



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 721 - ТП

от 30.09.2021 г.

С писмо, вх. № 15-00-8 от 12.08.2021 г., на основание чл. 149, ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е внесено търгово предложение от „Буллс“ АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Елана Трейдинг“ АД, гр. София на до 23 690 662 броя акции от капитала на „Индустириален Холдинг България“ АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

Търговото предложение е отправено от „Буллс“ АД, който съгласно данните в търговото предложение притежава пряко, чрез свързани лица и по силата на сключени споразумения общо 73 117 755 броя акции, представляващи 68,079% от капитала и 75,528% от гласовете в общото събрание на акционерите (ОСА) на дружеството - обект на търговото предложение „Индустириален Холдинг България“ АД при отчитане на обратно изкупените от дружеството собствени акции. Търговият предложител притежава пряко 60 486 788 броя акции, представляващи 56.32% от капитала и 62.48% от гласовете в общото събрание на дружеството - обект на търговото предлагане и непряко по смисъла на чл. 149, ал. 2, т. 1 от ЗППЦК и чрез свързани лица по чл. 148з от ЗППЦК - 12 630 967 акции, представляващи 11.76% от капитала и 13.05% от гласовете в общото събрание на дружеството - обект на търговото предлагане.

На 09.08.2021 г. „Буллс“ АД е сключил споразумения за следване на обща политика по управление на „Индустириален Холдинг България“ АД, чрез съвместно упражняване на притежаваните права на глас, като начинът на упражняване ще се определя от „Буллс“ АД, със следните дружества:

1. „ДЗХ“ АД, притежаващо пряко и участващо в споразумението с 9 657 874 броя акции, представляващи 8.992% от капитала и 9.976% от гласовете в ОСА на „Индустириален Холдинг България“ АД при отчитане на обратно изкупените акции;

2. „СТОК ТУРС“ АД, притежаващо пряко и участващо в споразумението с 1 931 195 броя акции, представляващи 1.798% от капитала и 1.995% от гласовете в ОСА на „Индустириален Холдинг България“ АД при отчитане на обратно изкупените акции;

3. „ТУИНСАН“ ЕООД, притежаващо пряко 1 285 610 броя акции, но участващо в споразумението с 1 000 000 броя акции, представляващи 0.931% от капитала и 1.033% от гласовете в ОСА на „Индустириален Холдинг България“ АД при отчитане на обратно изкупените акции. „ТУИНСАН“ ЕООД може да се разпорежда свободно с 285 610 броя от притежаваните от него акции на ИНДУСТРИАЛЕН ХОЛДИНГ БЪЛГАРИЯ АД, които не са част от споразумението.

На 9 август 2021 г. „Буллс“ АД е сключил споразумение за обща политика във връзка с отправянето на търгово предложение със свързаните с него по смисъла на чл. 148з от ЗППЦК лица Димитър Желев, Георги Желев и Данета Желева, притежаващи заедно общо 41 898 акции представляващи 0.039% от капитала и 0.043% от гласовете в общото събрание на акционерите на „Индустириален Холдинг България“ АД при отчитане на обратно изкупените акции. Съгласно споразумението, страните се

съгласяват да действат съвместно с търговия предложител във връзка с отправянето на търгово предложение по чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК.

На свое заседание, проведено на 09.09.2021 г., КФН след като разгледа и обсъди съдържанието на първоначално внесеното търгово предложение и приложените към него документи установи, че поради съществуващите непълноти и несъответствия, търговото предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му. Поради това на основание чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК, КФН с Решение № 668-ТП от 09.09.2021 г., наложи временна забрана за публикуване на търговото предложение и изиска представяне на допълнителна информация относно включените в него данни и отстраняване на констатираните несъответствия и непълноти в съдържанието му.

С писмо, вх. № 15-00-8 от 15.09.2021 г., в КФН е внесено коригирано търгово предложение от „Булс“ АД, гр. София за закупуване чрез ИП „Елана Трейдинг“ АД на до 23 690 662 броя акции, представляващи 22,058% от капитала и 24,472% от гласовете в ОСА на „Индуриален Холдинг България“ АД от останалите акционери на дружеството. В акциите, към които е отправено търговото предложение, не се включват акциите с които акционерите, които са страна по сключените с търговия предложител споразумения за следване на обща политика, участват в споразуменията.

