Venture Equity LP	-	FinAnalytica	Talk 24
			Ontotext	Vayant
Mezzanine Management Central Europe	Accession Mezzanine Capital (AMC I) fund	115 млн. EUR	БТК АД	
Rosshyn Capital Partners	ECM-BPPF	40 млн. EUR	Bessa Valley	Avio Delta
	Ceres Agrigrowth Fund	45 млн. EUR	Sofica Group	КАИ Груп

Източник: интернет сайтове на Global Finance, Axxess Capital, Карол Финанс, NBGI PE, CVCI PE, Advent Int, AIG Capital Partners, NEVEQ Capital Partners, Mezzanine Mngmnt, Rosshyn Capital Partners

Като тип осъществени сделки България не прави изключение от общите тенденции в страните от ЦИЕ (табл.10 и табл.11). Характерни са дяловите инвестиции с капитал за растеж и развитие, както и дълговите изкупувания. Тези тенденции се свързват с бързия растеж на българската икономика за периода 2003-2007 г., в която функционират динамични компании, стремящи се към развитие. Две са мащабните дългови изкупувания осъществени в страната, като и двете са свързани с една и съща компания-БТК АД, която е придобита от Адвент Интернешънъл през 2004 г. и от Ей Ай Джи Кепитъл Партнърс през 2007 г. Както вече бе посочено тези сделки оказват значителен ефект както върху обема на направените дялови инвестиции през съответните години, така и върху цялостния пазар за сливания и придобивания.

До 2007 г. практически липсват дялови инвестиции с рисков капитал. Това е негативна тенденция, характерна за целия регион на ЦИЕ. Именно дейността на компаниите за дялови инвестиции с рисков капитал стимулира иновациите и подкрепя високотехнологичните компании, които се предполага, че ще осъществяват дейност с висока добавена стойност. Това са компаниите, които могат да подобрят конкурентната позиция на страната.

Доказателство за потенциала на дяловите инвестиции в региона е инициативата на Европейската комисия JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises). Тя е разработена съвместно с Европейския инвестиционен фонд¹⁴. Тази инициатива насърчава използването на инструменти за финансов инженеринг с цел подобряване на достъпа до финансиране на малките и средни предприятия посредством действия по линия на структурните фондове. Страните от ЕС могат да използват част от отпуснатите им структурни средства, за да инвестират във фондове за дялови инвестиции, рисков капитал, кредитиране или гаранционни фондове.

През 2010 г., правителството на Република България – чрез МИЕТ, и ЕИФ, подписа споразумения, структуриращи изпълнението на Инициативата JEREMIE в България. Тя предвижда балансирана комбинация от дългови инструменти и такива за дялов капитал, които да са насочени към развиване на иновативни финансови инструменти.

По отношение на инструментите, свързани с предоставянето на дялов капитал, по инициативата са създадени широк набор от фондове за дялово финансиране, насочени към всички етапи от жизнения цикъл на едно предприятие – инструмент за подкрепа на предприемачеството и предоставяне на първоначално финансиране, насочен към предприятията в тяхната начална фаза; фонд за рисков капитал, таргетиращ предприятия в ранна фаза от своето развитие, както и фонд растеж и “мечанин фонд”, насочени към предприятия намиращи се в по-зряла фаза, които търсят възможности за разширяване на бизнеса си и експанзия на други пазари.

До края на 2011 г. са избрани мениджърите на структурираните фондове за дялов капитал, както следва:

¹⁴ Иванова, М., При нужда от пари търси JEREMIE, Вестник Капитал, 29.05.2009 г.

- **Инструмент за подкрепа на предприемачеството и предоставяне на първоначално финансиране** – 21 млн. EUR (100% от средствата са предоставени по JEREMIE). Мениджърите, избрани да управляват средствата по този инструмент, са акселераторите Eleven (12 млн. EUR) и LaunchHub (9млн. EUR), които реално започнаха дейността си през 2012 г.;
- **Фонд за рисков капитал** – 30 милиона EUR (70% от средствата са предоставени по JEREMIE). Избраният мениджър е управляващото дружество NEVEQ Capital Partners, което управлява сходен фонд – NEVEQ I, с около 30 млн. EUR капитал, инвестирал в няколко български компании в сферата на информационните технологии;
- **Фонд за растеж** – 60 млн. EUR (50% от средствата са предоставени по JEREMIE). Този фонд ще се управлява от Axxess Capital – дружество, управляващо фондове за дялови инвестиции с дейност на територията на България и Румъния;
- **Мецанин фонд** – 60 млн. EUR (50% от средствата са предоставени по JEREMIE). Избраният мениджър на този фонд е Bulgaria Mezzanine Capital, съвместно дружество на австрийската Growth Capital Partners и българската Rosslyn Capital Partners.

