

**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**

Обн. - ДВ, бр. 59 от 01.07.2008 г.; изм., бр. 65 от 22.07.2008 г.; изм. и доп., бр. 83  
от 17.10.2017 г.; изм. и доп., бр. 84 от 21.10.2022 г.

Приета с Решение № 104-Н от 11.06.2008 г. на Комисията за финансов надзор

**Глава първа  
ОБЩИ ПОЛОЖЕНИЯ**

**Чл. 1.** (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) С наредбата се уреждат изискванията към съдържанието на обосновката на справедливата цена на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчните методи, в случаите на:

1. преобразуване на търговски дружества с участието на най-малко на едно публично дружество;

2. сключване от публично дружество на договор за съвместно предприятие при условията на чл. 126б от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК).

(2) С наредбата се уреждат и изискванията към съдържанието на обосновката на предлаганата цена (предлаганата разменна стойност) и справедливата цена на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчните методи, в случаите на:

1. (нова - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) задължение за отправяне на търгово предложение, възникващо за лице, което придобие пряко или чрез свързани лица повече от една трета от гласовете в общото събрание на публично дружество, в което няма лице или лица, притежаващи пряко или чрез свързани лица над 50 на сто от гласовете в общото събрание;

2. (предишна т. 1 - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) задължение за отправяне на търгово предложение, възникващо за лице, което придобие пряко, чрез свързани лица или непряко по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК повече от 50 на сто или 2/3 от гласовете в общото събрание на публично дружество;

3. (предишна т. 2 - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) право да бъде отправено търгово предложение от лице, което придобие пряко, чрез свързани лица или непряко по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК повече от 90 на сто от гласовете в общото събрание на публично дружество;

4. (предишна т. 3 - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) изкупуване на акции съгласно чл. 157а ЗППЦК, когато търговото предлагане, с което е достигнат последният праг, е било доброволно и лицето е придобило по-малко от 90 на сто от акциите с право на глас.

(3) Наредбата се прилага и за всяко непублично дружество, което участва в преобразуването по ал. 1, т. 1.

**Чл. 2.** Търговият предложител може да обоснове предлаганата от него цена съгласно разпоредбите на наредбата и при търгово предложение:

1. за придобиване на повече от 3 на сто от общия брой акции в рамките на една година от лице, притежаващо пряко, чрез свързани лица и/или непряко по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК повече от 50 на сто от гласовете в общото събрание на публично дружество;

2. за придобиване пряко, чрез свързани лица или непряко по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК на повече от 1/3 от гласовете в общото събрание на публично дружество от лице, притежаващо поне 5 на сто от гласовете в общото събрание на същото дружество;

3. за придобиване от публично дружество през една календарна година на повече от 3 на сто собствени акции с право на глас в случаите на намаляване на капитала чрез обезсилване на акции и обратно изкупуване.

**Чл. 3.** Справедливата цена на акция на дружество е стойността, определена въз основа на цената на акциите от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции и/или на общоприети оценъчни методи в съответствие с изискванията на наредбата.

**Чл. 4.** Информацията, съдържаща се в обосновката на справедливата цена на акциите, се представя на ясен и достъпен език.

## **Глава втора**

### **МЕТОДИ ЗА ОЦЕНКА И ИЗИСКВАНИЯ ЗА ПРИЛАГАНЕТО ИМ**

#### **Раздел I**

#### **Общи изисквания**

**Чл. 5.** (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) Справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като средна претеглена стойност от средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката, и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 3.

(2) В случай че Комисията за финансов надзор, наричана по-нататък „Комисията“, е взела решение за окончателна забрана за публикуване на търгово предложение и в срок един месец от датата на това решение търговият предложител регистрира ново търгово предложение, при определянето на справедливата цена на акциите, търгувани активно, търговият предложител може да използва средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца, използвана за обосновката по предходното търгово предложение, за чието публикуване Комисията е наложила окончателна забрана. Изречение първо се прилага в случай, че в срок един месец от датата на решението за окончателна забрана дружеството - обект на търговото предложение, не е публикувало финансов отчет или друга важна информация.

(3) Ако акциите на дружеството не се търгуват активно през последните шест месеца преди датата на обосновката, справедливата цена на акциите се определя като средна претеглена величина от стойностите на акциите, получени съгласно методи от поне две от следните групи:

1. метод на дисконтираните парични потоци;

2. метод на нетната стойност на активите, и

3. методи, използващи пазарните множители на сходни дружества или на сключени сделки по придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, включително и по търгови предложения.

(4) В случай че през последните 12 месеца преди датата на обосновката е изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител, Комисията, съответно заместник-председателят, ръководещ управление „Надзор на инвестиционната дейност“, може обосновано да изиска тази оценка да бъде включена в справедливата цена на акциите по ал. 3.

(5) Претеглянето по ал. 1, 2 и 3 се осъществява чрез умножаване на стойността на акциите, получена от пазара и/или съгласно приложените оценъчни методи, по техните относителни тегла. Преобразуващите се дружества или дружествата, страни по договор за съвместно предприятие, съответно търговият предложител, наричани по-нататък „заявителят“, определят тегла, чрез които обосновано считат, че ще се определи по-реалистична оценка на справедливата цена към датата на обосновката €.

Не се допуска използването на тегло, по-ниско от 20 % и по-високо от 80 %.

(6) В случай че заявителят е използвал само два оценъчни метода, посочени в ал. 3, Комисията, съответно заместник-председателят, ръководещ управление „Надзор на инвестиционната дейност“, може да изиска от заявителя да използва оценъчен метод от групата оценъчни методи, която не е използвана при определянето на справедлива цена на акциите.

(7) В случай че определените от заявителя тегла на използваните методи не са обосновани, Комисията, съответно заместник-председателят, ръководещ управление „Надзор на инвестиционната дейност“, може да изиска от заявителя да представи допълнителна обосновка на определените тегла, съответно да ги коригира.

(8) Заявителят може да замени всеки от методите, посочени в ал. 3, с друг общоприет оценъчен метод, когато някой от посочените методи е неприложим или чрез прилагането на друг общоприет метод се получава по-реалистична стойност на една обикновена акция на дружеството. В обосновката на стойността на акциите, получена по метода, се описва и неговата методика.

**Чл. 6.** (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.; изм. и доп., бр. 84 от 2022 г.) (1) Справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност в случаите, когато:

1. ликвидационната стойност надвишава справедливата цена на акциите, определена съгласно чл. 5, или

2. общото събрание на акционерите е приело решение за ликвидация на дружеството или дружеството е в производство по несъстоятелност при условията на чл. 630 от Търговския закон.