При извършената проверка на съдържанието на коригираното търгово предложение за спазване изискванията на ЗППЦК, Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) и Наредба 41 от 11.06.2008 г. за изискванията към обосновката наценката на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчните методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41) от фактическа страна е констатирано следното:

По обосновката на предлаганата цена, съгласно чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК:
По отношение прилагането на метода на ликвидационната оценка на дружеството:

В първоначално внесеното с писмо, вх. № 15-00-8 от 12.08.2021 г., търгово предложение не е използван методът на ликвидационна оценка на дружеството.

Ликвидационна стойност на акциите се изчислява, когато основателно може да се допусне, че тя надвишава предложената цена за акциите. Съгласно чл. 6, ал. 3 от Наредба № 41, КФН може да изиска от търговия предложител да изготви оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност, когато е налице някое от подробно изброените обстоятелства в чл. 6, ал. 3, т. 1 – т. 8 от Наредба № 41.

В първоначално внесеното с писмо, вх. № 15-00-8 от 12.08.2021 г., търгово предложение е налице обстоятелството по чл. 6, ал. 3, т. 5 от Наредба № 41: *оценката на дружеството по метода „Нетна стойност на активите“ (без корекции) в размер на 3,287 лв./акция надхвърля с повече от 1,5 пъти (1,73 пъти) предложената от заявителя справедлива цена в размер на 1,90 лв./акция.*

Следователно е налице обстоятелство, съгласно което може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава предложената от търговия предложител цена за една акция на „Индуриален Холдинг България“ АД. Предвид гореизложеното, доколкото оценката на дружеството по метода „Нетна стойност на активите“ (без корекции), определена в размер на 3,287 лв./акция надхвърля с повече от 1,5 пъти (1,73 пъти) предложената от заявителя справедлива цена в размер на 1,90 лв./акция, във връзка с разпоредбата на чл. 6, ал. 3, т. 5 от Наредба № 41 с наложената временна забрана с Решение № 668-ТП от 09.09.2021 г., от търговия предложител е изискано да бъде изготвена оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност. Включително на търговия предложител е обрнато

внимание, че съгласно разпоредбата на чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност, в случай че ликвидационната стойност надвишава справедливата цена на акциите, определена съгласно чл. 5 от Наредба № 41.

В коригираното търгово предложение, представено с писмо, вх. № 15-00-8 от 15.09.2021 г., е включена информация за ликвидационната стойност на акциите на „Индустириален Холдинг България“ АД, като изрично е посочено, че КФН е изисквала от търговия предложител да изготви оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност в съответствие с изискванията на Наредба № 41.

Оценката е изготвена от „Аванс Експертни Оценки“ ООД съгласно изискванията на чл. 18, ал. 3 от Наредба № 41 и е приложена към коригираното търгово предложение.

Посочено е, че ликвидационната стойност на дружеството представлява сумата от ликвидационните стойности на неговите активи, намалена с неговите текущи и нетекущи пасиви, разходите за ликвидация и всички законови вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции.

Уточнено е, че ликвидационната оценка на „Индустириален Холдинг България“ АД се основава на следните предположения:

1. Дружеството се оценява като предприятие, което прекратява дейността си и се пристъпва към доброволна реализация на активите му.

2. При оценката на неговите активи се търси онази стойност, която би се постигнала за разумен период от време, в който може да бъде намерен купувач и продавачът е принуден да продаде активите в текущото им състояние и местонахождение.

3. От получените средства се погасяват всички приоритетни задължения на дружеството, включително разходите по самата ликвидация, съставени от: разходи за счетоводни, правни и други консултантски услуги; разходи за поддържане състоянието на активите; разходи за възнаграждения на лицата, ангажирани с процеса на ликвидация и др.

Заявено е, че оценката по този метод е направена чрез корекция на балансовата стойност на отделните активи и пасиви според последния публикуван консолидиран финансов отчет на дружеството към 30.06.2021 г. съгласно изискванията на чл. 18, ал. 4 от Наредба № 41.

Определената от независимия оценител ликвидационна стойност на една акция на „Индустириален Холдинг България“ АД е равна на 1,984 лева.