Стартирането на инициативата JEREMIE в България е още едно доказателство за приложимостта на фондовете за дялов капитал като катализатор на съвместното сътрудничество между държави, региони, ЕИБ, ЕИФ и инвеститори – с цел осигуряване на финансови средства за частния сектор.

Тази инициатива има голямо значение в контекста на недостатъчно развития сектор на дяловото инвестиране в България, който показва незавършеност на цялостната финансова инфраструктура в страната. В периода след 2008 г., когато бе рязко намалена кредитната активност от страна на банковите институции, именно фондовете за дялови инвестиции могат да окажат подкрепа на местните компании, изпитващи ефектите на глобалната финансова и икономическа криза. От една страна дяловите инвестиции – като инструмент за финансиране, са все още непознати и трудно достъпни за българските компании.

От друга страна пазарът в България е твърде малък за повечето финансови инвеститори, които трудно откриват компании с опитен мениджмънт и потенциал за растеж. Изоставането на пазара за дялови инвестиции в България в сравнение със страните от ЦИЕ определя бъдещия му значителен потенциал за създаването на устойчив модел за развитие на финансовия сектор на страната и за подкрепа на бизнеса.

ТРЕТА ЧАСТ МЕТОДОЛОГИЯТА НА ИЗСЛЕДВАНЕТО И ПОЛУЧЕНИ РЕЗУЛТАТИ

Динамиката на пазара на сливания и придобивания в България се характеризира с трайна възходяща тенденция за периода между 2003-та и 2008 година. Част от причините са свързани с реализирания икономически растеж, стабилната макроикономическа рамка на страната, осъществената кредитна експанзия и приемането на България в ЕС през 2007 година. Стойността на сделките по сливания и придобивания достига върховата си точка през 2008 г., когато са осъществени 155 сделки на обща стойност над 4 млрд. евро. Развитието на глобалната финансова и икономическа криза и последвалите дългови проблеми в страните от ЕПС оказаха негативно влияние върху пазара на корпоративни транзакции, чиято стойност и брой значително намаляха през 2009 и 2010 година. Динамиката на този пазар показва признаци на възстановяване едва през 2011 г., когато бяха осъществени няколко сделки на значителна стойност.

В периода след 2003 г. фондовете за дялови инвестиции активизираха дейността си на пазара за сливания и придобивания в България. Както вече бе посочено, те осъществиха и две от най-значимите сделки на трансфер на корпоративен контрол, като и двете са свързани с придобиването на една и съща компания БТК АД (придобита, както вече посочихме, през 2004 г. от Адвент Интернешънъл и от Ей Ай Джи Кепитъл Партнърс през 2007 г.). Кредитната експанзия в банковия сектор и развитието на капиталовите пазари в страната предоставиха редица възможности за финансиране на корпоративни транзакции. Фондовете за дялови инвестиции заеха своето място като алтернатива за финансиране на международните сделки по сливания и придобивания, но – за разлика от банковото финансиране и набирането на капитал на фондовата борса, тяхната дейност е свързана и с трансфер на добри мениджърски практики, технологии и ноу-хау, които добавят стойност не само за акционерите, но и за зрелостта на пазара, като цяло.

С придобиването на компании, ре-инжинеринг на тяхната оперативна дейност и корпоративна стратегия, и последващата им продажба фондовете за дялови инвестиции могат да окажат положително влияние върху цели сектори в икономиката. Още повече, че тяхната дейност запълва празна ниша в цялостната инфраструктура на финансовия пазар в България. Това определя и необходимостта да бъде изследвана зависимостта между дейността на тези финансови инвеститори и осъществените сделки по сливания и придобивания в България.

За да бъде изследвана дейността на фондовете за дялови инвестиции в България, може да бъде използван многофакторен регресионен анализ. Независимите променливи са подбрани така, че да съответстват на характера на дейността на компаниите за дялови инвестиции и на спецификите на икономиката на страната – това са стойността на осъществените сделки по сливания и придобивания в страната, стойността на БВП и кредитната активност на банковия

сектор (отпуснати кредити на нефинансови институции) за периода 2003-2011 година. Съставеното регресионно уравнение има за цел да изведе статистическата зависимост и силата на влияние на тези основните фактори върху осъществяваните инвестиции от страна на фондовете за дялови инвестиции за периода.

