



## КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

### РЕШЕНИЕ № 883 - ТП

от 07.12.2021 г.

Със заявление, вх. № 15-00-13 от 09.11.2021 г., на основание чл. 149, ал. 6, предложение второ и чл. 149а, ал. 1 и ал. 3 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е постъпило търгово предложение от „Индустириален холдинг – Доверие“ АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „София Интернешънъл Секюритиз“ АД на 46 674 броя акции от капитала на „Марицатекс“ АД, гр. Пловдив, 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. Общи бележки по отношение на търговото предложение:**

1. На заглавните страници на Част I и Част II от търговото предложение като основание за отправянето му следва да се посочи и чл. 149, ал. 6, предложение второ от ЗППЦК. Аналогични допълнения следва да се направят и в титулния текст на всяка от страниците в Част I и Част II на търговото предложение, в т. 5.1. (първи, трети и четвърти абзац) от Част I на търговото предложение и в т. 2.1. (втори, четвърти и пети абзац) от Част II на търговото предложение.

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

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

##### **1. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б“ от Наредба № 13 от 22.12.2003 г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) – Данни за предложителя:**

1.1. В последния абзац на стр. 4 от Част I на търговото предложение вместо Цекомир Воденичаров Влайков следва да се посочи Цекомир Влайков Воденичаров.

1.2. Информацията по т. 1.3. от Част I на търговото предложение следва да се допълни, като се посочи броят на притежаваните от „Доверие – обединен холдинг“ АД гласове в общото събрание на акционерите на „Индустириален холдинг – Доверие“ АД съобразно изискването по чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б“, подб. „вв“ от Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции.

1.3. В т. 1.4. от Част I на търговото предложение вместо „Марицатекс“ АД следва да се посочи търговият предложител „Индустириален холдинг – Доверие“ АД.

##### **2. 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:**

Съгласно чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „а“ от Наредба № 13 следва да се представи информация за намеренията на търговия предложител относно преобразуване или прекратяване на „Марицатекс“ АД, а ако няма такива намерения, следва да се направи изрично изявление в този смисъл.

##### **3. По чл. 150, ал. 4 от ЗППЦК във връзка с чл. 28 от Наредба № 13 – Декларация от лицата, подписали търговото предложение:**

3.1. Видно от вписаните обстоятелства по партидата на ИП „София Интернешънъл Секюритиз“ АД в търговския регистър, дружеството се представлява заедно от изпълнителния директор и прокуриста му. В тази връзка Част II от коригираното търгово предложение освен от търговия предводител, следва да се подпише и от двамата законни представители на ИП „София Интернешънъл Секюритиз“ АД.

3.2. Съгласно изискванията по чл. 150, ал. 4 от ЗППЦК и чл. 28 от Наредба № 13 при подписването на Част II от коригираното търгово предложение следва да се направи декларативно изявление за съответствието му с изискванията на закона, аналогично на декларативното изявление на стр. 44 от Част I на търговото предложение.

3.3. В случай че коригираното търгово предложение бъде подписано от пълномощник, следва да се представи изрично пълномощно.

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

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

4.1. В т. II от междинния доклад за дейността на „Марицатекс“ АД към 30.09.2021 г. е оповестено следното: *„След спиране на текстилното производство, дружеството е в процес на установяване на нови търговски взаимоотношения с цел отдаване под наем на наличното недвижимо имущество. С оглед на спецификата на сградите, бивши производствени халета, отдаването им под наем се оказва практически невъзможно и Ръководството, след одобрение от ОСА на акционерите, пристъпи към разрушаване на производствените халета с цел ново бъдещо строителство върху освободените терени“*. Представената в търговото предложение прогнозна информация по метода не отразява посоченото развитие на „Марицатекс“ АД, предвид което коригираното търгово предложение следва да се допълни с тези нови обстоятелства. Всяко допускане, твърдение и прогноза следва обективно и надеждно да бъдат обосновани съгласно изискванията на чл. 7 от 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). При необходимост, ако се предвиждат значителни инвестиции, прогнозният период би следвало да бъде увеличен, съобразно чл. 11, ал. 2 от Наредба № 41 – прогнозният период следва да обхваща целия срок на получаване на финансовия ефект от предстоящите инвестиции.

