



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 62 - ТП

от 28.01.2021 г.

С писмо, вх. № 15-00-11 от 17.11.2020 г., на основание чл. 149, ал. 1 и ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е внесено за одобрение търгово предложение от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „АБВ Инвестиции“ ЕООД, гр. Варна на **432 640 акции, представляващи 20,60%** от капитала на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, гр. София от останалите акционери на дружеството.

Търговото предложение е отправено от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД, който съгласно данните в търговото предложение, притежава **пряко 1 667 360 броя акции, представляващи 79,40% от капитала** на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, гр. София.

На свое заседание, проведено на 15.12.2020 г., КФН след като разгледа и обсъди съдържанието на първоначално внесеното търгово предложение и приложените към него документи установи, че търговото предложение не предоставя достатъчна информация на акционерите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му в съответствие с чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК. Поради това на основание чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК, КФН с Решение № 913 – ТП от 15.12.2020 г., наложи временна забрана за публикуване на търговото предложение и изиска да се представи допълнителна информация относно включените в него данни и отстраняване на констатираните несъответствия.

С писмо, вх. № 15-00-11 от 18.01.2021 г., в КФН е внесено коригирано търгово предложение от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД, за закупуване чрез ИП „АБВ Инвестиции“ ЕООД, гр. Варна на **432 640 бр. акции от капитала на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ** от останалите акционери на дружеството и приложени документи.

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 на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41) от фактическа страна е констатирано следното:

I. По съдържанието на предложението:

Независимо, че в придружителното писмо към Решение № 913 - ТП от 15.12.2020 г. на КФН, на търговия предложител изрично е указано, че следва да се отстранят единствено конкретно посочените в решението несъответствия, на заглавната страница некоректно е посочена дата 18.01.2021 г., вместо да бъде посочена датата на първоначалната регистрация на търговото предложение в КФН, а именно 16.11.2020 г.

Промяната на датата на регистриране на търговото предложение е некоректна, доколкото чл. 20, ал. 2 от Наредба № 41 изисква обосновката на предлаганата цена на акциите да бъде изготвена към дата, която е не по-рано от 5 дни преди датата на регистриране на търгово предложение в комисията. В настоящия случай датата на регистрацията на коригираното търгово предложение в КФН е 18.01.2021 г., а датата на обосновката не е променена – 11.11.2020 г., т.е. датата на изготвянето на обосновката предхожда датата на регистриране на коригираното търгово предложение в КФН с повече от два месеца. Промяната на датата на регистрацията на коригираното търгово предложение има пряко отношение и към определянето дали акциите на дружеството са търгувани активно съгласно определението по т. 1 на § 1 от Допълнителните разпоредби (ДР) на Наредба № 41, доколкото активната търговия се извършва на база на данни от предходните шест месеца преди датата на обосновката, независимо че в настоящия случай акциите на публичното дружество – обект на търговото предложение не са активно търгувани.

1. По чл. 24, ал. 1, т. 9 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 9 от ЗППЦК - Данни относно намеренията на предложителя за бъдещата дейност на дружеството - обект на търгово предложение, и на предложителя - юридическо лице, доколкото е засегнат от търговото предложение:

По отношение на стратегическия план на търговия предложител във връзка с дейността на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ следва да се има предвид, че съгласно взето решение на общо събрание на акционерите (ОСА) на „И Ар Джи Капитал -3“ АДСИЦ от 24.06.2020 г. е предвидено дружеството да бъде създадено със срок до 31.12.2023 г., както е посочено и в чл. 3 от устава на дружеството. Представеният стратегически план в търговото предложение не отразява посоченото обстоятелство, доколкото са направени изявления по отношение на дейността на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ за следващите 5-8 години, без същевременно да са заявени намерения на мажоритарния акционер да инициира вземане на решение от общото събрание на акционерите на дружеството за продължаване съществуването и дейността на дружеството след посочения период.

2. Обосновка на предлаганата цена - чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК:

А. По отношение прилагането на метода „Нетна стойност на активите”

Независимо от дадено изрично указание в Решение № 913 - ТП от 15.12.2020 г. на КФН, към коригираното търгово предложение не са представени доказателства, удостоверяващи необходимостта от корекция на активите на дружеството към 30.09.2020 г. с 321 хил. лв. предвид извършени подобрения във връзка с разходи за предпроектни проучвания и проектиране.

