

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 419 - ТП

от 30 юни 2005 год.

С писмо, вх. № 15-00-13/10.06.2005 г., на основание на чл. 149, ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) и чл. 10, ал. 1, вр. чл. 6, т. 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 “Радино” АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционния посредник ФК “Евър” АД, гр. София на акции на “Крамекс” АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

КФН след като разгледа и обсъди съдържанието на търговото предложение и приложените към него документи установи, че са налице следните непълноти и несъответствия:

1. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б” от Наредба № 13:

Не са представени данни за изменения в наименованието на „Радино” АД. Видно от Удостоверението за актуално състояние, с Решение на СГС от 25.01.2000 г. „Винпром-София” АД се преименува на „Радино” АД.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 4 от Наредба № 13:

Не е посочено кой член на СД на „Радино” АД притежава пряко 24.95 % от акциите на „Крамекс” АД. От така представената информация може да се направи извод, че това е „Александров и Сие”, но е коректно тези данни изрично и еднозначно да се посочат.

Във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „в” е посочено, че предложителят е свързано лице по смисъла на § 1, т. 12, б. „а” и § 1, т. 13, б. „а” от Допълнителните разпоредби на ЗППЦК с „Крамекс” АД, във връзка със споразумението за обща политика на управление.

Посочената информация е вярна, но не е относима. По тази точка се изискват данни за свързаните лица и/или лицата по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК, чрез които търговият предложител притежава акции с право на глас в „Крамекс” АД, т.е. данни по чл. 24, ал. 1, т. 1 от Наредба № 13 за „Роуд дизайн” ЕООД и „Александров и сие” ЕООД.

3. По чл. 24, ал. 1, т. 6 от Наредба № 13:

Не е предвидена възможността за удължаване на срока в случаите на търгово предложение по чл. 21, ал. 2 и ал. 3 от Наредба № 13.

4. По чл. 24, ал. 1, т. 8 от Наредба № 13:

На стр. 12 от търговото предложение търговият предложител е заявил, че предвижда да поиска отписване на „Крамекс” АД от регистъра на публичните дружества. Необходимо е това изявление да отпадне от търговото предложение, тъй като отписване на публично дружество е възможно при хипотезата на търгово

предложение по чл. 149а от ЗППЦК, а в случая се прилага хипотезата на чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК.

Неправилно е посочена Държавна Комисия по ценните книжа /ДКЦК/. ДКЦК е преобразувана в КФН на основание § 3 от Преходни и заключителни разпоредби на Закона за Комисията за финансов надзор /ЗКФН/, обн. ДВ, бр. 8 от 28.01.2003 г. Коректно би било да се посочи КФН.

5. По чл. 24, ал. 1, т. 9 от Наредба № 13:

Допусната е техническа грешка, като е отбелязано, че образец от писменото заявление за приемане на търговото предложение от юридически лица е представен в Приложение № 104. Видно от приложените документи, това е Приложение № 9.

Не е посочено, че под депозитарни удостоверителни документи се разбира депозитарни разписки или извлечения от клиентски подсметки. Коректно би било тази информация да се посочи, с оглед внасяне на яснота за акционерите.

Неправилно е цитирана разпоредбата на чл. 155, ал. 4 от ЗППЦК за удължен срок на търговото предложение. Търговият предложител се ползва от максимално предвидения законов срок от 70 дни. Ето защо този срок не може да се удължава допълнително по реда на чл. 155, ал. 4 от ЗППЦК. Необходимо е да се посочи, че удължаване е възможно само в хипотезата на чл. 21, ал. 2 и ал. 3 от Наредба № 3.

6. По чл. 24, ал. 1, т. 10 от Наредба № 13:

Не е представена информация дали правото на приелите търговото предложение акционери да си получат обратно депозитаните удостоверителни документи е ограничено във времето с определен срок или то е безсрочно.