По отношение на оценителския доклад, изготвен от „Аванс Експертни Оценки“ ООД, съдържащ оценка на ликвидационна стойност на една акция на „Индустириален Холдинг България“ АД, са констатирани следните обстоятелства:

1. Докладът е изготвен на 14.09.2021 г. в съответствие с възлагане на база договор, сключен на 24.06.2021 г. между „Буллс“ АД и „Аванс Експертни Оценки“ ООД и Анекс 1 към него от 10.09.2021 г. във връзка с Решение № 668 - ТП от 09.09.2021 г. на КФН, с което е издадена временна забрана за публикуване на първоначално внесеното търгово предложение от „Буллс“ АД. Без да се поставя под съмнение квалификацията на оценителите, взели участие в изготвянето и подписали доклада, и евентуалното предварително запознаване на оценителите с обекта на оценката, периодът от 10.09.2021 г. до 14.09.2021 г. е кратък в сравнение с обичайната продължителност на периода за изготвяне на оценка на ликвидационна стойност на дадено дружество, особено като се отчете и разнородната структура на активите на оценяваното дружество по вид и географско разположение.

2. В доклада са включени оценки за ликвидационната стойност на конкретните активи, притежавани от „Индустириален Холдинг България“ АД и неговите дъщерни дружества. Това обстоятелство предполага допускането, че освен „Индустириален

Холдинг България“ АД, обект на ликвидация ще бъдат и неговите дъщерни дружества. В оценката на ликвидационната стойност на „Индустриален Холдинг България“ АД не са представени аргументи за избора на такъв подход. Следва да се има предвид, че ликвидацията на дадено дружество, което притежава дъщерни дружества, не означава задължително и ликвидация на дъщерните дружества. Необходимо е да се има предвид, че в общия случай ако дадено дружество извършва дейност, от която генерира печалба, неговата оценка, извършена по общоприетите оценителски методи, следва да превишава оценката му по ликвидационна стойност, която от своя страна предполага предвиждане на разходи по ликвидацията и продажба на активите на цена под пазарната предвид краткия срок за осъществяване на ликвидацията.

3. На стр. 38 от доклада в табличен вид е представена информация за среднопретеглената цена на капитала, която е определена в размер на 6,26%. Следва да се отбележи, че тази стойност е близка до стойността на среднопретеглената цена на капитала, използвана в коригираното търгово предложение при прилагането на метода на дисконтираните парични потоци (6,42%). Като се отчете обстоятелството, че при изготвянето на всяка оценка отговорният оценител е свободен да използва по собствена преценка конкретни методи, данни и допускания, съответно малко вероятно е да има пълно съответствие между две оценки, изготвени от различни оценители, не може да не се отбележи, че и при оценката в коригираното търгово предложение, и в доклада за ликвидационната стойност, са използвани данни за определени показатели, за които е посочен един и същ източник на информация, а именно данни на проф. Дамодаран, които показатели са с различни стойности в двата цитирани документа. Тези показатели са следните:

- коефициент бездългова (unlevered) „бета“ за отрасъла „Конгломерати/ Diversified“ - Стойността, използвана в коригираното търгово предложение, е 0,43, докато в оценителския доклад е посочена стойност 0,72;

- премия за странови риск за България (Rb) - В коригираното търгово предложение е използвана стойност от 4,87%, а в оценителския доклад е посочена стойност 1,34%;

- рискова премия за развит пазар - В коригираното търгово предложение е използвана стойност от 4,31%, а в оценителския доклад е посочена стойност 4,38%.

При преглед на посочения източник на информация се установява, че представените в оценителския доклад данни не са актуални спрямо съдържанието на източника на информация към датата на изготвяне на доклада. Допълнително, следва да се има предвид, че в доклада липсва обосновка за използването на точно тези показатели и точно тези стойности, както и точно посочване на конкретния източник на информация (връзка, линк към интернет страницата на проф. Дамодаран).

4. В оценителския доклад не е представена обосновка по отношение на определената стойност на цената на финансиране с привлечени средства („Цена на дълга“), което от своя страна не дава възможност да се направи преценка доколко обосновано и реалистично е определена стойността на среднопретеглената цена на финансиране на капитала, използвана като норма на дисконтиране на средствата, получени при приключване на евентуалната ликвидационна процедура.