Б. По отношение прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци”

1. Съгласно разпоредбата на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41 всеки използван оценъчен метод, както и всяко допускане, твърдение или прогноза, направени при определяне на стойността на акциите на дружеството, трябва да бъдат обосновани. С издадената временна забрана с Решение № 913 - ТП от 15.12.2020 г. на КФН на дружеството е дадено указание да бъде доказана неприложимостта на метода „Дисконтирани парични потоци“ чрез конкретно разглеждане на един от посочените модели – модел на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) или модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) чрез обосновка и анализ на всички определящи фактори. В коригираното търгово предложение заявителят по своя инициатива е приложил метода на „Дисконтираните парични потоци“ при определяне на справедливата цена на акция на дружеството съгласно чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, като не е представена необходимата аргументирана обосновка за

избора на модела на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) при определяне на стойността на акциите на дружеството.

2. Съгласно взето решение на ОСА на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ от 24.06.2020 г. дружеството е създадено със срок до 31.12.2023 г., както е посочено и в чл. 3 от устава на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ. Посоченото обстоятелство не е отразено в съдържанието на търговото предложение, съответно не е взето предвид при прилагането на метода, доколкото прогнозата на свободните парични потоци обхваща периода до 31.12.2024 г. Методът „Дисконтирани парични потоци“ е неприложим, в случай че ръководството на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ не възнамерява да продължи съществуването и дейността на дружеството след 2023 г., тъй като не може да бъде спазена императивната разпоредба на чл. 11, ал. 2 от Наредба № 41, която изисква при прилагането на метода прогнозният период да не бъде по-кратък от 5 години. В коригираното търгово предложение заявителят по своя инициатива е приложил метода „Дисконтирани парични потоци“ при определяне на справедливата цена на акция на дружеството съгласно чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, като при прилагането на метода не е представена аргументирана обосновка във връзка с обстоятелството, че дружеството е с ограничен срок на съществуване.

Следва да се отбележи, че дори при приемане на хипотезата, че дружеството ще продължи да осъществява дейността си след 2023 г., методът „Дисконтирани парични потоци“ е некоректно приложен, поради неправилното определяне на 5-годишния прогнозен период в прогнозата на свободните парични потоци. Видно от таблиците на стр. 25-27 от коригираното търгово предложение за исторически период при прилагането на метода е приет периодът 2016 г. – 2020 г., като за формиране на стойностите на показателите за 2020 г. са направени изчисления на базата на 4/3 от отчетените стойности към 30.09.2020 г. Доколкото е прието 2020 г. да бъде част от историческия период, на базата на който е направена прогнозата, не би следвало 2020 г. (видно от данните в таблицата на стр. 29, където са представени крайните изчисления за цена на 1 акция по метода) да бъде разглеждана като прогнозна година, още повече доколкото приходите и разходите от оперативна дейност и нетния оборотен капитал на дружеството са прогнозирани за периода 2021 г. – 2024 г. За направените допускания за разглеждане на 2020 г. като прогнозна година, не е представена необходимата обосновка, което от своя страна води до некоректно определена цена за акция по метода, с което се накърняват интересите на акционерите в дружеството.

3. В коригираното търгово предложение не е спазено изискването на чл. 12, ал. 4 от Наредба № 41, съгласно което използването на балансовите стойности на собствения и привлечения капитал на дружеството за целите на определянето на среднопретеглената цена на капитала (WACC) следва задължително да бъде обосновано.

4. При прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци“ стойността на рисковата премия за инвестиране в акции на развитите пазари е некоректно определена с неактуални данни към м. юли 2020 г. Следва да се има предвид, че базата данни на проф. А. Дамодаран по отношение на този показател се актуализира ежемесечно и предвид датата на обосновката (11.11.2020 г.), би следвало да бъде използвана стойността 5,02%, оповестена към м. ноември 2020 г. Също така данните в таблицата на стр. 23 от коригираното търгово предложение, които представят изменението на капиталовата структура в прогнозния период не кореспондират с използваните данни във втората таблица на стр. 25 при определяне на среднопретеглената цена на капитала (WACC) за прогнозните години. В резултат на посочените несъответствия прогнозната цена на финансиране със собствения капитал, както и среднопретеглената цена на капитала (WACC) за всяка от прогнозните години са изчислени некоректно.

5. По отношение на използваната стойност на премията за странови риск (CRP) следва да се има предвид, че рейтингова агенция Moody's повишава кредитния рейтинг

на Република България от Ваа2 на Ваа1 и от положителна на стабилна перспективата за дългосрочните държавни ценни книжа на 09.10.2020 г., т. е. преди датата на обосновката на настоящото търгово предложение. В коригираното търгово предложение посоченото обстоятелство коректно е отбелязано в текстовото разглеждане на използваната стойност на премията за странови риск (CPR). Независимо от горепосоченото, в изчисленията на цената на финансиране със собствен капитал неправилно е използвана стойността от 2,23% на този показател, доколкото би следвало да бъде използвана стойността на премията за странови риск на държава с кредитен рейтинг Ваа1, какъвто е рейтингът на Република България към датата на обосновката.

