**С П Р А В К А**

**за отразяване на становищата, получени след съгласуване**

**на проект на Наредба за изменение и допълнение на 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**

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Подател** | **Предложение** | **Становище по предложението** | **Мотиви** |
| **БАЛИП** /вх. № 23-00-43#2/12.06.2017 г./ | 1. Отправя се предложение за редакция на чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41, тъй като считат за недостатъчно ясна същата към настоящия момент.  **Чл. 5.** (1) Справедливата цена на акциите, търгувани активно, се определя като среднопретеглена стойност от средн~~ата~~ **о**претеглена ~~пазарна~~ цена **на всички сделки** ~~или-друг аналогичен показател за последния ден, през който са сключени сделки~~ през последните три месеца**, или друг аналогичен показател за последния ден на тези три месеца,** предхождащи датата на обосновката, от мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции за ~~период от три месеца преди—датата на обосновката~~ и стойността на акциите, получена по приложените оценъчни методи по ал. 3. | **Приема се частично.** | Предложена е нова редакция на ал. 1 на чл. 5 въвеждаща яснота и предполагаща определяне на по-справедлива цена на акциите. |
| 2. Тъй като „достатъчно изчерпателно" е количествено - качествен критерий, се нуждае от разяснение, в кои случаи точно ще се иска допълнителна обосновка, респективно - коригиране на определените тегла, съгл. чл. 5, ал. 7 Наредба № 41 от заявителя **и респективно - установяването на тези случаи в цитираната разпоредба.** | **Приема се частично.** | Съгласно чл. 9, ал. 1 от Закона за нормативните актове разпоредбите на нормативните актове се формулират на общоупотребимия български език, кратко, точно и ясно. От текста на ал. 7 на чл. 5 на Наредба № 41 отпадат думите „достатъчно изчерпателно“. По този начин с разпоредбата на чл. 5, ал. 7 на Наредба № 41 съответният административен орган е овластен да извърши преценка дали използваните методи са обосновани. Комисията за финансов надзор, съответно заместник-председателят на комисията, ръководещ управление „Надзор на инвестиционната дейност“, ще преценява теглата на използваните методи дали са обосновани и в случаите когато не са обосновани може да изисква от заявителя да представи допълнителна обосновка на определените тегла или да ги коригира. |
| 3. Предвид факта, че обстоятелствата, обуславящи необходимостта заявителят да изготви оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационна стойност, са премахнати (чл. 6, ал. 3, т. 1-8 от Наредба № 41), бихте ли дали разяснение, в кои случаи ще се изисква този метод. На следващо място, заявителите можеха да черпят опит от публикувана практика, при тази редакция на разпоредбата с какво ще се замени този подход? | **Приема се.** |  |
| 4. Отправя се предложение, предходната редакция на чл. 12, ал. 4 да остане и същата да не се изменя. В защита на това искане, е липсата на достатъчно надеждна информация, публично достъпна в Република България, за да е възможно прецизно изчисление на пазарни стойности, относими както за дълг, така и за капитал. Считат българския пазар за недостатъчно развит по отношение емитиране на дългови инструменти от публичните компании и поради това възможно е да възникнат практически трудности при изготвяне на изчисленията, основаващи се на данни с ограничен обхват, без да е постигната репрезентативност за пазарната стойност. | **Не се приема.** | Предлаганата редакция дава възможност за прилагането на един от двата подхода, като първостепенно значение се дава на използването на пазарни стойности в съответствие с икономическата теория. Използването на балансови стойности също е допустимо при предоставяне на съответната обосновка. |
