

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ

КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 228 - ТП

от 06 април 2005 год.

С писмо, вх. № 15-00-05/16.02.2005 г., на основание на чл. 149а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) и чл. 14, ал. 1 от Наредба № 13/22.12.2003 г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13), във връзка с чл. 151, ал. 1 от ЗППЦК, в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от "Тера Тур Сервиз" ЕООД, гр. София за закупуване чрез инвестиционния посредник ФК "Карол" АД, гр. София на акциите на "Езтур" АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

На свое заседание на 10.03.2005 г. и с Протокол № 11, КФН след като разгледа и обсъди съдържанието на първоначално внесеното търгово предложение и приложените към него документи установи, че търговото предложение не предоставя достатъчна и точна информация на акционерите в "Езтур" АД, гр. София за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му в съответствие с чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК. Поради това на основание чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК, КФН с Решение № 149-ТП от 10.03.2005 г., наложи временна забрана за публикуване на търговото предложение и изиска да се представи допълнителна информация относно включените в него данни и отстраняване на констатираните несъответствия.

С писмо, вх. № 15-00-05 от 28.03.2005 г., е внесено коригирано търгово предложение от "Тера Тур Сервиз" ЕООД, за закупуване чрез инвестиционния посредник ФК "Карол" АД, гр. София на акциите на "Езтур" АД, гр. София, от останалите акционери на дружеството и приложени документи.

При извършената от КФН проверка по спазване на изискванията на ЗППЦК, Наредба № 13 и разпоредбите 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 (обн. ДВ, бр. 13 от 11.02.2003 г. – Наредбата за оценъчните методи) се установи, следното:

1. По чл. 25 във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 4, б. "а", "б", "в" и б. "г" от Наредба № 13

В представените данни по буква „в” на т. 4 от чл. 24 от Наредба № 13 не е представена информация относно телефон, факс, електронен адрес, както и данни за изменение на наименованието, адресите на лицата представители на юридическото лице по т.1 - „Пендълтън Интернешънъл Лимитид”, съгласно указанията дадени от КФН с наложената временна забрана.

В съдържанието на коригираното търгово предложение /на стр. 4 след информацията относно видовете притежавани акции и правата по тях/, на систематичното място за информацията по чл. 25, във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 4, б. "а", "б", "в" и б. "г" от Наредба № 13, наред с изискуемата информация и без изрично да е поискано от КФН, е добавен следният текст:

„Предложителят не притежава чрез свързани лица и чрез лица по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК, акции в "Езтур" АД”.

Горепосоченият текст не отговаря на твърдяното досега от предложителя и е в противоречие както с представената на същата страница от коригираното търгово предложение информация, че „в резултат на подписване на споразумението за обща политика на управление на публичното дружество между предложителя “Тера Тур Сервиз” ЕООД и „Пендълтън Интернешънъл Лимитид” общият брой на гласовете е 262 160 гласа или 92.60 % от капитала на “Езтур” АД”, така и с общата информация представена в текстовете на първоначалното и на коригираното търгово предложение.

2. По чл. 25 във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13:

В резултат на неправилно извършените корекции в коригираното търгово предложение, не са настъпили в пълен обем целените изменения, съгласно изискванията на КФН, относно предложената от търговия предложител цена за закупуване чрез инвестиционния посредник “ФК Карол” АД, гр. София акциите на “Езтур” АД, гр. София.

Предложената от търговия предложител цена за една акция на “Езтур” АД в коригираното търгово предложение е както и в първоначалното, а именно – 6,00 лева.

На страница 19 от коригираното търгово предложение, среднопретеглената пазарна цена е определена коректно, като е изчислена за периода 11.11.2004 г. – 11.02.2005 г., който е максимално близък до датата на внасяне на първоначалното търгово предложение в КФН, а именно 16.02.2005 г. Посочен е и среднодневният обем на търговия с акции на “Езтур” АД, за периода 11.11.2004 г. – 11.02.2005 г., който е 1041 броя акции на сесия при 64 броя търговски сесии за периода. Следва да се отбележи, че в таблицата на страница 19, представяща търговията с акции на “Езтур” АД за периода 11.11.2004 г. – 11.02.2005 г., е допусната техническа грешка, като е посочена среднопретеглена цена за периода - 6,64 лева, а не 6,00 лева.