7. По чл. 24, ал. 1, т. 11 от Наредба № 13:

Посочено е позоваване на удължения срок по чл. 155, ал. 4 от ЗППЦК. Търговият предложител се ползва от максимално предвидения законов срок от 70 дни. Ето защо този срок не може да се удължава допълнително по чл. 155, ал. 4. Необходимо е да се посочи, че удължаване е възможно само в хипотезата на чл. 21, ал. 2 и ал. 3 от Наредба № 13.

Не е представена информация дали правото на приелите търговото предложение акционери да си получат обратно депозитаните удостоверителни документи е ограничено във времето с определен срок или то е безсрочно.

Допусната е техническа грешка относно заявлението за оттегляне приемането на търгово предложение за физическите лица. Посочено е, че това е Приложение № 9, а видно от приложените документи това е Приложение № 10.

8. По чл. 24, ал. 2, т. 2 от Наредба № 13:

Не е спазено изискването на чл. 24, ал. 2, т.2 удостоверението за актуално състояние да бъде издадено не по-късно от един месец от регистрирането на търговото предложение.

9. По чл. 150, ал.6 от ЗППЦК

Не са спазени изискванията на чл. 23 от Наредбата за оценъчните методи, като не е представено резюме на данните от оценката.

Не е посочена датата на обосновката на цената.

По отношение прилагането на метода “Среднопретеглена пазарна цена”:

Видно от текста на търговото предложение на стр. 10 е допусната грешка, а именно посочено е, че среднодневният обем на търговия за последните три месеца

преди регистрацията на търговото предложение (01.03.2005 – 31.05.2005 г.) е в размер на 3 125 акции на ден. Коректно изчисленият среднодневен обем акции е в размер на 4 808 броя акции/ден /изчислен на базата на 62 борсови сесии за периода/ .

Търговият предложител не е посочил дата на обосновка на цената. Предвид това среднопретеглената пазарна цена на акциите на “Крамекс” АД не е определена коректно /не е посочен правилния период, на база на който да се определи същата/ и в конкретния случай това води до занижаване стойността на показателя. С оглед коректното изчисляване на среднопретеглената пазарна цена, показателят следва да се изчисли за период от три месеца преди регистрирането на търговото предложение, като се избере период, максимално близък до датата на регистриране на търговото предложение в КФН /10.06.2005г./. Предвид това при определяне на среднопретеглената пазарна цена на акциите на “Крамекс” АД за последните три месеца, следва да се приеме периода 07.03.2005 г. – 07.06.2005 г.

По отношение прилагането на метода “Дисконтирани нетни парични потоци”:

По отношение прилагането на метода:

- Методът не е приложен коректно, заложените стойности не са обосновани.
- Търговият предложител не е посочил изрично конкретния начин, по който е изчислена стойността на капитала на дружеството – пряко или непряко съгласно чл. 11 от Наредбата за оценъчните методи.
- Представена е формула на стр. 8, по която е изчислена стойността на дружеството по метода. Същата е непълна и не води до коректно изчисляване на стойността на дружеството по метода.
- Съгласно чл. 14, ал. 1 от Наредбата за оценъчните методи прогнозните нетни парични потоци се определят по години като се разграничават два периода – прогнозен и следпрогнозен. В текста на настоящото търгово предложение както и в таблицата с изчисленията по метода, търговия предложител е определил „остатъчна стойност” на дружеството в края на прогнозния период, което противоречи на разпоредбата на чл. 14, ал. 7 от Наредбата за оценъчните методи.

Приходи и Разходи

- Прогнозните нетни приходи от дейността и прогнозните разходи по икономически елементи не са обосновани съгласно чл. 12, ал. 4 от Наредбата за оценъчните методи – чрез ретроспективни данни за периода 2002 г. – 2004 г.
- В представената от търговите предложители обосновка по метода не е посочен темпът на нарастване на приходите и разходите на дружеството през прогнозния период.
- В текста на търговото предложение не е направена никаква обосновка на планираните разходи за амортизации.