4.2. Методът „Дисконтирани парични потоци“ не е обосновано приложен. Прогнозният период (2021 – 2025 г.) е по-малък от минимално изискуемия съгласно чл. 11 от Наредба № 41 срок от пет години. Липсва пояснителна информация за отделни показатели – например при определяне нормата за дисконтиране на стр. 37-38 от Част II на търговото предложение не е посочена формулата за изчисляване на цената на финансиране със собствен капитал. В търговото предложение са дадени множество показатели на английски език, вкл. абревиатури (например на стр. 38-39 от Част II), които не са пояснени на български език. Посочени са и абревиатури на български език, които също не са пояснени (например на стр. 40 от Част II). Във връзка с посоченото и на основание чл. 4 и чл. 7 от Наредба № 41 в коригираното търгово предложение е необходимо информацията да бъде изчерпателна и представена на ясен и достъпен език.

При използването на определени показатели (например за определяне на безрисковата норма на възвръщаемост, рискова премия за развит пазар на акции, бета коефициент) е необходимо да се посочат съответстващи поясняващи данни – например за кой пазар, към коя дата, коригира ли се съответният показател (напр. в зависимост от капиталовата структура на дружеството).

По отношение на извършваните изчисления следва да се посочват ползваните формули, както и да се поясни начинът на закръгляване на изходните стойности, които се използват за получаване на крайните резултати.

Термините на чужд език и използваните съкращения следва да бъдат пояснени.

Необходимо е да бъдат посочени конкретните електронни адреси в интернет, на които е осигурен достъп до използваните външни данни, вкл. да се обясни подробно кои стойности се ползват (напр. при позоваване на данни от интернет страницата на проф. А. Дамодаран).

4.3. Доколкото „Марицатекс“ АД е прекратило производствената си дейност, следва да бъде извършен обективен преглед на наличните машини и оборудване, които не се ползват от дружеството. Съответно тези активи следва да се считат за неоперативни и като такива да бъдат добавени при прилагането на метода, съобразно чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41.

4.4. В т. 20 („Активи държани за продажба“) от одитирания годишен финансов отчет (ГФО) на „Марицатекс“ АД за 2020 г. е оповестено следното: „Към 31.12.2020 г. дружеството е класифицирало към групата на активите, държани за продажба машини и съоръжения с балансова стойност 7 хил. лв. /31.12.2019г. – 7 х.лв./, представляващи използваното в текстилното производство оборудване. Към датата на настоящия годишен отчет активите са оценени от лицензиран оценител и стойността им е представена като по-ниската между балансовата им стойност и справедливата им пазарна цена. Ръководството на дружеството счита, че продажбата на останалите активи ще бъде осъществена в рамките на следващия отчетен период“. Аналогично оповестяване е направено и в междинния финансов отчет към 30.09.2021 г. Предвид посоченото е необходимо в първата година от прогнозния период да бъде заложен посоченият приход.

4.5. Доколкото „Марицатекс“ АД вече не осъществява дейност, свързана с производство и продажба на текстилни изделия, а в одитирания ГФО за 2020 г. е посочено, че към 31.12.2020 г. дружеството притежава материални запаси на стойност 56 хил. лв. (към 30.09.2021 г. – 45 хил. лв.) – основно тъкани и ушити изделия, обективно би било в разумен срок през прогнозния период да бъде заложен приход от продажбата на наличните материални запаси. От бележка № 13 на одитирания ГФО на „Марицатекс“ АД за 2020 г. е видно, че през изминалите 2019 г. и 2020 г., дружеството е реализирало значително по-големи продажби на материални запаси от заложените през всяка година от прогнозния период. С оглед на установеното, следва прогнозните приходи да бъдат съобразени с историческите данни, както и да са по-прецизно обосновани.

4.6. В случай, че бъдат предвидени разходи във връзка с предвиденото строителство на територията на „Марицатекс“ АД, съответно тези разходи следва да бъдат надлежно обосновани и съобразени с нивата на съответстващите им прогнозни приходи.

4.7. Следва да се има предвид, че общоприетото към момента определение на българския капиталов пазар е, че той принадлежи към развиващите се пазари, съответно следва стойността на коефициента „бета“ да бъде коригирана съгласно данните за развиващите се пазари, съдържащи се в посочения източник на информация, както и да се посочи изрично, че избраният регион е „развиващи се пазари“. Допълнително, следва да бъде използвана стойност на коефициента „бета“, която отразява съотношението на собствените и привлечените средства на оценяваното дружество. На база на посоченото указание следва да бъдат преизчислени цената на собствения капитал, среднопретеглената цена на капитала, дисконтовият фактор и крайната стойност на дружеството и на една акция.

4.8. Следва да се посочи към кои дати са определени стойностите на безрисковата премия и на рисковата премия за Германия и при необходимост тези стойности следва да се коригират, предвид необходимостта всички стойности да са възможно най-актуални към датата на обосновката.