3. По чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК

В текста на коригираното търгово предложение на страница 19, е посочена най-високата /6,00 лева/, най-ниската /6,00 лева/ и среднопретеглената /6,00 лева/ цена на акциите на “Езтур” АД на регулирания пазар за периода 11.11.2004 г. – 11.02.2005 г.

По Метода: “Дисконтирани нетни парични потоци”

По прилагането на метода:

В решението на КФН по първоначалното търгово предложение е посочено, че търговият предложител следва изрично да посочи методът, по който е определена стойността на капитала на притежателите на обикновени акции. В коригираното търгово предложение търговият предложител не е посочил изрично конкретния метод, по който е изчислена стойността на капитала на дружеството.

Приходи и разходи

Както и в първоначалното търгово предложение, така и в коригираното търгово предложение, прогнозираният финансов резултат за периода 2005 г. – 2009 г., представен на страница 13 не съответства на разликата между прогнозните приходи и разходи, посочени на стр. 12 и стр. 13 от коригираното търгово предложение.

Терминална година

В първоначалното търгово предложение, при определяне на терминалната стойност, нетните парични потоци през следпрогнозния период са изразени чрез нетния паричен поток за 2009 г., с постоянен темп на нарастване $g = 10\%$, докато в коригираното търгово предложение постоянният темп на нарастване е $g = 2\%$.

В решението на КФН по първоначалното търгово предложение не се изисква корекция на представения постоянен темп на нарастване $g = 10\%$.

Видно от таблица 15 на коригираното търгово предложение при определяне на крайната цена за една акция, изчисленията са направени с $g = 2\%$ като по този начин заложеният в изчисленията темп на нарастване на нетния паричен поток в следпрогнозния период не следва логиката и противоречи на представените от търговия предложител: ръст на приходите от около 8%, плановите на Предложителя за подобряване на финансовите показатели на “Езтур” АД и стратегията за значително намаляване на загубата на дружеството през прогнозния период 2005 г. – 2009 г. Не са представени данни на какво се дължи констатираната промяна в стойността на темпа на нарастване на нетните парични потоци през следпрогнозния период. Така изменената стойност на постоянния темп на нарастване пряко влияе върху крайната цена формирана по метода, като понижава последната.

Предвид факта, че спрямо първоначалното търгово предложение, в коригираното търгово предложение ръстът на приходите от около 8% се запазва, плановите на Предложителя за подобряване на финансовите показатели на “Езтур” АД и стратегията за значително намаляване на загубата на дружеството през прогнозния период 2005 г. – 2009 г., не се променят, заложената стойност на постоянния темп на нарастване е некоректна.

Краен резултат

Нетните парични потоци са дисконтирани към 28.02.2005 г., съгласно изискването на КФН.

В таблица 15 от коригираното търгово предложение са представени конкретни данни за терминалната стойност и са представени стойности на дисконтираните нетни парични потоци за всяка една година от прогнозния период 2005 г. – 2009 г.

Не са дадени разчети за дисконтовия фактор за всяка една година от прогнозния период 2005 г. – 2009 г.

От представените в коригираното търгово предложение числови стойности на нетния оборотен капитал /НОК/ е видно, че спрямо 2004 г., за прогнозната 2005 г., НОК се увеличава, като изменението е в размер на 68 хил. лв. Съгласно чл. 13, ал. 1 от Наредбата за оценъчните методи, нетните парични потоци по чл. 11, ал. 3 се определят, като прогнозната нетна печалба след лихви и данъци от печалбата се увеличава с прогнозните разходи за амортизация, с прогнозното намаление на нетния оборотен капитал и с прогнозните нови дългове и се намалява с прогнозните инвестиции в дълготрайни активи, с прогнозното увеличение на нетния оборотен капитал и с прогнозните погашения по главниците на дълга.

Видно от таблица 15, нетния паричен поток за 2005 г., е изчислен неправилно, тъй като увеличението на НОК от 68 хил. лева е прибавено, а не извадено от прогнозната нетна печалба за 2005 г., което противоречи на чл. 13, ал. 1 от Наредбата за оценъчните методи.