Нека:

$$Y_{pet} = b_0 + b_1 MA + b_2 GDP + b_3 BL + E$$

Където:

Y_{pet} – стойността на осъществяваните дялови инвестиции в България;

MA – стойността на осъществяваните сделки по сливания и придобивания;

GDP – стойността на БВП на страната;

BL – стойността на предоставените кредити на нефинансови институции и други клиенти от банковия сектор;

T – изследвания период;

B – регресионните коефициенти;

E – статистическа грешка.

Използвани са официални статистически данни за България за периода 2003-2011 година.

Работната хипотеза е базирана на допускането, че дейността на фондовете за дялови инвестиции е зависима от динамиката на пазара на сливания и придобивания, тенденциите в БВП на страната и кредитната активност на банковия сектор. Предполага се, че тези фактори оказват положително влияние върху осъществяваните дялови инвестиции в страната и очакванията са коефициентите b_1 , b_2 и b_3 да приемат положителни стойности.

Характерът на дейността на фондовете за дялови инвестиции е свързан с осъществяването на сделки по придобивания на компании и последващ изход от тях в края на инвестиционния период, който се осъществява чрез продажба на друг стратегически или финансов инвеститор. Тези тенденции определят допускането стойността на осъществяваните дялови инвестиции да бъде в положителна корелационна зависимост с пазара на сливания и придобивания в страната.

Другата избрана независима променлива в модела е стойността на предоставените кредити на нефинансови институции и други клиенти от банковия сектор, тъй-като голяма част от фондовете за дялови инвестиции използват дългови средства при осъществяване на транзакциите си. Кредитната експанзия и улесненият достъп до банково финансиране са базисен фактор, който привлича финансовите инвеститори и определя мащаба на тяхната инвестиционна дейност на дадения пазар.

Брутният вътрешен продукт на страната е основната макроикономическа променлива, определяща до голяма степен привлекателността на икономиката за осъществяване на инвестиции и трансфер на корпоративен контрол. При равни други условия фондовете за дялови инвестиции фокусират активността

си на пазари с потенциал за растеж на БВП, който, от своя страна, стимулира потребителското търсене и растежа на компаниите, обект на дялови инвестиции.

Основното изследователско ограничение пред избраната методика е свързано със сравнително ограничения брой осъществени сделки от фондовете за дялови инвестиции. Това ограничение произтича от кратката история на дейността на фондовете за дялови инвестиции и все още недостатъчно развития сектор на дялово инвестиране в България.

Резултатите от направеното изследване са показани в таблица 11:

Табл. 11

Резултати от направено статистическо изследване с програма SPSS						
SUMMARY OUTPUT						
Dependent variable: Ype						
Method: Linear Regression						
Sample: 2003 2011						
Included observations: 9						
Regression Statistics						
Multiple R	0.92					
R Square	0.84					
Adjusted R Square	0.75					
Standard Error	89.11					
Durbin Watson	2.22					
Observations	9					
ANOVA						
	df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	3	215462.5591	71820.85	9.044898	0.018	
Residual	5	39702.41015	7940.482			
Total	8	255164.9693				
Variable	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	1574.076	369.332	4.262	0.008	624.678	2523.475
MA	0.071	0.027	2.610	0.048	0.001	0.141
BL	0.081	0.018	4.616	0.006	0.036	0.126
GDP	-0.105	0.023	-4.542	0.006	-0.165	-0.046

Резултатите потвърждават работната хипотеза. При извеждането на връзката между резултативната променлива и факторите, включени в модела, изследването намира, че направените инвестиции от фондовете за дялови инвестиции имат положителна корелационна зависимост спрямо осъществените сделки по сливания и придобивания и предоставените кредити на нефинансови институции. Не се потвърждава очакването за положително влияние на растежа на БВП върху дяловите инвестиции – коефициентът е с отрицателен знак, като това може да бъде резултат от изложените изследователски ограничения.

Изведеният в изследването коефициент на корелация е 0.92, което показва

силна корелационна зависимост между изследваните променливи (результативна променлива и фактори, включени в модела).

Коефициентът на детерминация (R квадрат) е 0.84, което показва, че включените в модела фактори предопределят 84% от вариацията на резултативната променлива – осъществените инвестиции от фондовете за дялови инвестиции.

Проверката за адекватност на регресионния модел чрез дисперсионен анализ показва, че моделът е адекватен, тъй като стойността на Significance F е 0.018 и е по-ниска от 0.05.