5. В оценителския доклад е посочено, че ликвидационната стойност е получена в резултат на дисконтиране на средствата, получени при приключване на евентуалната ликвидационна процедура, но не е представена обосновка за необходимостта от такова дисконтиране. Допълнително, следва да се има предвид, че дисконтовият фактор е определен при допускане, че средствата ще постъпят в края на периода от 24 месеца. Като се има предвид, че и за това допускане не е представена обосновка, следва да се отбележи, че същото не е реалистично, доколкото средствата от евентуалната ликвидационна процедура биха постъпвали в продължение на целия период на ликвидация, а не в самия му край. Прилагането на такъв подход за дисконтиране при

допускане за продължителността на периода от 24 месеца води до занижаване на получения краен резултат, което не е обосновано, не е реалистично и накърнява интересите на инвеститорите.

Предвид гореизложеното КФН намира за установено следното:

Съгласно чл. 150, ал. 1 от ЗППЦК търговото предлагане се осъществява в съответствие със законоустановени принципи, сред които е принципът на акционерите в публичното дружество, към които е отправено търговото предложение, да им бъде предоставена достатъчно информация за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му.

В чл. 150, ал. 2 от ЗППЦК, както и в чл. 24 от Наредба № 13 са установени изискванията към съдържанието на търговото предложение, като задължително условие е в търговото съдържание да се съдържа подробна информация относно предложената от търговия предложител цена и начина на формирането ѝ.

Въз основа на констатираното относно съдържанието на оценителския доклад може да се направи извод, че приложеният към коригираното търгово предложение оценителски доклад не дава основание да се приеме, че съдържащата се в него оценка на ликвидационна стойност на една акция на „Индустриален Холдинг България“ АД е достоверна, доколкото в резултат на допуснатите непълноти и несъответствия при прилагане на метода на ликвидационната оценка, представената справедлива стойност на една акция от капитала на „Индустриален Холдинг България“ АД е недостатъчно обоснована и не отговаря на изискванията на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и Наредба № 41.

Предвид факта, че стойността на предложената цена е основният мотив за приемане или отказ за приемане на отправеното търгово предложение – констатираните пропуски, включително и липсата на обосновка на важни допускания в оценителския доклад за определяне на ликвидационната стойност за акция на „Индустриален Холдинг България“ АД, въз основа на който е изчислена справедливата цена съгласно изискванията на чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, създават сериозни препятствия за формиране на точна представа от страна на акционерите относно действителната справедлива цена за акция на дружеството. Предвид горепосоченото обосновката на предлаганата цена не отговаря на законоустановените изисквания и целите на ЗППЦК. В резултат на това на акционерите в дружеството не е предоставена достатъчна информация за точна оценка на предложението, а именно в каква степен предложената цена за една акция от търговия предложител съответства на финансовото състояние на оценяваното дружество, което е и холдингово дружество, което развива своята дейност като придобива и управлява своите дъщерни предприятия, опериращи в специфични сектори, както и на перспективите му, за вземане на обосновано решение за приемане на търговото предложение в съответствие с изискванията на чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК.

Въз основа на посочените факти и обстоятелства, с оглед некоректното изчисляване на справедливата цена съгласно изискванията на чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, съдържанието на разглежданото коригирано търгово предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му, а интересите на акционерите на дружеството – обект на търгово предложение, са накърнени, с оглед на което са налице предвидените в чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК основания КФН да издаде окончателна забрана за публикуване на коригираното търгово предложение от „Буллс“ АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник „Елана Трейдинг“ АД, гр. София на акции на „Индустриален Холдинг България“ АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

Предвид гореизложеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 10, предложение второ във връзка с чл. 15, ал. 1, т. 1 от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН) и чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШИ:

Издава окончателна забрана за публикуване на внесеното в КФН с писмо, вх. № 15-00-8 от 15.09.2021 г., коригирано търгово предложение от „Буллс“ АД за закупуване чрез ИП „Елана Трейдинг“ АД на акции на „Индустриален Холдинг България“ АД от останалите акционери на дружеството.

На основание чл. 13, ал. 3 от ЗКФН, решението подлежи на обжалване пред Административен съд – София област в 14-дневен срок от съобщаването му. Обжалването не спира изпълнението на индивидуалния административен акт.

ПРЕДСЕДАТЕЛ:

БОЙКО АТАНАСОВ