



## КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

### РЕШЕНИЕ № 466 - ТП от 01.07.2021 г.

С писмо, вх. № 15-00-5 от 11.06.2021 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 регистрирано търгово предложение от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „АБВ Инвестиции“ ЕООД, гр. Варна на 343 593 броя акции (16.36%) от капитала на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, гр. София от останалите акционери на дружеството.

След като разгледа и обсъди съдържанието на търговото предложение и приложените към него документи КФН установи, че са налице следните непълноти и несъответствия, които е необходимо да се отстранят:

#### **I. По съдържанието на предложението:**

Обща бележка:

С оглед пълнота на информацията в търговото предложение е необходимо да се уточни към датата на регистриране на търговото предложение, извършена ли е обратна репо сделка за прехвърлените от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД на 12.01.2021 г. 144 500 броя акции от капитала на „И Ар Джи Капитал-3“ АДСИЦ. Съответно в случай на необходимост, следва да се коригират реално притежаваните от търговия предложител брой акции - обект на репо сделки и брой на притежаваните акции, посочени на стр. 6 и на другите относими места в търговото предложение.

#### **1. По чл. 24, ал. 1 т. 5 от Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13), съответно по чл. 150, ал. 2, т. 4 от ЗППЦК – Информация за предлаганата цена за акция:**

1.1. Съгласно изискванията на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13 предлаганата цена на акция не може да бъде по-ниска от най-високата стойност между справедливата цена на акцията, посочена в обосновката по чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК и изчислена, съгласно Наредба № 41 от 11.06.2008 г. *за изискванията към съдържанието на 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), средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на предложението* и най-високата цена за една акция, заплатена от предложителя, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК през последните 6 месеца преди регистрацията на предложението. Посочените разпоредби не са съобразени от търговия предложител при определянето на справедливата цена по чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК, доколкото в търговото предложение най-високата цена на акция, заплатена от търговия предложител през последните 6 месеца е определена на база на

сключени 8 сделки на 08.12.2020 г., като същите не попадат в обхвата на 6-месечния период преди датата на регистрация на търговото предложение (10.12.2020 г. – 10.06.2021 г.). Следва да се отбележи, че определянето на най-високата цена на акция въз основа на данните за посочените сделки е недопустимо, независимо че датата на сетълмент на сделките – 10.12.2020 г. попада в обхвата на изследвания период. За посочения аргумент свидетелства фактът, че при определяне на средно-претеглена пазарна цена на сделките определящ фактор са пазарните условия, при които са сключени съответните сделки. Предвид горепосоченото, представената информация на стр. 20 и др. от търговото предложение, че през последните 6 месеца търговият предложител е сключил сделки с акции на „И Ар Джи Капитал - 3“ АД СИЦ, както и, че най-високата цена, заплатена от него през последните 6 месеца, е 4,30 лв. е некоректна. В тази връзка е необходимо на всички относими места в съдържанието на търговото предложение да бъдат извършени съответните корекции, съответно най-високата цена за една акция следва да не участва при определянето на справедливата цена на акция по чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК.

1.2. Подходът при определяне на средно-претеглената пазарна цена на акциите на дружеството за предходните 6 месеца преди регистрацията на търговото предложение също е некоректен, доколкото видно от стр. 11 на търговото предложение тази стойност – 4,4591 лв. е определена за периода 04.12.2020 г. – 04.06.2021 г. (съгласно данните в приложено удостоверение, изх. № 593 от 08.06.2021 г., издадено от „БФБ“ АД), независимо, че на стр. 11 изрично е посочено, че е разгледан 6-месечният период, предхождащ датата на регистрация на търговото предложение. При извършен анализ на историческите данни за търговията с акции на „И Ар Джи Капитал - 3“ АД СИЦ е установено, че средно-претеглената пазарна цена на акциите на дружеството за предходните 6 месеца преди регистрацията на търговото предложение (10.12.2020 г. – 10.06.2021 г.) е 4,6985 лв. на базата на реализирани 6 сделки с акции на дружеството на 23.12.2020 г. Предвид горепосоченото средно-претеглената пазарна цена на акциите на дружеството за предходните 6 месеца преди регистрацията на търговото предложение следва да бъде преизчислена и коректно оповестена на всички относими места в търговото предложение и съответно коректната стойност да бъде използвана при определянето на справедливата цена на акция по чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК.