| 5. Предлагат следната редакция на чл. 13, ал. 1 и ал. 2:  **Чл. 13.** (1) Терминалната стойност се изчислява чрез капитализация на паричните потоци за следпрогнозния период съгласно приложенията към наредбата. **~~и стойиостите, съгласно алинея 2 на настоящата-разпоредба.~~**  ~~(2) Към оценката, получена при прилагане на методите на дисконтиране; cе добавя стойността на активите, несвързани със стопанската-дейност, които при прилагането на метода-на-дисконтиране не-са-разгледани като източници на парични потоци.~~  Искат да изразят мнение относно предложения нов текст на чл. 13, ал. 2 - съгласно метода нетна стойност на активите, стойността на активи, несвързани със стопанската дейност са налични в увеличение. Считат новото предложение за некоректно и с оглед световната практика, в която подобен подход за дисконтиране на този вид активи липсва. | **Има следващо предложение на БАЛИП по тази разпоредба.** |  |
| 6. Съгласно предложената редакция на чл. 16, ал. 3, т. 3, при определяне на стойността на акциите, заявителят може да използва модел на пазарни множители, достигнати при частни сделки за придобиване на сходни дружества, през последната една година. Тъй като тази информация обикновено не е публично достъпна, считат за необходимо да се прецизират текстовете с оглед надлежно получаване на подобна информация и унифициран подход при оценяване по този метод. | **Има следващо предложение на БАЛИП по тази разпоредба.** |  |
| 7. Следва да се отбележи иманентната възможност комисията да изиска коригиране на представените оценки, без това да означава избор на нови оценители/проверители. Същевременно, комисията поддържа списък с проверители, от където същите да бъдат избрани за целите на процес по преобразуване. Указание за смяна на вече избрани проверители от този списък с други от него ще доведе до забавяне и значителни допълнителни разходи. Поддържането на подобен списък, **единствено** от където могат да бъдат избрани проверители, се обезсмисля, ако изборът им не гарантира качество на работата. С оглед изложеното, предлагат отпадане предвидените чл. 19а, ал. 1 и ал. 2 и **създаването на списък с оценители към комисията, от който единствено да се избират такива за целите на ликвидационни оценки.** | **Приема се.** |  |
| 8. Считат разпоредбата на чл. 21, ал. 1, т. 4 в сегашната й редакция за недостатъчно ясна и недвусмислена. Поради това, а и с оглед унифициране на предложенията по чл. 5, ал. 1, предлагат следната редакция на чл. 21, ал. 1 от Наредба № 41:  **Чл. 21, ал. 1, т. 4.** „среднопретеглената пазарна цена за последните шест месеца преди ~~регистрацията на предложението~~ **датата на обосновката,** 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 от шест месеца преди датата на обосновката, среднопретеглената цена **на всички сделки през последните три месеца,** или друг аналогичен показател ~~към~~ **за** последния ден~~,-в-който-са-сключени сделки през последните~~ **на тези** три месеца, предхождащи датата на обосновката ~~на~~**, от** мястото за търговия с изтъргуван най-голям обем акции **за период от три месеца, предхождащи 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;“. | **Не се приема.** | Предложението по чл. 5, ал. 1 на Наредба № 41 не се приема по изложените по-горе мотиви.  Разпоредбата е в пълно съответствие с разпоредбата на чл. 150, ал. 7, т. 2 от ЗППЦК. |
| **БАЛИП** /вх. № 23-00-69/24.07.2017 г./ | 1. Член 9, т. 2 - предлагат текстът да се редактира, като се добави подчертаният по-долу текст:  „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 със стойността на неконтролиращото участие по балансова стойност при използване на консолидирани отчети,** и получената стойност се разделя на броя обикновени акции в обращение;".  Мотиви: Теоретичните постановки изискват преди да се разпредели стойността на капитала към акционерите с обикновени акции, от нея да се извади всичко, което има приоритет пред тях или не им принадлежи. При използването на консолидирани отчети, стойността на капитала включва и неконтролиращото участие или тази част от капитала, която принадлежи на миноритарните акционери на дъщерните дружества, които се консолидират - съответно то трябва да бъде извадено от стойността на общия капитал преди тя да бъде разпределена към обикновените акции. | **Не се приема.** | Неконтролиращото участие няма еднакъв (пропорционален) принос при формирането на прогнозните парични потоци (напр. приходите, разходите, нетния оборотен капитал, инвестициите).В чл. 9, т. 2 на Наредба № 41 е посочено, че общият капитал се намалява с всички дългове и други законни вземания на инвеститори, притежаващи приоритет пред обикновените акционери. |