(2) Ликвидационна стойност на акциите по ал. 1, т. 1 се изчислява, когато основателно може да се допусне, че тя надвишава цената на акциите, определена съгласно чл. 5.

(3) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Комисията за финансов надзор, съответно заместник-председателят, ръководещ управление "Надзор на инвестиционната дейност", може в хода на съответното административно производство по реда на чл. 124, 126г или 152 ЗППЦК да изиска от заявителя да изготви оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност, когато е налице някое от следните обстоятелства:

1. през всяка от последните три финансови години, предхождащи регистрацията на търговото предложение, съответно на представяне в Комисията на договора за съвместно предприятие или изготвянето на плана или договора за преобразуване, дружеството е реализирало отрицателен финансов резултат и/или е декапитализирано;

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;

3. дружеството използва в своята стопанска дейност значителен размер почти или напълно амортизирани активи (отчетната стойност на амортизуемите нетекущи материални активи превишава тяхната балансова стойност повече от 4 пъти);

4. балансовата стойност на дяловите участия надвишава 15 на сто от активите на дружеството;

5. оценката на дружеството по метода "Нетна стойност на активите" (без корекции) надхвърля с повече от 1,5 пъти предложената от заявителя справедлива цена (разменна стойност);

6. (изм. - ДВ, бр. 84 от 2022 г.) стойностите на акциите на дружеството, обект на оценка, получени съгласно методите по чл. 5, ал. 1 и 3, се различават една от друга повече от 1,5 пъти;

7. направени са корекции на стойностите по баланса на дружеството в размер, по-голям от 20 на сто от сумата на активите по чл. 15, ал. 3;

8. други случаи, когато основателно може да се предположи, че ликвидационната стойност на акциите надвишава тяхната стойност, определена съгласно чл. 5.

(4) (Нова - ДВ, бр. 84 от 2022 г.) Комисията, съответно заместник-председателят, ръководещ управление „Надзор на инвестиционната дейност“, в хода на съответното административно производство може да изиска от заявителя да представи нова оценка на акциите на оценяваното дружество по метода на ликвидационната стойност, изготвена от друг оценител, сертифициран от Камарата на независимите оценители в България, когато са изпълнени следните условия:

1. налице е някое от обстоятелствата по ал. 3, съгласно което може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава предложената от търговия предводител цена за една акция на оценяваното дружество;

2. констатирани са непълноти и несъответствия в представената оценка, които поставят под съмнение обективността и/или качеството на изготвената оценка.

**Чл. 7.** (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) Заявителят трябва да обоснове използването на всеки оценъчен метод по чл. 5, теглото, което е определил за всеки от използваните оценъчни методи, както и всяко допускане, твърдение или прогнози, направени при определяне на стойността на акциите на дружеството по оценъчните методи.

(2) Обосноваването по ал. 1 следва да съдържа подробна информация за:

1. характеристиките на оценяваното дружество, а именно:

а) особеностите на дейността му;

б) обща стойност на активи и пасиви по баланс;

в) силни и слаби страни и сравнение с конкурентите;

г) коефициенти на рентабилност;

д) коефициенти за активи и ликвидност;

е) коефициенти за една акция;

ж) коефициенти за дивидент;

з) коефициенти на развитие;

и) коефициенти за ливъридж;

к) пазарни коефициенти;

л) (нова - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) описание на начина на изчисляване на всички коефициенти, използваните стойности за тяхното изчисляване и източниците на информация;

м) (предишна буква л - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) други съществени обстоятелства;

2. характеристиките на оценяваното дружество в исторически план;

3. относимите към дейността на дружеството икономически тенденции и условия в Република България и по света;

4. (изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) характеристиките по т. 1 за сходно дружество, съответно общоприет еталон и сравнителен анализ с оценяваното дружество;

5. други съществени обстоятелства, поради които заявителят счита, че изборът на оценъчни методи, техните тегла, направените допускания, твърдения и прогнози са подходящи.

(3) Коефициентите по ал. 2, т. 1, букви "г"- "е", "з" и "и" се изчисляват на база последния публикуван финансов отчет, коефициентите по ал. 2, т. 1, буква "ж" се изчисляват на база на последния годишен одитиран финансов отчет, а тези по ал. 2, т. 1, буква "к" се изчисляват на база на информацията по чл. 17, ал. 3 и 4.

(4) Информацията по ал. 2, т. 3 се представя на базата на анализ на макроикономическата среда и отрасъла, в който дружеството извършва основната си дейност.

## **Раздел II**

### **Метод на дисконтираните парични потоци**

**Чл. 8.** (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Методът на дисконтираните парични потоци включва модели за определяне на стойността на акциите на базата на времевата стойност на парите.

(2) (Доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Оценъчният метод на базата на времевата стойност на парите е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции чрез дисконтиране на прогнозните бъдещи парични потоци, дивиденди и печалби.

(3) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) При определяне на стойността на акциите съгласно метода на дисконтираните парични потоци заявителят използва модели, обосновани с характеристиките на дружеството и генерираните от него парични потоци, като:

1. модел на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) съгласно приложение № 1;

2. модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF) съгласно приложение № 2;

3. модел на дисконтираните дивиденди (DDM) съгласно приложение № 3-при условие, че публичното дружество е изплащало дивидент през предходните три финансови години.

(4) Избраният модел по ал. 3 трябва да бъде описан, обосновано приложен, коригиран при наличие на привилегировани акции и съобразен с жизнения цикъл на оценяваното дружество.

(5) В случаите, когато някой от моделите по ал. 3 е неприложим за определянето на стойността на акциите на дружеството, заявителят може да приложи друг модел, ако с него ще се определи по-реалистично стойността на акциите. Изборът на този модел трябва да бъде обоснован с характеристиките на дружеството и специфичните особености на генерираните от него парични потоци.

**Чл. 9.** Стойността на една обикновена акция на дружеството съгласно моделите по чл. 8, ал. 3 се определя, както следва:

1. по модела на дисконтираните парични потоци на собствения капитал-стойността на собствения капитал, получена по реда на приложение № 1, се намалява със стойността на привилегированите акции и получената стойност се разделя на броя обикновени акции в обращение;

2. по модела на дисконтираните парични потоци на дружеството-стойността на общия капитал (собствения и привлечения капитал), получена по реда на приложение № 2, се намалява с всички дългове и други законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред обикновените акционери, и получената стойност се разделя на броя обикновени акции в обращение;

3. по модела на дисконтираните дивиденди-стойността на акция, получена по реда на приложение № 3.