1.3. На стр. 11 от търговото предложение в таблицата, описваща сключените сделки за определяне на средно-претеглената пазарна цена на акциите на дружеството е посочена колонка „Дата/час“, но липсва колонка „Дата на сетълмент“. С цел яснота и достоверност на информацията следва да се посочат освен датите на сключване на сделките и датите на сетълмент за всяка отделна сделка. Допълнително, в таблицата на стр. 20 от търговото предложение следва да бъде добавена колонка със съдържание „Дата на сделката“.

**2. По чл. 24, ал. 1, т. 8 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 8 от ЗППЦК – Информация относно условията на финансиране на придобиването на акциите, включително дали предложителят ще ползва собствени или заемни средства:**

Средствата, с които „Централна кооперативна банка“ АД ще финансира търговото предложение, не са достатъчни, доколкото са в размер на 1 532 082 лв., а сумата, необходима за придобиване на 343 593 броя акции, които търговият предложител не притежава, а цели да придобие на предложената цена от 4.46 лева за акция, е в размер на 1 532 424.78 лева. В тази връзка е необходимо търговият предложител да представи доказателство (банково удостоверение, банкова референция или друг документ), издадено от съответната банка, ангажирала се да осигури

необходимите средства за финансиране на търговия предложител за закупуване на пакета от акции, който не притежава и иска да придобие, или съответно доказателства, че притежава необходимите собствени средства за придобиване на пакета от акции. Съгласно чл. 24, ал. 3, т. 3 от Наредба № 13 предвид издаването на временна забрана за публикуване на търговото предложение, е необходимо документите, доказващи наличието на средства за финансиране на търговото предложение, да бъдат издадени към датата, предхождаща внасянето на коригираното търгово предложение.

**3. 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:**

3.1. С цел проверка и удостоверяване на оповестената в търговото предложение информация по отношение на сключени от „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ предварителни договори (стр. 49-50), следва да бъдат представени копия от сключените предварителни договори за покупка на инвестиционни имоти, както и всички последващи анекси към тях.

3.2. С Решение № 60-Е от 28.01.2021 г. КФН одобрява проспекта за допускане до търговия на регулиран пазар на облигационна емисия в общ размер от 20 000 хил. евро, с ISIN код BG2100006209, издадена от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД, съгласно решение на съвета на директорите на дружеството от 16.07.2020 г. В одобрения от КФН проспект подробно са оповестени направленията, за които „Велграф Асет Мениджмънт“ АД е разходвало набраните средства от облигационната емисия, включително е посочено, че с набраните средства дружеството е придобило недвижими имоти в гр. Балчик, гр. Харманли и гр. Плевен, както и е придобило 728 657 бр. акции от капитала на „Актив Пропъртис“ АДСИЦ. Допълнително, съгласно оповестената информация в проспекта със съществена част (над 24 млн. лв.) от набраните средства от облигационната емисия търговият предложител е извършил значителни авансови плащания за покупка на дружества в процес на придобиване. Видно от Приложението със счетоводна политика и обяснителни бележки към междинния консолидиран финансов отчет на дружеството към 31.03.2021 г., на 08.03.2021 г. е финализирана сделка, в резултат на която търговият предложител придобива 100% от дружествените дялове на „Прайм Мол Русе“ ЕООД, чиято обща номинална стойност е в размер на 18 880 хил. лв. Предвид очевидното наличие на значителни инвестиции, извършени от търговия предложител през последните 3 години, следва да се прецизира направеното изявление на стр. 50, че „Велграф Асет Мениджмънт“ АД „*през последните три години не е извършвало значими инвестиции*“, като е необходимо да бъде представена надлежна информация относно извършените инвестиции от търговия предложител за посочения период.