| 2. Предлагат следната редакция на чл. 13, ал. 2 като се добави подчертаният по-долу текст:  „Чл. 13. (2) Към оценката, получена при прилагане на методите на дисконтиране, се добавя стойността на активите, несвързани със стопанската дейност, които при прилагането на метода на дисконтиране не са разгледани като източници на парични потоци **и когато тези активи са на обща стойност в размер на над 10% от общата стойност на активите на оценяваното дружество към последния публикуван отчет."**  Мотиви: Според тях е важно да се определи праг на значимост, под който тази алинея да е неприложима. В случай че правилно тълкуват предложения от КФН текст, целта е да се избегне изключването на недоходоносни активи, които биха повлияли на крайната оценка, а не да се прави детайлен преглед на инвентарната книга за подобни активи. | **Приема се по принцип.** | Предложена е нова редакция на ал. 2 на чл. 13. |
| 3. Предлагат следната редакция на чл. 15, ал.1:  „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, **и със стойността на** **неконтролиращото участие при използване на консолидирани отчети,** се раздели на броя на обикновените акции в обращение.“  Обосновката е аналогична на т. 2 - при изчисляване стойността на дружеството по метода на нетната балансова стойност на активите, трябва да се извади тази част, която не принадлежи на акционерите на дружеството. | **Не се приема.** | Както от теоретична, така и от практическа гледна точка не може да бъде възприето еднозначно изключване на неконтролиращите участия при изчисляване стойността на дружеството по метода на нетната балансова стойност на активите. |
| 4. Относно чл. 16, ал. 3, т. 3, предлагат текстът да се редактира така:  „3. модел на пазарните множители, достигнати при сделки за придобиване на сходни дружества или на големи пакети акции от сходни дружества, през последната една година. **Търговият предложител може да се възползва от този подход в случай, че използва източник на информация, който е изчерпателен и може да бъде ясно идентифициран**.“  Целта на допълнението е да се избегне използването на статии и публикации, информацията в които обикновено е частична или ненадеждна. | **Приема се по принцип.** | Предложена е нова ал. 6 на чл. 16. |
| 5. По § 1, т. 8 - предлагат текстът да се редактира, като се добави подчертаният текст:  „Нетен оборотен капитал“ е разликата между **непаричните** текущи активи и **нелихвоносните** текущи пасиви.  Изключително важно е този текст да бъде прецизиран, въпреки че и сега в повечето случаи се прави по правилния начин. Текстът дава възможност за грешно изчисление на стойността при желание на оценяващия. Пример: при увеличение на лихвоносния дълг при метода „Паричните потоци на собствения капитал" паричният поток веднъж се увеличава с този дълг и втори път се увеличава с този дълг посредством увеличението на текущите пасиви. Тоест има двойно изчисление на една и съща стойност. | **Не се приема.** | Не следва да се достигне до грешно изчисляване.  В случай, че лихвоносният дълг се увеличи текущите пасиви ще се увеличат, но в същото време ще се увеличат и текущите активи. Нетният оборотен капитал ще е нула и няма да има отражение върху паричния поток на собствения капитал от гледна точка на нетния оборотен капитал.  В случай, че краткосрочен лихвоносен дълг се насочи за придобиване на нетекущи активи, нетният оборотен капитал няма да е нула, но стойността на изменението ще се компенсира със стойността на инвестиции в нетекущи активи. И при тази ситуация няма да има отражение върху паричния поток на собствения капитал от гледна точка на нетния оборотен капитал. |