**Чл. 10.** (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) Прогнозните парични потоци се определят въз основа на обосновани прогнози.

(2) Прогнозите се обосновават чрез ретроспективни данни най-малко от последните три годишни одитирани финансови отчета на дружеството и последния публикуван финансов отчет преди датата на регистриране на търгово предложение, съответно преди датата на представяне за одобряване на договора за съвместно предприятие или изготвянето на плана или договора за преобразуване на дружеството, както и на база характеристиките на дружеството по чл. 7, ал. 2. Когато дружеството изготвя консолидиран финансов отчет, информацията по изречение първо трябва да бъде представена на базата на консолидираните финансови отчети.

(3) Паричните потоци за целите на модела по чл. 8, ал. 3, т. 1 са прогнозните парични потоци на собствения капитал.

(4) Паричните потоци за целите на модела по чл. 8, ал. 3, т. 2 са прогнозните парични потоци на дружеството.

(5) Паричните потоци за целите на модела по чл. 8, ал. 3, т. 3 са очакваните за разпределение дивиденди.

(6) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Прогнозните потоци за дисконтиране се представят в един или повече сценария по преценка на заявителя, като добавянето на допълнителни сценарии се обосновава. Стойността на акциите по моделите по чл. 8, ал. 3 и 5 се определя като средна претеглена стойност от стойностите на акциите, получени по различните сценарии. Относителните тегла се определят от заявителя и се обосновават въз основа на допусканията, твърденията и прогнозите по чл. 7, ал. 2. При използване на няколко сценария реалистичният сценарий не може да бъде с тегло, по-ниско от теглото на останалите сценарии.

**Чл. 11.** (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) Прогнозните парични потоци се определят по години, като се разграничават два периода-прогнозен период и следпрогнозен период.

(2) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Прогнозният период обхваща периода, през който могат да бъдат прогнозирани с достатъчна сигурност паричните потоци на собствения капитал, паричните потоци на дружеството, очакваните дивиденди или други финансови показатели. Този период не може да бъде по-кратък от пет години и следва да обхваща целия срок на получаване на финансовия ефект от предстоящите инвестиции.

(3) Прогнозните парични потоци се определят за всяка отделна година в рамките на прогнозния период.

(4) Следпрогнозният период обхваща годините след изтичането на прогнозния период. Това е периодът, за който се предвижда, че няма да има съществени промени в мащабите и рентабилността на дейността и затова се прогнозира, че паричните потоци ще останат постоянни или ще нарастват или намаляват с устойчив темп.

(5) Паричните потоци през следпрогнозния период се приемат за равни на паричния поток за първата година от следпрогнозния период или се изразяват чрез него с постоянен темп.

(6) Предвиждането на инвестиционни разходи и нарастване на нетния оборотен капитал за всяка година се допуска дотолкова, доколкото се изисква за осигуряване поддържането на капитала и прогнозния темп.

**Чл. 12.** (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) Дисконтирането на прогнозните парични потоци се извършва с норма на дисконтиране, която служи за изчисляване на техните настоящи стойности.

(2) Нормата на дисконтиране за моделите по чл. 8, ал. 3, т. 1 и 3 е цената на финансиране със собствен капитал.

(3) Нормата на дисконтиране за модела по чл. 8, ал. 3, т. 2 е среднопретеглената цена на капитала на дружеството (WACC).

(4) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) При определяне на относителните дялове за целите на определянето на среднопретеглената цена на капитала на дружеството се използват пазарните стойности на всички използвани източници на финансиране. Заявителят може да използва техните балансови стойности, като е длъжен да обоснове тяхното използване.

(5) Заявителят може да приложи норма на дисконтиране, различна от посочените по ал. 2 и 3, в случаите, когато чрез нейното прилагане се получава по-реалистична стойност на една обикновена акция на дружеството. Нормата за дисконтиране по изречение първо трябва да бъде обоснована, като се опише методиката за нейното изчисляване и се извърши анализ и оценка на определящите фактори.

**Чл. 13.** (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) (Предишен текст на чл. 13 - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Терминалната стойност се изчислява чрез капитализация на паричните потоци за следпрогнозния период съгласно приложенията към наредбата.

(2) (Нова - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Към стойността, получена при прилагане на метода на дисконтираните парични потоци, се добавя стойността на неоперативните активи. В случай че балансовата стойност на неоперативните активи е в размер до 10% от балансовата стойност на всички активи към датата на последния публикуван финансов отчет на дружеството, неоперативните активи се оценяват по балансовата им стойност. В останалите случаи неоперативните активи се оценяват по пазарна стойност.

### **Раздел III**

#### **Метод на нетната стойност на активите**

**Чл. 14.** (1) Методът на нетната стойност на активите включва група модели за определяне на стойността на акциите на базата на нетната стойност на активите.

(2) Методът на нетната стойност на активите е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции с използване на модели, основаващи се на стойността на активите на дружеството, намалена със задълженията му.

(3) При определяне на стойността на акциите по ал. 2 заявителят използва модела на нетната балансова стойност на активите.

(4) Заявителят може да приложи друг модел, различен от посочения по ал. 3, ако с него ще се определи по-реалистична стойност на акциите. Изборът на този модел трябва да бъде описан и обоснован с характеристиките на дружеството и специфичните особености на неговите активи и пасиви.

**Чл. 15.** (1) Стойността на акцията по модела на нетната балансова стойност на активите се определя, като стойността на активите по баланса на дружеството, намалена със стойността на текущите и нетекущите задължения по баланса и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции, се раздели на броя на обикновените акции в обращение.

(2) Стойността на активите и задълженията на дружеството се определя на базата на информацията от последния публикуван счетоводен баланс. Ако дружеството изготвя консолидиран финансов отчет, информацията по изречение първо трябва да бъде представена на базата на консолидирания счетоводен баланс.

(3) Всяко коригиране на балансовата стойност на активите и пасивите трябва да бъде обосновано от заявителя. Коригиране на балансовите стойности от годишния одитиран финансов отчет не се допуска.

### **Раздел IV**

#### **Методи на пазарните множители на сходните дружества (Загл. изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.)**

**Чл. 16.** (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Методите на пазарните множители на сходни дружества включват група модели за определяне на стойността на акцията на дружеството на базата на пазарните цени на акциите на сходно дружество или група сходни дружества.