**4. По чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК – Обосновка на предлаганата цена:**

4.1. По отношение на обосновката на предлаганата цена следва да се отстранят единствено конкретно посочените по-долу несъответствия, като датата на оценката и датата на регистрация на търговото предложение не следва да се коригират.

4.2. В таблиците на стр. 10 и стр. 39 от търговото предложение, в които е представено изчисляването на стойността на акция на оценяваното дружество по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41, некоректно е посочено „метод на дисконтираните свободни парични потоци на разположение на компанията (FCFF)“. Посочената информация следва да се прецизира с оглед на обстоятелството, че в търговото предложение при определяне на стойността на акциите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ съгласно

метода „Дисконтирани парични потоци“, е използван моделът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE).

4.3. Доколкото акциите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ не отговарят на изискванията на §1, т. 1 от ДР на Наредба № 41 за акции, търгувани активно, следва да се прецизира нормативното основание в първата таблица на стр. 10 от търговото предложение, съгласно което е определена стойността на една акция на дружеството по приложените оценъчни методи – чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41. Аналогична корекция е необходима и в таблицата на стр. 39, както и в текстовата информация над нея.

4.4. При извършен анализ на сключените сделки с акции на „И Ар Джи Капитал – 3“ АДСИЦ за периода от 6 месеца преди датата на обосновката (07.12.2020 г. – 04.06.2021 г., съобразен с дните без търговски сесии в началото и в края на периода), е установено, че среднодневният обем на търговия с акциите на дружеството на пода на „БФБ“ АД е 3 697,09 бр. акции/ден (436 257 бр. акции в 118 търговски сесии), предвид което посочената стойност от 3728,69 бр. акции/ден на стр. 11 от търговото предложение следва да се коригира.

4.5. В представената текстова информация над таблиците на стр. 40 и стр. 42 от търговото предложение следва да се прецизират посочените междинни периоди, за които е представена систематизирана финансова информация, доколкото същите не съответстват на оповестените междинни финансови данни в таблиците – към 31.03.2020 г. и 31.03.2021 г.

#### **4.6. По представените оценъчни модели:**

##### **А. По отношение на метода „Дисконтирани парични потоци“:**

1. При изчисляване на цената на финансиране със собствен капитал на дружеството е използвана стойност на коефициента „бета без дълг“ за отрасъл REIT, който се отнася за дружества, опериращи в Европа. Следва да се има предвид, че общоприетото към момента определение на българския капиталов пазар е, че той принадлежи към развиващите се пазари. Предвид горепосоченото, избраният регион при определянето на стойността на коефициента „бета без дълг“ би следвало да бъде „развиващи се пазари“ като при направена справка е видно, че към датата на обосновката за определения сектор REIT този коефициент е на стойност 0,65. Констатираният пропуск при определяне на стойността на коефициента „бета без дълг“ следва да бъде отстранен и да бъдат извършени съответните преизчисления на стойностите на коефициента „бета с дълг“ за всяка прогнозна година в таблицата на стр. 24-25, както и на цената на финансиране със собствен капитал за всяка година от прогнозния период в таблицата на стр. 26 и съответно да бъде преизчислена стойността на една акция по метода „Дисконтирани парични потоци“.

2. Допълнително е необходимо прецизиране на текстовото разглеждане на стр. 23 от търговото предложение, както и на посочения източник на използваните данни за определяне на стойността на коефициента „бета без дълг“ от изследванията на проф. А. Дамодаран.

3. При направена справка с одитирания годишен финансов отчет на дружеството за 2018 г. е установено, че дружеството не отчита загуба от обезценка на инвестиционни имоти, каквато информация е посочена в третата таблица на стр. 27 от търговото предложение – загуба в размер на 500 хил. лв. От данните в посочения финансов отчет е видно, че коректното представяне на информацията изисква посочената стойност от 500 хил. лв. бъде оповестена във втората таблица на стр. 27 в клетката, съдържаща данни за финансовите разходи на дружеството за 2018 г., доколкото некоректно е посочено, че същите са в размер на 3 хил. лв. Предвид горепосоченото, данните относно промяна в справедливата стойност на

инвестиционните имоти на дружеството за 2018 г. и финансовите разходи за същата година от историческия период в таблиците на стр. 27 от търговото предложение следва да се прецизират.