С цел коректно тълкуване на резултатите (основно коефициента на корелация и коефициента на детерминация) е необходимо да се провери за автокорелация в изходните данни. Това може да бъде направено чрез анализ на изведения от изследването коефициент на Дърбин Уотсън със стойност 2.22. Теоритичните стойности на този коефициент за направеното изследване са съответно $dl=0.12$ и $du=2.89$. При положение, че стойността на изведения от изследването коефициент – 2.22, е между двете стойности, може да се направи заключение, че няма наличие на серийна автокорелация.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Получените резултати от направеното изследване потвърждават авторовата теза че: а) фондовете за дялови инвестиции са алтернатива за финансиране на международните сделки по сливания и придобивания на глобално ниво; б) дейността на тези фондове в ЦИЕ следва световните тенденции, но е „оцветена” с редица регионални особености; в) този инструмент има потенциал да допълни инфраструктурата на финансовите пазар в България.

Анализът в разработката позволява редица обобщения, по-важните от които са:

- Дейността на фондовете за дялови инвестиции в България са в положителна статистическа зависимост от осъществените сделки по сливания и придобивания и кредитната активност в страната за изследвания период.
- Установената взаимовръзка следва икономическата логика на начина на функциониране и дейността на фондовете за дялови инвестиции. Очакванията, че тенденциите на пазара в България следват тези в ЦИЕ, се потвърждават.
- Характерът и структурата на осъществяваните сделки от тези финансови инвеститори са неразривно свързани с пазара на сливания и придобивания, както и с дълговото финансиране, осигурявано от търговските банки в страната.

Дейността на фондовете за дялови инвестиции е все още в начален стадий на своето развитие в България. Следвайки тенденциите на развитите пазари за този алтернативен инвестиционен сегмент в САЩ и Великобритания, както и динамиката на дяловото инвестиране в ЦИЕ, **очакванията са в бъдеще този инструмент за финансиране на сделките по сливания и при-**

добивания да играе все по-значима роля и да допълни инфраструктурата на финансови пазар в България.

Фондовете за дялови инвестиции осигуряват не само необходим капитал за компаниите по цялата крива на продуктивния жизнен цикъл, но създават и допълнителна стойност за акционерите им с предоставянето на добри мениджърски практики, ноу-хау и трансфер на технологии. **Тези фондове имат изключително важно значение за страната, която базира своето икономическо бъдеще и конкурентни предимства на развитието на отрасли и дейности с висока добавена стойност.**

ИЗПОЛЗВАНА ЛИТЕРАТУРА:

1. Гоев, В., “Статистическа обработка и анализ на информацията от социологически, маркетингови и политически изследвания с SPSS”, УИ „Стопанство“, 1996 г.
2. Кредитна дейност – “Банките в България“, тримесечно издание на Управление „Банков надзор“, БНБ.
3. Caselli, S., *Private Equity and Venture Capital in Europe*, Elsevier, 2010.
4. Dealwatch – Emerging markets M&A information and data-www.securities.com
5. Deloitte (2008/A), *Central European Private Equity Confidence Survey*, June 2008, Deloitte Central Europe.
6. Deloitte (2008/B), “Central European Private Equity Confidence Survey”, December 2008, Deloitte Central Europe.
7. EBRD (2006), *Private Equity*, Transition Report 2006, Finance in transition.
8. EBRD (2008), *Performance of Private Equity Funds in Central and Eastern Europe and the CIS*.
9. EVCA (2004), *Central and Eastern Europe Success Stories*, Special Paper, October 2004, European Private Equity and Venture Capital Association.
10. EVCA (2005), *Central and Eastern Europe Statistics 2004*, Special Paper, October 2005, European Private Equity and Venture Capital Association.
11. EVCA (2006), *Central and Eastern Europe Statistics 2005*, Special Paper, November 2006, European Private Equity and Venture Capital Association.
12. EVCA (2007), *Central and Eastern Europe Statistics 2006*, Special Paper, October 2007, European Private Equity and Venture Capital Association.
13. EVCA (2008), *Central and Eastern Europe Statistics 2007*, Special Paper, September 2008, European Private Equity and Venture Capital Association.
14. EVCA (2009), *Central and Eastern Europe Statistics 2008*, Special Paper, July 2009, European Private Equity and Venture Capital Association.
15. EVCA (2010), *Central and Eastern Europe Statistics 2009*, Special Paper, July