Норма на дисконтиране

- Не е посочен конкретният момент, към който са дисконтирани нетните парични потоци, но видно от таблицата с разчетите по метода дисконтирането е направено към 31.12.2004 г.
- Правилното прилагане на метода изисква нетните парични потоци да се дисконтират към 01.07.2005 г.

Данъци

- В прогнозния период прилаганата данъчна ставка е в размер на 16.5 %. Съгласно действащия в момента Закон за корпоративното подоходно облагане, ставката за данък печалба е в размер на 15%.
- Следва да се отбележи, че в таблицата с разчетите на стр. 8, изчислената от търговите предложители чиста печалба за периода 2006 г. - 2009 г. е нелогична предвид обстоятелството, че полученият размер на данъка се изважда от печалбата преди облагане, а не както е направено - данъкът е прибавен. Освен това, получените стойности на чистата печалба и при така описаното неправилно изчисляване, не отговарят на заложената от самите търгови предложители данъчна ставка от 16.5 %.

Инвестиции

- Планираният размер на инвестициите за прогнозния период 2005 г. – 2009 г. /308 000 лв./, представени в таблицата на стр. 8 с разчетите по метода не кореспондира с посочените в обосновката към метода от търговите предложители инвестиционни разходи в размер около 532 600 хил. лв.

Изменение на нетния оборотен капитал.

- Липсва информация за базата на която е прогнозирано изменението на нетния оборотен капитал /НОК/ за прогнозния период 2005 г. – 2009 г. Не е представена обосновка на заложените в таблицата стойности за изменението на НОК както и ретроспективни данни, съгласно изискването на чл. 12 от Наредбата за оценъчните методи.

Терминална година

- В таблицата на стр. 8 от търговото предложение за прогнозния паричен поток за периода 2005 г. – 2009 г., последната колона е озаглавена „остатъчна стойност”, а посочената сума от 810,68 хил. лв. не е ясно как е получена и участва ли в изчисляването на настоящата стойност на дружеството по метода. Следва да се има предвид, че съгласно чл. 14, ал. 7 от Наредбата за оценъчните методи сумата на стойностите на нетните парични потоци през следпрогнозния период, изразени към края на прогнозния период, представлява **терминалната стойност**. В таблицата на стр. 8 и в текста на търговото предложение следва да се посочи съответно, терминалната стойност и конкретната формула за нейното изчисляване.

Задължения по ЗУНК

- В текста на обосновката по метода е посочено, че дружеството има програма за развитие, която предвижда погасяване на задълженията по ЗУНК в периода 2005 г. – 2009 г. Видно от одитирания счетоводен баланс на дружеството към 31.12.2004 г. задълженията по ЗУНК са на стойност 613 хил. лв. В отчета за управлението приложен към годишния одитиран отчет за 2004 г. е посочено, че задълженията по ЗУНК следва да се погасяват за срок от 10 години на равни тримесечни вноски. В таблицата с разчетите по метода липсва индикация дали плащанията по ЗУНК участват в определянето на прогнозните парични потоци, предвид това, че периодът през който дружеството предвижда да погаси тези задължения, съвпада с прогнозния период по настоящото търгово предложение – 2005 г. – 2009 г.

Краен резултат

- С оглед реалното отразяване на стойността на дружеството към настоящия момент, предвид датата на представяне на настоящото търгово предложение в КФН /10.06.2005 г./, нетните парични потоци следва да се дисконтират към 01.07.2005 г.
- В таблицата на стр. 8 от търговото предложение с разчетите по метода не са представени конкретни данни за терминалната стойност; не са дадени разчети за дисконтовия фактор за всяка една година от прогнозния период 2005 г. – 2009 г.
- Направен е дискаунт на крайната цената получена по този метод (4,99 лв./акция) за миноритарен дял в размер на 0,15 на сто и следователно определената цена по метода е 4,24 лв.