4. Предвид разгледаното в търговото предложение взето решение на общо събрание на акционерите на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, проведено на 13.04.2021 г., съветът на директорите на дружеството да бъде овластен на основание чл. 196, ал. 1, изр. 2-ро от Търговския закон в срок 5 години от вписване на гласувани промени в устава на дружеството в търговския регистър (обявен в търговския регистър на 23.04.2021 г.) да взема решения за увеличаване на капитала на дружеството до номинален размер от 20 000 хил. лв. чрез издаване на нови акции, или чрез превръщане на облигации в акции, когато дружеството е издало конвертируеми облигации, следва да бъдат разгледани допусканията, поради които в прогнозата за нетните парични потоци не е предвидено увеличение на капитала на дружеството.

5. При определяне на цената на финансиране с привлечен капитал (стр. 30) е използвана некоректно изчислена средноаритметична стойност на доходността на издадени от 2017 г. до настоящия момент корпоративни облигации на дружества със специална инвестиционна цел, инвестиращи в недвижими имоти, доколкото при направени изчисления е видно, че коректната средноаритметична стойност е в размер на 4,875%. В резултат на посочения пропуск прогнозираните разходи за лихви в таблицата с прогнозата за нетните парични потоци са некоректно определени, което от своя страна оказва влияние и на получената цена по метода „Дисконтирани парични потоци“. Предвид горепосоченото е необходимо да бъдат извършени корекции в представеното текстово и таблично разглеждане (стр. 29-30) на цената на финансиране с привлечен капитал, както и да бъдат направени съответните преизчисления на заложените лихви по дълга в таблицата на стр. 30-31, в която се съдържат данните за прогнозата за нетните парични потоци.

6. Доколкото стратегическият план на търговията предложител предвижда „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ да издаде емисия облигации през текущата 2021 г., следва да бъде оповестена изрична информация дали към датата на обосновката на търговото предложение „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ е предприело конкретни действия във връзка с предстоящото емитиране на облигационната емисия, например за изготвяне на предложение по чл. 205, ал. 2 от Търговския закон. В случай че дружеството е предприело такива действия, следва да бъде използван предвиденият лихвен процент по облигационната емисия или съответно да бъде направена подробна обосновка на направените допускания за използване на средноаритметична стойност на доходността на корпоративни облигации, издадени от други дружества със специална инвестиционна цел.

7. С оглед изискването на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41 е необходимо заложените стойности на амортизации за всяка от годините в прогнозата за нетните парични потоци да бъдат надлежно обосновани на база историческите данни, амортизационния план на дружеството, както и бъдещите инвестиции на „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ, доколкото на стр. 27-28 от търговото предложение е представена обща информация относно счетоводната политика на емитента при отчитането на новопридобити инвестиционни имоти, както и счетоводната политика след първоначалното признаване на имотите, но не е представено разглеждане на направените допускания за определяне на заложените стойности на амортизация. В обосновката на заложените разходи за амортизации за прогнозния период следва да бъде посочен приложният метод на амортизация и средният срок на амортизация на новопридобитите инвестиционни имоти, като бъде отчетено обстоятелството, че като дружество със специална инвестиционна цел, „И Ар Джи Капитал - 3“ АДСИЦ е

задължено да оценява притежаваните от него недвижими имоти към края на всяка финансова година.

8. Представената на стр. 22 от търговото предложение формула за изчисляване на терминалната стойност следва да бъде представена с дробна черта така, както е посочена в Приложение № 1 към Наредба № 41.

9. Допълнително, във формулата за изчисляване на справедливата стойност на собствения капитал на дружеството (стр. 22), следва да се прецизират означенията „FCFF2022” и „FCFF2025“, доколкото в настоящото търгово предложение при прилагане на метода „Дисконтирани парични потоци“ е използван моделът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE).