(2) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Методът на базата на пазарните цени на акциите на сходни дружества е принципен начин за определяне стойността на едно дружество и/или на неговите акции с използване на един или повече модели, които сравняват дружеството, предмет на оценката, с подобно дружество с пазарна цена или общоприет еталон.

(3) При определяне на стойността на акциите заявителят използва един от следните модели:

1. (изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) модел на пазарните множители на сходно дружество; или

2. (изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) модел на пазарните множители на общоприет еталон, които са обосновани с характеристиките на оценяваното дружество и на сходното дружество или общоприетия еталон или

3. (нова - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) модел на пазарните множители, достигнати при сделки за придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, през последната една година.

(4) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Сходно дружество, съответно общоприет еталон, е такова дружество или дружества, които осигуряват достатъчно добра база за сравнение спрямо инвестиционните и рискови характеристики на оценяваното дружество. Допуска се използването на дружества, търгувани на чуждестранни пазари. Изборът на сходно дружество, съответно общоприет еталон, трябва да бъде обоснован чрез сравнителен анализ и оценка на инвестиционни и рискови характеристики, както и степента на сходство с оценяваното дружество.

(5) (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Общоприет еталон се определя като средна стойност от пазарните множители на сходните дружества. Допускат се корекции (премия или дисконт) на средните стойности на пазарните множители, които следва да бъдат обосновани.

(6) (Нова - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Заявителят може да използва модела по ал. 3, т. 3, в случай че информацията за сделките, посочени в ал. 3, т. 3, е публично достъпна и изчерпателна по отношение на съществени условия по сделката, като цена на акция или на предприятието, дял от капитала на предприятието и др.

(7) (Предишна ал. 6 - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) В случаите, когато някой от моделите по ал. 3 е неприложим за определянето на стойността на акциите на дружеството, заявителят може да избере прилагането на друг модел, ако с него се определя по-реалистично стойността на акциите. Изборът на друг модел следва да бъде обоснован с характеристиките на оценяваното дружество и специфичните особености на неговите активи и пасиви.

(8) (Предишна ал. 7, изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Избраният модел по ал. 3 и 7 трябва да бъде описан и обосновано приложен.

**Чл. 17.** (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Моделите на пазарните множители на сходно дружество, съответно на общоприет еталон, се прилагат чрез изчисляване стойността на акциите на оценяваното дружество чрез умножаване на:

1. (изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) нетната печалба с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприет еталон, и неговата нетна печалба (P/E), или

2. (изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) счетоводната стойност (собствен капитал) с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговата счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B), или

3. (изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) нетните приходи от продажби с пазарен множител, който представлява съотношението между пазарната цена на акциите на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговите нетни приходи от продажби (P/S), или

4. (изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) печалбата преди лихви, данъци и амортизации с пазарен множител, който представлява съотношението между общата стойност на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и неговата печалба преди лихви, данъци и амортизации (EV/EBITDA).

(2) Заявителят може да избере прилагането на друг пазарен множител извън посочените по ал. 1, ако с него се определя по-реалистично стойността на акциите на



дружеството. Изборът на друг пазарен множител следва да бъде обоснован с характеристиките на оценяваното дружество и специфичните му особености.

(3) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Нетната печалба, счетоводната стойност (собствен капитал), нетните приходи от продажби и печалбата преди лихви, данъци и амортизации на сходното дружество, съответно на общоприетия еталон, и на оценяваното дружество се определят на базата на последния публикуван финансов отчет. Когато дружеството изготвя консолидиран финансов отчет, информацията по изречение първо трябва да бъде представена на базата на консолидираните финансови отчети.

(4) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Множителите по ал. 1 се изчисляват въз основа на пазарни цени на сходното дружество, съответно на дружествата, включени в общоприетия еталон, определени като цена на затваряне или друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки през последните 3 месеца, предхождащи датата на обосновката на цената, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за деня.

## **Раздел V**

### **Метод на ликвидационната стойност на дружеството**

**Чл. 18.** (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) Ликвидационната стойност на дружеството представлява сумата от ликвидационните стойности на неговите активи, намалена с неговите текущи и нетекущи пасиви, разходите за ликвидация и всички законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред притежателите на обикновени акции.

(2) Ликвидационната стойност на една акция се изчислява, като ликвидационната стойност на дружеството се раздели на броя акции в обращение.

(3) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) Ликвидационната стойност на дружеството се изчислява от независими оценители с необходимата квалификация и опит.

(4) Ликвидационната стойност се изготвя към датата на последния публикуван финансов отчет на дружеството.

(5) Ликвидационната стойност се определя по методи, базиращи се на оценка на ликвидационната стойност на активите и пасивите на дружеството. Всички корекции, извършени от оценителя върху данните от финансовите отчети и разходите за ликвидация, трябва да бъдат подробно мотивирани и обяснени.

**Чл. 19.** В случаите, когато оценката на дружеството по някой от моделите съгласно чл. 8, 14 и 16 е отрицателна стойност, моделът не може да бъде приложен за целите на определяне на справедливата цена по чл. 5.

## **Глава трета**

### **СЪДЪРЖАНИЕ НА ОБОСНОВКАТА НА ЦЕНАТА НА АКЦИИТЕ**

**Чл. 20.** (Доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) (1) Обосновката на предлаганата цена (предлаганата разменна стойност), съответно справедливата цена на акциите на публично дружество, трябва да съдържа:

1. резюме на данните от оценката;
2. разяснение на извършената оценка;
3. систематизирана финансова информация;
4. източници на използваната при обосновката информация.

(2) Обосновката трябва да бъде изготвена към дата, която е не по-рано от 5 дни преди датата на регистриране на търгово предложение в Комисията и не по-рано от един месец преди датата на представяне в Комисията на договора за съвместно предприятие или изготвянето на плана или договора за преобразуване на дружеството.

(3) (Нова - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) В случаите, когато в хода на административно производство по одобрение на договор за преобразуване, съответно договор за съвместно предприятие, е представен анекс към договора за преобразуване, съответно

към договора за съвместно предприятие, обосновката на предлаганата цена (предлаганата разменна стойност), съответно справедливата цена на акциите на публично дружество, трябва да бъде изготвена към дата, която е не по-рано от един месец преди датата на представяне в Комисията на анекса към първоначално сключения договор.