По отношение на ликвидационната стойност:

- **по т. 3** - Видно от одитирания счетоводен баланс на дружеството към 31.12.2004 г., стойността на неамортизируемите активи е 1 154 хил. лв, което представлява 44.52 % от общата стойност на дълготрайните материални активи. Предвид това е налице условието на т. 3 от Указанията.
- **по т. 7** - стойностите на акциите на “Краемкс” АД, получени по използваните методи по чл. 6, ал. 1 от Наредбата за оценъчните методи се различават неколккратно една от друга /съотношението между стойността на една акция, получена по метод “Нетна стойност на активите” – 11,73 лв. и по метод “Дисконтирани чисти парични потоци” – 4,99 лв., е 2,35 и съответно съотношението между цената по “Нетна стойност на активите” и „Среднопретеглена пазарна цена” е 2,57 /.
- След придобиването на дълготрайните материални активи и след преминаване към отчитане на финансовите резултати, съгласно МСФО дружеството не е извършило преоценка на имоти, машини, съоръжения и оборудване собственост на дружеството.

Предвид описаното по-горе основателно може да се допусне, че ликвидационната стойност на акциите, ще надвишава цената на акциите, определена съгласно общоприетите оценъчни методи. Следователно, за целите на настоящото търгово предложение и предвид разпоредбите на чл. 7, ал. 2 от Наредбата за обосновката на цената, КФН следва да изиска извършването на експертна оценка на “Краемкс” АД по метода на ликвидационната стойност.

По отношение прилагането на метода “Нетна стойност на активите”:

Методът е приложен некоректно, тъй като е използван годишният счетоводен баланс за 2004 г., докато съгласно чл. 18, ал. 2 от Наредбата за оценъчните методи стойността на дружеството по този метод се определя на база информацията от последния изготвен счетоводен баланс. В конкретния случай, за целите на този метод следва да се използва счетоводният баланс на „Краемкс” АД към 31.03.2005 г.

Направен е дискаунт на цената получена по този метод (11,73 лв./акция) за миноритарен дял в размер на 0,15 на сто и следователно цената по метода е 9,97 лв.

По отношение на направения дискаунт за миноритарен дял

В обосновката на справедливата цена за една акция по настоящото търгово предложение, по стойността на акциите по два от методите – „Дисконтирани нетни парични потоци” и „Нетна стойност на активите” е направена редукция чрез използването на дискаунт за миноритарен дял, който е в размер на 15 %.

По метода „Нетна стойността на активите” цената за една акция е 11,73 лв. След намаление на тази стойност с 15 % се получава цена/акция в размер на 9,97 лв.

По метода „Дисконтирани нетни парични потоци” цената за една акция е 4.99 лв. След намаление на тази стойност с 15 % се получава цена/акция в размер на 4,24 лв.

Прилагането на дискаунт от 15 % при определянето на цената по методите, с аргумента, че се придобива миноритарен дял, е неправилно и противоречи на идеята и целите на търговото предложение съгласно ЗППЦК. Освен това в Наредбата за оценъчните методи законодателят изрично е установил, че справедливата цена на акциите се определя чрез общоприети оценъчни методи и не де предвижда редукция на справедливата цена за една акция на дружества – обект на търгово предложение.

Предвид гореизложеното, КФН счита, че поради съществуващите непълноти и несъответствия в съдържанието на търговото предложение, същото не отговаря на изискванията на ЗППЦК, тъй като не предоставя достатъчна информация на акционерите на дружеството - обект на предложението, да извършат точна оценка на предложението с цел вземане на обосновано решение относно приемането му в съответствие с разпоредбата на чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК.

На основание чл. 13, ал. 1, т. 9 от Закона за комисията за финансов надзор във връзка с чл. 152, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

Р Е Ш И:

Издава временна забрана за публикуване на търговото предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-13/10.06.2005 г., на “Радино” АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционния посредник ФК “Евъър” АД, гр. София на акции на “Крамекс” АД, гр. София от останалите акционери на дружеството.

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.

ПРЕДСЕДАТЕЛ:

(А. Апостолов)

ЗА ГЛАВЕН СЕКРЕТАР:

(Ж. Жилева)