10. Необходимо е да бъдат прецизирани посочванията „*среднопретеглена цена на капитала*“ на стр. 12, стр. 23 и стр. 24, доколкото в настоящото търгово предложение е използван моделът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE), при който се използва норма на дисконтиране, равна на цената на финансиране със собствен капитал в съответствие с изискването на чл. 12, ал. 2 от Наредба № 41, съответно при изчисляване на цената по метода не са правени изчисления за определяне на стойността на среднопретеглената цена на капитала (WACC).

11. За целите на правилното прилагане на метода „Дисконтирани парични потоци“ е необходимо стойността на паричните средства и паричните еквиваленти съгласно неаудитирания междинен финансов отчет на дружеството към 31.03.2021 г. в размер на 108 хил. лв. 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. При така заложените стойности на показателите в таблицата на стр. 31 и коректно добавяне на стойността на паричните средства и паричните еквиваленти към изчислената справедлива стойност на собствения капитал, получената цена по метода „Дисконтирани парични потоци“ би приела по-висока стойност, което от своя страна оказва влияние на определената цена на акция по чл. 5, ал. 3 от Наредба № 41. Посоченото обстоятелство следва да бъде съобразено при прогнозирането на нетните парични потоци в таблицата на стр. 30-31, като за направените допускания следва да бъде представена необходимата обосновка.

12. Необходимо е да се прецизира означението „*реалистичен сценарий*“ в анкетката на таблицата на стр. 30-31 за определяне на справедливата стойност на една акция по метода „Дисконтирани парични потоци“, доколкото методът е приложен в един сценарий на прогноза и представена по този начин информацията има подвеждащ характер.

13. Във връзка с направените по-горе бележки цената на една акция на „И Ар Джи Капитал - 3” АД СИЦ по метода на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) следва да бъде преизчислена, като на всички относими места в търговото предложение следва да бъдат направени съответните корекции, съобразно дадените указания.

### **Б. По отношение на метода „Нетна стойност на активите”:**

С оглед изискването на чл. 15, ал. 1 от Наредба № 41, по т. 10.4. от търговото предложение (стр. 31) следва да бъде направено изрично изявление дали по отношение на оценяваното дружество има инвеститори с приоритет пред притежателите на обикновени акции.

**В. По отношение на метода „Пазарни множители на дружества - анализи“:**

Необходимо е да бъде прецизирано изявлението на стр. 37 от търговото предложение, където е посочено, че към 31.01.2021 г. сумата на активите на „Експат Бета“ АД СИЦ е в размер на 6 753 хил. лв., а собственият капитал на дружеството е на стойност 5 339 хил. лв., доколкото от оповестената информация в таблицата на същата страница е видно, че посочените данни са към 31.03.2021 г.

**Г. Крайна оценка на дружеството:**

Справедливата цена на една акция на „И Ар Джи Капитал - 3“ АД СИЦ следва да бъде преизчислена предвид необходимостта от преизчисляване на цената по метода „Дисконтирани парични потоци“, средната претеглена пазарна цена на акциите за последните 6 месеца преди регистрацията на предложението, както и най-високата цена за една акция, заплатена от предложителя, през последните 6 месеца преди регистрацията на търговото предложение.

Въз основа на установеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 10 от Закона за комисията за финансов надзор (ЗКФН) във връзка с чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК

**КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

**Р Е Ш И:**

**Издава временна забрана за публикуване на внесеното с писмо, вх. № 15-00-5 от 11.06.2021 г., търгово предложение от „Велграф Асет Мениджмънт“ АД за закупуване чрез инвестиционен посредник „АБВ Инвестиции“ ЕООД на 343 593 броя акции от капитала на „И Ар Джи Капитал - 3“ АД СИЦ от останалите акционери на дружеството.**

На основание чл. 13, ал. 3 от ЗКФН решението може да бъде обжалвано пред Административен съд – София област в 14 – дневен срок от съобщаването му.

Обжалването на решението не спира изпълнението на индивидуалния административен акт. При обжалване чл. 166 от Административнопроцесуалния кодекс не се прилага.

**ПРЕДСЕДАТЕЛ:**

**БОЙКО АТАНАСОВ**