**Чл. 21.** (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.; доп., бр. 84 от 2022 г.) (1) (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) В случаите на търгово предлагане резюмето на данните от оценката по чл. 20, ал. 1, т. 1 включва следната информация:

1. цената или разменната стойност, предложена от търговия предложител;
2. изчислената справедлива цена на акциите;
3. стойността на акциите, изчислена съгласно всеки от използваните оценъчни методи, и теглото на всеки метод при определяне на справедливата цена съгласно чл. 5, ал. 1 и 3;

4. балансова стойност на неоперативните активи към датата на последния публикуван финансов отчет;

5. средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди регистрацията на предложението, съответно преди датата, на която най-късно е трябвало да бъде изпълнено задължението по чл. 149, ал. 1 или 6 ЗППЦК, ако търговото предложение не е регистрирано до тази дата и тази цена е по-висока от средната претеглена пазарна цена на акциите за последните шест месеца преди регистрацията на предложението; броя изтъргувани акции на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката; средната претеглена цена на всички сделки през последните шест месеца преди датата на обосновката от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за период шест месеца преди датата на обосновката и най-високата цена за една акция, заплатена от търговия предложител, от свързаните с него лица или от лицата по чл. 149, ал. 2 ЗППЦК през последните шест месеца преди регистрацията на предложението; последната емисионна стойност, в случай че има такава, и датата на вписване на емисията в регистъра по чл. 30 от Закона за Комисията за финансов надзор;

6. информация и данни, необходими за определяне дали акциите на дружеството се търгуват активно;

7. в случай че през последните 12 месеца преди датата на обосновката е била изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител, информация за тази оценка, съдържаща данни за определената цена, цел на оценката, дата на оценката, място, където заинтересованите лица могат да се запознаят с тази оценка;

8. информация, че Комисията не е одобрила, нито е отказала одобрение на справедливата цена на акциите и не носи отговорност за верността и пълнотата на съдържащите се в обосновката данни;

9. дата на обосновката и срок на валидност;

10. друга информация за цените на акциите, която заявителят смята за съществена.

(2) В случаите на преобразуване на дружество и договор за съвместно предприятие резюмето на данните от оценката по чл. 20, ал. 1, т. 1 включва съответно информацията по ал. 1 и прогнозна оценка на новообразуваното дружество или дружества, съответно на приемащото дружество при вливане.

(3) (Нова - ДВ, бр. 84 от 2022 г.) В случаите на внасяне на коригирано търгово предложение след издадена временна забрана информацията по ал. 1, т. 9 и датата на регистриране в Комисията на търговото предложение не се променят.

**Чл. 22.** Разяснението на извършената оценка по чл. 20, ал. 1, т. 2 съдържа подробно описание на използваните методи за оценка на акциите, включително и информацията по чл. 7, ал. 1.

**Чл. 23.** (1) Систематизираната финансова информация по чл. 20, ал. 1, т. 3 включва данни за последните три финансови години, както и актуална финансова информация на базата на последния публикуван финансов отчет, изготвен съгласно приложимите счетоводни стандарти, както следва:

1. данни от отчета за доходите:
  - а) нетни приходи от продажби;
  - б) себестойност на продажбите;
  - в) брутна печалба/загуба;
  - г) административни разходи и разходи за продажби;
  - д) печалба/загуба от дейността;
  - е) финансови приходи и разходи;
  - ж) печалба/загуба (преди разходи за данъци);
  - з) нетна печалба/загуба;
2. данни от счетоводния баланс:
  - а) парични средства и парични еквиваленти;
  - б) нетен оборотен капитал;
  - в) обща стойност на активите;
  - г) обща стойност на пасивите;
  - д) обща стойност на собствения капитал;
3. финансови коефициенти по чл. 7, ал. 2, букви "г"- "к";
4. други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от заявителя или са поискани от Комисията в хода на съответното административно производство по реда на чл. 124, 126г или 152 ЗППЦК;

5. в случай на преобразуване или договор за съвместно предприятие-се включва и:

- а) прогнозна финансова информация по т. 1-4 за новообразуваното дружество или дружества, съответно от приемащото дружество при вливане;
  - б) прогнозна оценка на очакваните изменения (след преобразуването) в стойността на собствения капитал;
  - в) цената на новообразуваното дружество или дружества;
  - г) други данни, представляващи съществени обстоятелства;
- б. изявление, че предходните финансови резултати не могат да се считат за непременно показателни за бъдещите финансови резултати на дружеството и резултатите от междинните периоди не могат да се считат за непременно показателни за годишните финансови резултати.

(2) Данните по ал. 1, т. 1-4 трябва да са взети от одитирани финансови отчети и от последния публикуван финансов отчет на дружествата.

(3) В случай че дружеството е използвало в отчета за доходите класификация на разходите по видове, данните по ал. 1, т. 1, букви "б" и "г" могат да бъдат заменени със съответните видове разходи от отчета.

(4) Когато дружеството е задължено да изготвя консолидиран финансов отчет, информацията по ал. 1 трябва да бъде представена и на базата на консолидирани финансови отчети.

**Чл. 24.** В случаите, когато някои от елементите на съдържанието на обосновката са неприложими, тези елементи трябва да бъдат заменени със съответни данни.

## **ДОПЪЛНИТЕЛНИ РАЗПОРЕДБИ**

**§ 1.** (Изм. и доп. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) По смисъла на наредбата:

1. (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) „Акции, търгувани активно“ са акции, които отговарят едновременно на следните две условия:

а) за предходните шест месеца преди датата на обосновката:

аа) имат минимален среднодневен обем на търговия в размер най-малко 0,01 % от общия брой акции на дружеството от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода, или

бб) формират не по-малко от 1 % от общия оборот на всички акции, търгувани на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода;

б) за предходните шест месеца преди датата на обосновката на мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за периода:

аа) сделки с акции на дружеството са сключвани през не по-малко от половината от всички търговски сесии, включени в периода, като през последните три месеца преди датата на обосновката има сделки в поне тридесет търговски сесии, или

бб) броят на сделките в рамките на една търговска сесия в не по-малко от тридесет търговски сесии, включени в шестмесечния период, които не е задължително да са последователни, е не по-малко от пет.

2. "Място за търговия" е регулиран пазар, многостранна система за търговия или систематичен участник, действащ в качеството си на такъв в Република България или в друга държава членка.

3. "Акции в обращение" са издадените от дружеството акции с изключение на обратно изкупените.

4. "Среднопотеглена цена на капитала" е цената на финансиране с всички използвани източници на финансиране, изчистена от данъчния ефект от данъчното признаване на финансовите разходи за лихви и претеглена с техните относителни дялове в общия инвестиран капитал на дружеството.