6. На стр. 24 от коригираното търгово предложение е представена информация за съдържателите се в изследванията на проф. А. Дамодаран данни относно лихвените премии за множество пазари, коригирани с коефициентите на волатилност на всеки един пазар на акции, като е посочен електронен адрес, където е представена актуална информация. Горепосоченото изявление е подвеждащо, доколкото при прилагането на метода е използвана стойност на премията за странови риск в размер на 2,23%, която не е коригирана с коефициента на волатилност между пазара на собствен капитал и пазара на държавен дълг. За посоченото разминаване между използваната стойност на премията за странови риск и направеното изявление не е представена допълнителна обосновка.

7. По отношение на използвания при прилагането на метода коефициент „бета без дълг“, посоченият електронен адрес на стр. 23 от коригираното търгово предложение отвежда некоректно към данни от изследванията на проф. А. Дамодаран към м. януари 2021 г., с което не е предоставена възможност на акционерите в дружеството да се запознаят с източника на използваните данни.

8. В изложението на данните в таблицата на стр. 23 от коригираното търгово предложение, използвани при изчисляването на коефициента „бета с дълг“, не е направено уточнение, както и не е представена необходимата обосновка относно обстоятелството, че стойността на собствения капитал на дружеството към 30.09.2020 г. е коригирана с общо 1 973 хил. лв. така, както е подходено в обосновката на метода „Нетна стойност на активите“ и на метода „Пазарни множители на дружества-анализи“.

9. При определяне на капиталовата структура в прогнозния период 2021 г. – 2024 г. (таблица на стр. 23) е предвидено собственият капитал да се увеличава или намалява с прогнозната печалба или загуба за съответния период. Видно от направените изчисления собственият капитал за 2021 г. е намален със стойност, която е значително по-голяма от загубата, заложената за 2020 г. В резултат не може да бъде прието, че прогнозната капиталова структура е обоснована коректно.

10. Направеното изявление на стр. 26 от коригираното търгово предложение, че приходите от наеми „се дисконтират със 7% ръст от след 2023 г.“ е некоректно, доколкото посочената процентна стойност представлява показател за динамиката на приходите, а не норма на дисконтиране.

11. Като източник на данните за 2019 г. в двете таблици на стр. 26, представящи разходите на дружеството за оперативна дейност за историческия период, некоректно е посочено, че данните са взети от неаудитирания финансов отчет на дружеството към 31.12.2019 г., доколкото при направена справка с финансовите отчети на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ е видно, че същите са извлечени от аудитирания годишен финансов отчет на дружеството за 2019 г., каквото е и изискването на чл. 10, ал. 2 от Наредба № 41.

12. В таблицата на стр. 29, където са представени изчисленията на прогнозните нетни парични потоци на дружеството, при определянето на нетния паричен поток за 2020 г., която е приета за прогнозна, не е отчетено изменението (увеличение) на нетния оборотен капитал, изчисления, за което са направени на стр. 27 от предложението. В

резултат свободният паричен поток за 2020 г. е изчислен неправилно, което се отразява и в цялост на изчислената цена по метода.

13. В представената информация относно инвестициите на дружеството на стр. 49 от коригираното търгово предложение е посочено, че инвестициите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ в дългосрочни активи се очаква да възлязат на 6 900 хил. лв. По отношение на инвестициите в дълготрайни материални активи, отразени в прогнозата на нетните парични потоци на дружеството (стр. 29), не е представена необходимата обосновка за направените допускания при разбивката на тази стойност и заложените 5 400 хил. лв. за 2021 г. и съответно 1 500 хил. лв. за 2022 г. от прогнозния период.

14. При изчисляване на паричните потоци на дружеството неправилно от стойността на дружеството е извадена балансовата стойност на всички пасиви към 30.09.2020 г. За правилно прилагане на метода би следвало стойността на нетния дълг (представляващ разликата между всички лихвоносни задължения на дружеството и паричните средства към 30.09.2020 г.) да бъде отразена при определянето на справедливата стойност на акциите на дружеството, още повече доколкото при направената прогноза на нетния оборотен капитал не са взети предвид паричните средства и паричните еквиваленти. В настоящия случай нетният дълг на дружеството приема отрицателна стойност, доколкото към 30.09.2020 г. „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ отчита единствено търговски и други задължения на стойност 67 хил. лв., не отчита лихвоносни пасиви, както и паричните средства за периода са в значителен размер от 5 807 хил. лв. Посоченото обстоятелство не е взето предвид при направената прогноза на паричните потоци на дружеството, като за направените допускания за използване на стойността на общите пасиви, без да бъдат взети предвид паричните средства на дружеството, не е представена необходимата обосновка. При така заложените стойности на показателите в таблицата на стр. 29 и коректно отразяване на стойността на паричните средства на дружеството, получената цена по метода „Дисконтирани парични потоци“ би приела значително по-висока стойност, което от своя страна би повишило определената цена на акция по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41. В резултат на установеното обосновано може да се допусне, че справедливата цена съгласно чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК би приела по-висока стойност от предложената от търговия предложител цена в размер на 4,30 лв. за една акция.