4.9. Посоченият в таблиците на стр. 40 и 41 „Дисконтов фактор“ е неправилен. В коригираното търгово предложение следва да бъде посочен начинът, по който е изчислен дисконтовият фактор, вкл. да бъдат направени съответните корекции по него.

4.10. Във връзка с направените по-горе бележки цената на една акция на „Марицатекс“ АД по метода „Дисконтирани парични потоци“ следва да бъде преизчислена, като на всички относими места в търговото предложение следва да бъдат направени съответните корекции, съобразно дадените указания.

#### **По отношение на метода „Пазарни множители на дружества - аналози“:**

4.11. Съгласно разпоредбата на чл. 16, ал. 4 от Наредба № 41 за аналози, съответно общоприет еталон, при прилагането на метода следва да бъдат използвани такива дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество. При прилагането на метода в конкретния случай са използвани три акционерни дружества със специална инвестиционна цел (АДСИЦ), по отношение на които се прилагат много специфични регулации, вкл. данъчен режим. Спрямо обикновените публични дружества, АДСИЦ имат различни инвестиционни и рискови характеристики, предвид което „Емирейтс Пропъртис“ АДСИЦ, „Зенит Имоти“ АДСИЦ, „Елана Фонд за Земеделска Земя“ АДСИЦ не могат да бъдат приети за съпоставими с „Марицатекс“ АД. В тази връзка тези дружества следва да отпаднат от избора на дружества аналози при определянето на цената за акция на „Марицатекс“ АД по метода „Пазарни множители на дружества - аналози“, съответно при възможност следва да бъдат заменени с други публични дружества, осъществяващи дейности в областта на недвижимите имоти и които имат по-съпоставими показатели с оценяваното дружество.

#### **По отношение на ликвидационната стойност:**

4.12. По настоящото производство са налице следните случаи по чл. 6, ал. 3 от Наредба № 41:

- т. 1 – *„през всяка от последните три финансови години, предхождащи регистрацията на търговото предложение, дружеството е реализирало отрицателен финансов резултат и/или е декапитализирано“*. В одиторския доклад относно годишния финансов отчет (ГФО) за 2020 г. се съдържа следният параграф за обръщане на внимание: *„...собствения капитал в отчета за финансовото състояние към 31.12.2020г. е в размер на 194 хил. лв., като същия под влияние на натрупаните загуби е по-нисък от размера на регистрирания капитал, в резултат на което дружеството е „декапитализирано““*;

- т. 2 – *„не по-малко от 30 на сто от активите на дружеството се формират от имоти и съоръжения, които съгласно счетоводната политика на дружеството са представени във финансовия отчет по модела на цена на придобиване и не са преоценявани към последния годишен одитиран финансов отчет“*. Съгласно одитирания ГФО за 2020 г. дружеството разполага с инвестиционни имоти с балансова стойност 6 874 хил. лв., които формират над 82% от актива на дружеството. В пояснителните бележки (т. 2.7) на ГФО за 2020 г. е оповестено, че *„Последната оценка на нетекущите активи е извършена към 31.12.2019г. от независим лицензиран оценител от фирма Баланс Инженеринг ЕООД“*;

- т. 6 – *„стойностите на акциите на дружеството, обект на оценката, получени съгласно приложените оценъчни методи, се различават една от друга повече от 1,5 пъти“*. От данните в обосновката е видно, че цената на акция, изчислена по метода „Дисконтирани парични потоци“ надвишава 13 пъти цената на акция, изчислена по метода „Нетна стойност на активите“ и надвишава 11 пъти цената на акция, получена по метода „Пазарни множители на дружества-аналози“.

Следователно са налице обстоятелства, съгласно които може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава предложената от търговия предложител цена за една акция на „Марицатекс“ АД.

Предвид гореизложеното, на основание чл. 6, ал. 3, т. 1, т. 2 и т. 6 от Наредба № 41, за целите на настоящото търгово предложение следва да бъде изготвена и представена оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност.

#### **Крайна оценка на дружеството:**

4.13. Справедливата цена на една акция на „Марицатекс“ АД следва да бъде преизчислена предвид дадените указания за преизчисляване на цената по методите „Дисконтирани парични потоци“ и „Пазарни множители на дружества-аналози“.

4.14. Допълнително следва да се има предвид разпоредбата на чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, съгласно която 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.

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. № 15-00-13 от 09.11.2021 г., търгово предложение от „Индустириален холдинг – Доверие“ АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник „София Интернешънъл Секюритиз“ АД на 46 674 броя акции от капитала на „Марицатекс“ АД, гр. Пловдив 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, което не спира неговото изпълнение.

### **ПРЕДСЕДАТЕЛ:**

**БОЙКО АТАНАСОВ**