5. "Цена на финансиране със собствен капитал ( $r$ )" се определя:

а) по модела за оценка на капиталовите активи (CAPM) като сбор между

безрисковата норма на възвръщаемост  $R_f$  и произведението на бета коефициента  $\beta$  и разликата между прогнозната пазарна възвръщаемост  $R_m$  и безрисковата норма на възвръщаемост  $R_f$ , а именно:

$$r = R_f + \beta * (R_m - R_f), \text{ ИЛИ}$$

б) като сбор между безрискова норма на възвръщаемост  $R_f$  и рискова премия  $RP$ , а именно:

$$r = R_f + RP.$$

6. "Паричните потоци на собствения капитал" се определят, като нетната печалба след лихви и данъци върху печалбата се увеличава с разходите за амортизация, с намалението на нетния оборотен капитал и с дълговете, възникнали през периода, и се намалява с инвестициите в нетекущи активи, с увеличението на нетния оборотен капитал и с погашенията по главниците на дълга.

7. "Паричните потоци на дружеството" се определят, като печалбата преди лихви след данъци се увеличава с разходите за амортизация и с намалението на нетния оборотен капитал и се намалява с инвестициите в нетекущи активи и с увеличението на нетния оборотен капитал, без да се вземат предвид паричните потоци, свързани с получаването на заеми и плащането на лихви по тях.

8. "Нетен оборотен капитал" е разликата между текущите активи и текущите пасиви.

9. "Коефициенти на рентабилност" включват най-малко следните коефициенти: възвръщаемост на собствения капитал (ROE), възвръщаемост на общо активи (ROA), маржин преди данъци, нетен маржин и паричен поток от оперативна дейност /пасиви.

10. "Коефициенти за активи и ликвидност" включват най-малко следните коефициенти: коефициент на бърза ликвидност (Quick Ratio), коефициент на текуща ликвидност (Current Ratio), обръщаемост на активите и обръщаемост на вземанията.

11. "Коефициенти за една акция" включват най-малко следните коефициенти: собствен капитал за една акция (BVPS), нетна печалба за една акция (EPS) и продажби за една акция.

12. "Коефициенти за дивидент" включват най-малко следните коефициенти: покритие на дивидент (Dividend Cover), коефициент на изплащане на дивидент (Dividend Payout), коефициент на реинвестирана печалба (Retained Earnings) и дивидент за една акция (DPS).

13. "Коефициенти на развитие" включват най-малко следните коефициенти: темп на активи, темп на продажби и темп на нетна печалба за една акция.

14. "Коефициенти за ливъридж" включват най-малко следните коефициенти: съотношение общо активи/собствен капитал, съотношение дългосрочен дълг/собствен капитал и съотношение заемен/собствен капитал.

15. "Пазарни коефициенти" включват най-малко следните коефициенти: пазарна цена/нетна печалба (P/E), пазарна цена/счетоводна стойност (собствен капитал) (P/B) и пазарна цена/продажби (P/S).

16. (Изм. - ДВ, бр. 83 от 2017 г.) "Неоперативни активи" са активи (имоти, машини, съоръжения, материални запаси, финансови инструменти, благородни метали и други), които не се ползват в дейността на дружеството и за които не се очаква да генерират паричен поток в прогнозния период.

§ 2. Счетоводните термини, използвани в наредбата, за които няма специални определения, трябва да се разбират в смисъла, който им е даден в приложимите съгласно Закона за счетоводството счетоводни стандарти.

## **ЗАКЛЮЧИТЕЛНИ РАЗПОРЕДБИ**

§ 3. Заварените административни производства по чл. 124, 126г и 152 ЗППЦК продължават по реда на Наредбата 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 (ДВ, бр. 13 от 2003 г.).

§ 4. Комисията дава указания по прилагането на наредбата.

§ 5. Наредбата се приема на основание § 16, ал. 1 от преходните и заключителните разпоредби във връзка с чл. 123, ал. 2, чл. 126в, ал. 1 и чл. 150, ал. 6 ЗППЦК и е приета с решение № 104-Н от 11.VI.2008 г. на Комисията за финансов надзор.

Председател: А. Апостолов

### **Приложение № 1 към чл. 8, ал. 3, т. 1**

#### **Модел на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE)**

**(Изм. - ДВ, бр. 65 от 2008 г.)**

1. Стойността на собствения капитал чрез дисконтиране на прогнозните парични потоци на собствения капитал се изчислява, както следва:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r_i)^i} + \frac{P_n}{(1+r_n)^n},$$

където:

$V_0$  е стойността на собствения капитал;

$i$  - индексът, който показва годината на получаване на паричен поток на собствения капитал при:

$i \in [1; t_p]$  - периодът по чл. 11, ал. 2, където  $t_p$  е минимум пет години, и

$i \in (t_p; n]$

- периодът по чл. 11, ал. 4;

$n$ -индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;  
FCFE <sub>$i$</sub> -прогнозният паричен поток на собствения капитал за година  $i$ ;

$r_i$  - цената на финансиране със собствен капитал за година  $i$ ;

$r_n$  - цената на финансиране със собствен капитал за година  $n$ ;  
 $P_n$ -терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{FCFE_n (1 + g_{n+1})}{r_{n+1} - g_{n+1}};$$

$FCFE_n$

- прогнозният паричен поток на собствения капитал за година  $n$ ;

$g_{n+1}$  - постоянният темп на нарастване до безкрайност на паричния поток на собствения капитал след година  $n$ ;

$r_{n+1}$  - цената на финансиране със собствен капитал до безкрайност след година  $n$ .

2. В случай че паричният поток на собствения капитал нараства с постоянен темп ( $g$ ) и темпът не е по-висок от цената на финансиране със собствен капитал ( $r > g$ ), стойността на акция се определя, както следва:

$$V_0 = \frac{FCFE_0 (1 + g)}{r - g},$$

където:

$V_0$  е стойността на собствения капитал;

$FCFE_0$

- паричният поток на собствения капитал за предходен период;

$g$ -темпът на нарастване на паричния поток на собствения капитал;

$r$ -цената на финансиране със собствен капитал.