По отношение на метода на дисконтираните парични потоци, следва да се има предвид, че същият не е приложен коректно съгласно установените нормативни изисквания и използваните допускания, което води до некоректно определена цена за акция по метода, с което се накърняват интересите на акционерите в дружеството. В резултат на неправилното прилагане на метода, представената справедлива стойност на една акция от капитала на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ е недостатъчно обоснована и не отговаря на изискванията на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и Наредба № 41.

В. По отношение на обосновката на теглата на използваните методи:

Независимо от дадено указание, видно от стр. 10 на коригираното търгово предложение, в таблицата по т. 7.1. за определяне на справедливата стойност на акция съгласно чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41 не е премахнато посочването „в хил. лв.“.

II. 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 предоставено достатъчно време и информация за точна оценка на предложението за 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 предводител цена и начина на формирането ѝ. Конкретните изисквания, които трябва да бъдат спазени от търговия предводител при изчисляване на предложената цена, са посочени в Наредба № 41, сред които са изискването информацията, съдържаща се в обосновката на справедливата цена на акциите, да се представя на ясен и достъпен език; изискването търговия предводител да обоснове използването на всеки оценъчен метод, както и всяко допускане, твърдение или прогнози, направени при определяне на стойността на акциите на дружеството по оценъчните методи, както и изискването при изготвяне на оценка по метода на дисконтираните парични потоци прогнозните парични потоци да се определят въз основа на обосновани прогнози, които се обосновават чрез ретроспективни данни.

След преглед и анализ на съдържанието на представеното коригирано търгово предложение е установено, че същото не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му по отношение на неговата пълнота, яснота, разбираемост и обоснованост, включително търговото предложение не предоставя достатъчно информация на акционерите в „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му. За да бъде гарантирана информираността на акционерите за точна преценка на търговото предложение, последното следва да съдържа обоснована, пълна и последователна информация, с цел правилно анализиране на данните в коригираното търгово предложение от акционерите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, за да бъдат постигнати основните принципи на търговото предложение, заложи в чл. 150, ал. 1 от ЗППЦК. При неспазване на посочените изисквания интересите на акционерите на дружеството – обект на търгово предложение не са защитени. Предвид посоченото, констатираните в съдържанието на коригираното търгово предложение непълноти и некоректно представената информация по чл. 150, ал. 2, т. 4 от ЗППЦК, съответно чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13 и Наредба № 41, водят до невъзможност за ясна и точна оценка на коригираното търгово предложение и съответно до невъзможност за вземане на информирано решение относно негово приемане от акционерите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, към които е адресирано предложението. В резултат на посоченото обосноваване може да се допусне, че в настоящия случай е нарушен заложиеният в чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК принцип на търговото предложение – предоставяне на информация на акционерите на публичното дружеството, обект на търговото предложение, за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му.

Предвид констатираните в съдържанието на коригираното търгово предложение пропуски в представената информация по чл. 150, ал. 2 от ЗППЦК, посочени по-горе, и с оглед некоректното изчисляване на справедливата цена, получена при прилагането на оценъчните методи съгласно чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, съдържанието на разглежданото коригирано търгово предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му, което обстоятелство съответно води до невъзможност за вземане на обосновано решение относно негово приемане от акционерите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, към които е адресирано предложението. В настоящия случай е нарушен заложиеният в чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК принцип, при който следва да се осъществява търговото предложение, поради което са налице предвидените в чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК основания КФН да издаде окончателна забрана за публикуване на коригираното търгово предложение от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД, за закупуване чрез ИП „АБВ Инвестиции“

ЕООД на акции на „И Ар Джи Капитал - 3” АДСИЦ 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), във връзка с чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШИ:

Издава окончателна забрана за публикуване на внесеното в КФН с писмо, вх. № 15-00-11 от 18.01.2021 г., коригирано търгово предложение от „Велграф Асет Мениджмънт” АД, за закупуване чрез ИП „АБВ Инвестиции” ЕООД на акции на „И Ар Джи Капитал -3” АДСИЦ 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