-
- 2010, European Private Equity and Venture Capital Association.
- 16.EVCA (2011), *Central and Eastern Europe Statistics 2010*, Special Paper, July 2011, European Private Equity and Venture Capital Association.
- 17.EVCA (2012), *Central and Eastern Europe Statistics 2011*, Special Paper, August 2012, European Private Equity and Venture Capital Association.
- 18.EVCA Yearbook (2003-2008), *EVCA Yearbook 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008*, Pan-European Private Equity&Venture Capital Activity Report, European Private Equity and Venture Capital Association, Bruxelles.
- 19.Flash EB (2006), *SME Access to Finance in the New Member States*, Flash EB No.184. July 2006. Flash Barometre, European Commission.
- 20.Fraser-Sampson, G., *Private Equity as an Asset Class*, John Wiley&Sons Ltd. Publishing, 2010.
- 21.Karsai, J., *Private Equity in CEE. The Development of Venture Capital and Private Equity Industry in Central and Eastern Europe*, 2010.
- 22.*M&A in CEE-Where we stand? Where we go?* – Presentation of Reiffeisen Investment AG, November 2010.
- 23.Talmor, E., Vasvari, F., *International Private Equity*, John Wiley&Sons Ltd. Publishing, 2011.

ВЗАИМОВРЪЗКА МЕЖДУ СЪВРЕМЕННАТА ДЕЙНОСТ НА ФОНДОВЕТЕ ЗА ДЯЛОВИ ИНВЕСТИЦИИ И ПАЗАРА ЗА СЛИВАНИЯ И ПРИДОБИВАНИЯ В ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА И БЪЛГАРИЯ

Резюме:

Фондовете за дялови инвестиции са алтернатива за финансиране на международните сделки по сливания и придобивания на глобално ниво. Дейността им в Централна и Източна Европа (ЦИЕ) следва световните тенденции, но с редица регионални специфики. Този инструмент има потенциал да допълни инфраструктурата на финансов пазар в България.

Настоящата студия има за цел да представи динамиката на дейността на фондовете за дялови инвестиции в ЦИЕ и България за периода 2003-2011 година. Защи́тава се тезата, че фондовете за дялови инвестиции имат значителна роля като алтернатива за финансиране на международните сделки по сливания и придобивания. Използва се многофакторен регресионен анализ като количествен изследователски метод. Използваните независими променливи са подбрани така, че да съответстват на характера на дейността на компаниите за дялови инвестиции и на спецификите на икономиката на страната – това са стойността на осъществените сделки по сливания и придобивания в страната, динамиката на БВП и кредитната активност на банковия сектор за периода 2003-2011 година.

Получените резултати от направеното изследване потвърждават поставените изследователски задачи. Дейността на фондовете за дялови инвестиции в България са в положителна статистическа зависимост от осъществените сделки по сливания и придобивания и кредитната активност в страната за изследвания период. Установената взаимовръзка следва икономическата логика на начина на функциониране и дейността на фондовете за дялови инвестиции. Очакванията, че тенденциите на пазара в България следват тези в ЦИЕ, се потвърждават.

Ключови думи: фондове за дялови инвестиции, сливания и придобивания, финансов сектор, корелационна зависимост, финансови инвеститори, кредитна активност, БВП.

JEL: G24, G34.

**RESEARCH ON THE RELATIONSHIP BETWEEN
PRIVATE EQUITY FUNDS ACTIVITY AND M&A MARKET
IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE AND BULGARIA****Abstract:**

Private equity funds are alternative instrument for financing international M&A deals on a global scale. Their activity in Central and Eastern Europe follows the global trends but with several regional specifics. This instrument has potential to complement the infrastructure of the financial market in Bulgaria.

The current research aims to present the dynamics of private equity funds' activity in Central and Eastern Europe and Bulgaria for the period 2003-2011. The thesis defended is that the private equity funds have significant role as an alternative for financing international M&A deals. Multifactor regression analysis is used as a quantitative research method. The independent variables are selected to correspond to the private equity funds' activity and to the specifics of the country's economy-these are the volume of M&A deals in Bulgaria, the dynamics of GDP and loan activity of the bank sector for the period 2003-2011.

The results of the research confirm its aim. The activity of the private equity funds in Bulgaria are positively correlated to the volume of M&A deals and the loan activity of the bank sector for the period. This relationship follows the basic economic logic of the operational specifics and activity of private equity funds. The expectations that private equity trends in Bulgaria follow these in Central and Eastern Europe are confirmed.

Key words: private equity funds, mergers and acquisitions, financial sector, correlation, financial sponsors, loan activity, GDP.

JEL: G24, G34.