3. В случай на двуетапност, когато паричните потоци на собствения капитал нарастват с високи темпове през първия етап, последван от втори етап на по-нисък, но стабилен темп на нарастване, стойността на собствения капитал се определя, както следва:

$$V_0 = \left[ \sum_{i=1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} \right] + \left[ \frac{P_n}{(1+r)^n} \right],$$

където:

$V_0$  е стойността на собствения капитал;

$FCFE_i$

-прогнозният паричен поток на собствения капитал за година  $i$ ;

$i$ -индексът, който показва годината на получаване на паричен поток на собствения капитал;

$n$ -индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;

$r$ -цената на финансиране със собствен капитал (различна през различните етапи);

$P_n$ -терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{FCFE_n (1 + g_{n+1})}{r_{n+1} - g_{n+1}};$$

$FCFE_n$

-прогнозният паричен поток на собствения капитал за година  $n$ ;

$g_{n+1}$

-постоянният темп на нарастване до безкрайност на паричния поток на собствения капитал след година  $n$ ;

$r_{n+1}$

-цената на финансиране със собствен капитал до безкрайност след година  $n$ .

4. В случай на триетапност, когато паричните потоци на собствения капитал нарастват с високи темпове през първия етап, последван от етап на намаляващ темп на нарастване и трети етап на стабилен темп на нарастване, но на по-ниско ниво от първия етап, стойността на собствения капитал се определя, както следва:

$$V_0 = \sum_{i=1}^t \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} + \sum_{i=t+1}^n \frac{FCFE_i}{(1+r)^i} + \frac{P_n}{(1+r)^n},$$

където:

$V_0$  е стойността на собствения капитал;

$FCFE_i$

-прогнозният паричен поток на собствения капитал за година  $i$ ;

$i$ -индексът, който показва годината на получаване на паричен поток на собствения

капитал, където  $i \in [1; t]$  за първи етап,  $i \in [t + 1; n)$  за втори етап и

$i \in [n; n + 1)$

за трети етап;

$n$ -индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;

Pn-терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{FCFE_n (1 + g_{n+1})}{r_{n+1} - g_{n+1}};$$

r-цената на финансиране със собствен капитал (различна през различните етапи);

Pn-терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{FCFE_n (1 + g_{n+1})}{r_{n+1} - g_{n+1}};$$

$FCFE_n$  -прогнозният паричен поток на собствения капитал за година n;

$g_{n+1}$  -постоянният темп на нарастване до безкрайност на паричния поток на собствения капитал след година n;

$r_{n+1}$  -цената на финансиране със собствен капитал до безкрайност след година n.

5. В случай на многоетапност в развитието на дружеството се следва теорията за времевата стойност на парите при различни нива на темп и цена на финансиране със собствен капитал.

## Приложение № 2 към чл. 8, ал. 3, т. 2

### Модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF)

(Изм. - ДВ, бр. 65 от 2008 г.)

1. Стойността на общия капитал на дружеството чрез дисконтиране на прогнозните парични потоци на дружеството се изчислява, както следва:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC_i)^i} + \frac{P_n}{(1+WACC_n)^n},$$

където:

$V_0$  е стойността на общия капитал;

i-индексът, който показва годината на получаване на паричния поток на дружеството при:

$i \in [1; t_p]$  -периодът по чл. 11, ал. 2, където  $t_p$  е минимум пет години, и

$i \in (t_p; n]$

-периодът по чл. 11, ал. 4;

n-индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;



**FCFF<sub>i</sub>**

-прогнозният паричен поток на дружеството за година i;

$WACC_i$

-среднопотеглената цена на капитала за година i;

$WACC_n$

-среднопотеглената цена на капитала за година n;

$P_n$ -терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{FCFF_n (1 + g_{n+1})}{WACC_{n+1} - g_{n+1}};$$

$FCFF_n$

-прогнозният паричен поток на дружеството за година n;

$g_{n+1}$

-постоянният темп на нарастване до безкрайност на паричния поток на дружеството след година n;

$WACC_{n+1}$

-среднопотеглената цена на капитала до безкрайност след година n.

2. В случай че паричният поток на дружеството нараства с постоянен темп (g) и темпът не е по-висок от среднопотеглената цена на капитала ( $WACC > g$ ), стойността на общия капитал на дружеството се определя, както следва:

$$V_0 = \frac{FCFF_0 (1 + g)}{WACC - g},$$

където:

$V_0$  е справедливата стойност на общия капитал;

**FCFF<sub>0</sub>**

-паричният поток на дружеството за предходен период;

g-темпът на нарастване на паричен поток на дружеството;

WACC-среднопотеглената цена на капитала.

3. В случай на двуетапност, когато паричните потоци на дружеството нарастват с високи темпове през първия етап, последван от втори етап на по-нисък, но стабилен темп на нарастване, стойността на общия капитал на дружеството се определя, както следва:

$$V_0 = \left[ \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1 + WACC)^i} \right] + \left[ \frac{P_n}{(1 + WACC)^n} \right],$$

където:

$V_0$  е стойността на общия капитал;

FCFF<sub>i</sub> - прогнозният паричен поток на дружеството за година i;

$i$  -индексът, който показва годината на получаване на паричен поток на дружеството;

$n$ -индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;

WACC-среднопотеглената цена на капитала (различна през различните етапи);

$P_n$ -терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{FCFF_n (1 + g_{n+1})}{WACC_{n+1} - g_{n+1}};$$

FCFF $_n$  - прогнозният паричен поток на дружеството за година  $n$ ;  $g_{n+1}$

-постоянният темп на нарастване до безкрайност на паричния поток на дружеството след година  $n$ ;

WACC $_{n+1}$

-среднопотеглената цена на капитала до безкрайност след година

$n$ .

4. В случай на триетапност, когато паричните потоци на дружеството нарастват с високи темпове през първия етап, последван от етап на намаляващ темп на нарастване и трети етап на стабилен темп на нарастване, но на по-ниско ниво от първия етап, стойността на общия капитал се определя, както следва:

$$V_0 = \sum_{i=1}^t \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \sum_{i=t+1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{P_n}{(1+WACC)^n},$$

където:

$V_0$  е стойността на общия капитал;

FCFF $_i$

-прогнозният паричен поток на дружеството за година  $i$ ;

$i$ -индексът, който показва годината на получаване на паричен поток на дружеството, където

$i \in [1; t]$  за първи етап,  $i \in [t + 1; n)$  за втори етап и  $i \in [n; n + 1)$  за

трети етап;

$n$ -индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;

WACC-среднопотеглената цена на капитала (различен през различните етапи);

$P_n$ -терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{FCFF_n (1 + g_{n+1})}{WACC_{n+1} - g_{n+1}};$$

FCFF $_n$

-прогнозният паричен поток на дружеството за година  $n$ ;

$g_{n+1}$  -постоянният темп на нарастване до безкрайност на паричния поток на дружеството след година  $n$ ;

$WACC_{n+1}$  -среднопретеглената цена на капитала до безкрайност след година  $n$ .