В резултат на направените корекции при изчисляването на цената на акциите по метода “Дисконтирани нетни парични потоци” е настъпила промяна в стойността на изчислената, съгласно оценъчните методи по чл. 6 от Наредбата за оценъчните методи справедлива цена на акциите на дружеството, а именно:

/в лева/

№	Метод	Цена на акция	Тегло	Претеглена цена на акция
1	Дисконтирани нетни парични потоци	2,00	60%	1,20
2	Нетна балансова стойност на активите	10,34	40%	4,14
Справедлива цена		5,34		

При коректно изчисляване на цената на акциите по метода на дисконтираните нетни парични потоци, се получава справедлива цена по-висока от 6,00 лева, а не както е посочено в коригираното търгово предложение.

По отношение на метода “Цена/Печалба на дружества - аналози”

В решението на КФН по първоначалното търгово предложение, се изисква от търговия предводител да обоснове приложимостта и на други методи от групата методи за прилагане на оценъчен подход на базата на пазарните цени на дружества - аналози, съгласно чл. 20, ал. 3 от Наредбата за оценъчните методи. В коригираното търгово предложение, търговия предводител не е изпълнил това изискване на КФН.

В обосновката към метода на страница 17 от коригираното търгово предложение, в табличен вид е представено съотношението “цена/печалба” на 6 от общо 17 търгувани дружества – аналози, които се позиционират в сектор “Хотели и ресторанти”, съгласно Националната класификация на икономическите дейности.

Следва да се отбележи, че представените съотношения “цена/печалба” на шестте дружества – аналози са изчислени неточно.

По предложената от търговия предводител цена за една акция на “Езтур” АД

Съгласно чл. 7, ал. 1, т. 1 от Наредбата за оценъчните методи, в случаите когато, цената на акциите определена по метода на ликвидационната стойност е по-висока от цената, определена чрез оценъчните методи по чл. 6 от Наредбата за оценъчните методи, то справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност. В съответствие на цитирания член, на страница 5 от коригираното търгово предложение, търговия предводител посочва, че справедливата цена за една акция от капитала на “Езтур” АД е тяхната ликвидационна стойност, а именно 5,47 лева.

Следва да се отбележи обаче, че при коректно изчисляване на цената на акциите по метода на дисконтираните нетни парични потоци, получената справедлива цена при прилагането на методите по чл. 6 от Наредбата за оценъчните методи е по-висока от 6,00 лева и надвишава ликвидационната стойност. Предвид това предлаганата от търговия предводител цена от 6,00 лева за акция, противоречи на разпоредбите на чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13.

Общи забележки и технически грешки

В текста на коригираното търгово предложение, използваните изрази: “няма да бъдат регистрирани нови дъщерни фирми”; “стабилизиране на икономическите резултати”; “данъчни задължения”, не са променени, съгласно изискването на КФН, така че да следват логиката на излагане на фактите относно дружеството, предмет на търговия предводител.

Не са отстранени, съгласно изискването на КФН, допуснатите технически грешки /страница 20 и 22/ – отново търговия предводител е изписан в множествено число.

По-голямата част от приложените към коригираното търгово предложение копия от документи нямат заверка “вярно с оригинала”. Приложените към Доклада за извършена експертна оценка на “Езтур” АД, аналитични справки към 31.12.2004 г., на базата, на които същият е изготвен, не са подписани от изготвилото ги лице.

Предвид некоректното изчисляване на справедливата цена, получена при прилагането на оценъчните методи, съгласно чл. 6, ал. 1 от Наредбата за оценъчните методи, констатираното частично съобразяване от страна на търговия предводител с изискванията и указанията на КФН при издаването на временна забрана за публикуване на търгово предложение и установените непълноти и несъответствия в съдържанието на търговия предводител, същото не отговаря на изискванията на закона и актовете по прилагането му.

На основание чл. 13, ал. 1, т. 9 от Закона за комисията за финансов надзор /ЗКФН/, във връзка с чл. 153, ал. 2 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

Р Е Ш И:

Издава окончателна забрана за публикуване на търговото предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-05 от 28.03.2005 г., на “Тера Тур Сервиз” ЕООД, гр. София за закупуване чрез упълномощения инвестиционен посредник ФК “Карол” АД, гр. София на акции от останалите акционери на “Езтур” АД, гр. София.

Решението не подлежи на обжалване пред Върховния административен съд на основание чл. 13, ал. 3, т. 4 във връзка с чл. 13, ал. 1, т. 9 от ЗКФН.

ЗА ПРЕДСЕДАТЕЛ:

(Б. Петков)

ГЛАВЕН СЕКРЕТАР:

(Т. Ангелова)