5. В случай на многоетапност в развитието на дружеството се следва теорията за времевата стойност на парите при различни нива на темп и среднопретеглена цена на капитала.

### **Приложение № 3 към чл. 8, ал. 3, т. 3** **Модел на дисконтираните дивиденди (DDM)** **(Изм. - ДВ, бр. 65 от 2008 г.)**

1. Стойността на акция чрез дисконтиране на прогнозните дивиденди се определя, както следва:

$$V_0 = \sum_{i=1}^n \frac{DPS_i}{(1+r_i)^i} + \frac{P_n}{(1+r_n)^n},$$

където:

$V_0$  е стойността на акция;

$i$ -индексът, който показва годината на получаване на дивидент за акция при:

$i \in [1; t_p]$  -периодът по чл. 11, ал. 2, където  $t_p$  е минимум пет години, и

$i \in (t_p; n]$  -периодът по чл. 11, ал. 4;

$n$ -индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;

$DPS_i$

-прогнозният дивидент за акция за година  $i$ ;

$r_i$

-цената на финансиране със собствен капитал за година  $i$ ;

$r_n$

-цената на финансиране със собствен капитал за година  $n$ ;

$P_n$ -терминалната стойност, определена по формулата

$$P_n = \frac{DPS_n(1+g_{n+1})}{r_{n+1}-g_{n+1}};$$

$DPS_n$

- прогнозният дивидент за акция за година  $n$ ;

$g_{n+1}$

-постоянният темп на нарастване до безкрайност на дивидент за акция след година  $n$ ;

$r_{n+1}$

-цената на финансиране със собствен капитал до безкрайност след година  $n$ ;  
 2. В случай че дивидентът за акция нараства с постоянен темп ( $g$ ) и темпът не е по-висок от цената на финансиране със собствен капитал ( $r > g$ ), стойността на акция се определя, както следва:

$$V_0 = \frac{DPS_0(1+g)}{r-g},$$

където:

$V_0$  е стойността на акция;

$DPS_0$

-дивидентът за акция за предходен период;

$g$ -темпът на нарастване на дивидент за акция;

$r$ -цената на финансиране със собствен капитал.

3. В случай на двуетапност, когато дивидентът за акция нараства с високи темпове през първия етап, последван от втори етап на по-нисък, но стабилен темп на нарастване, стойността на акция се определя, както следва:

$$V_0 = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{DPS_0(1+g_s)^t}{(1+r)^t} \right] + \left[ \frac{DPS_0(1+g_s)^n(1+g_l)}{(1+r)^n(r-g_l)} \right],$$

където:

$V_0$  е стойността на акция;

$t$ -индексът, който показва годината на получаване на дивидент за една акция;

$n$ -индексът, който показва последната година от периода по чл. 11, ал. 4;

$DPS_0$

-дивидентът за акция за предходен период;

$g_s$

-темпът на нарастване на дивидент за една акция през първия етап;

$g_l$

-темпът на нарастване на дивидент за една акция през втория етап;

$r$ -цената на финансиране със собствен капитал (различна през различните етапи).

4. В случай на триетапност, когато дивидентът за акция нараства с високи темпове през първия етап, последван от етап на намаляващ темп на нарастване и трети етап на стабилен темп на нарастване, но на по-ниско ниво от първия етап, стойността на акция се определя, както следва:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n_1} \frac{DPS_0(1+g_s)^t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n_1+1}^{t=n_2} \frac{DPS_t}{(1+r)^t} + \frac{DPS_{n_2+1}}{(r-g_n)(1+r)^n},$$

където:

$V_0$  е стойността на акция;

$t$ -индексът, който показва годината на получаване на дивидент за акция, където  
 $t \in [1; n_1]$  за първи етап,  $t \in [n_{1+1}; n_2)$  за втори етап и  $t \in [n_2; n_{2+1})$  за  
трети етап;

$DPS_0$   
-дивидентът за акция за предходен период;

$DPS_t$   
-дивидентът за акция през втори етап;

$DPS_{n_{2+1}}$   
-дивидентът за акция през трети етап;

$g_s$   
-темът на нарастване на дивидент за една акция за първи етап;

$g_n$   
-темът на нарастване на дивидент за една акция за трети етап;

$r$  - цената на финансиране със собствен капитал (различна през различните етапи).

5. В случай на многоетапност в развитието на дружеството се следва теорията за времевата стойност на парите при различни нива на темп и цена на финансиране със собствен капитал.

**Преходни и заключителни разпоредби към Наредба за изменение и допълнение на Наредба № 41 от 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  
(ДВ, бр. 83 от 17.10.2017 г.)**

§ 17. Заварените административни производства се довършват по досегашния ред.

**Заключителни разпоредби към Наредба за изменение и допълнение на Наредба № 13 от 22.12.2003 г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции  
(ДВ, бр. 84 от 21.10.2022 г.)**

§ 17. В 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 (обн., ДВ, бр. 59 от 2008 г.; попр., бр. 65 от 2008 г., изм. и доп., бр. 83 от 2017 г.) се правят следните изменения и допълнения:

1. В чл. 6:

а) в ал. 3, т. 6 цифрата „2“ се заменя с „3“;

б) създава се ал. 4:

„(4) Комисията, съответно заместник-председателят, ръководещ управление „Надзор на инвестиционната дейност“, в хода на съответното административно производство може да изиска от заявителя да представи нова оценка на акциите на оценяваното дружество по метода на ликвидационната стойност, изготвена от друг

оценител, сертифициран от Камарата на независимите оценители в България, когато са изпълнени следните условия:

1. налице е някое от обстоятелствата по ал. 3, съгласно което може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава предложената от търговия предложител цена за една акция на оценяваното дружество;

2. констатирани са непълноти и несъответствия в представената оценка, които поставят под съмнение обективността и/или качеството на изготвената оценка."

2. В чл. 21 се създава ал. 3:

„(3) В случаите на внасяне на коригирано търгово предложение след издадена временна забрана информацията по ал. 1, т. 9 и датата на регистриране в комисията на търговото предложение не се променят."

3. Навсякъде в наредбата думата „**комисията**“ се заменя с „**Комисията**“.