

**РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ**  
**КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

**РЕШЕНИЕ № 157 – ТП**

**от 10 март 2015 г.**

С писмо, вх. № 15-00-11 от 19.12.2014 г., на основание чл. 149, ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от Димитър Луканов за закупуване чрез инвестиционен посредник „Елана Трейдинг“ АД на акции на „Арома“ АД, гр. София, от останалите акционери на дружеството.

На свое заседание, проведено на 24.01.2015 г., КФН разгледа внесеното търгово предложение и приложените към него документи и констатира, че поради установени непълноти и несъответствия в съдържанието му, търговото предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК. Поради това, на основание чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК, с Решение № 29 – ТП от 24.01.2015 г., КФН наложи временна забрана за публикуване на внесеното с писмо, вх. № 15-00-11 от 19.12.2014 г. търгово предложение.

С писмо, вх. № 15-00-11 от 10.02.2015 г., в КФН е внесено коригирано търгово предложение от Димитър Луканов за закупуване чрез инвестиционен посредник „Елана Трейдинг“ АД на акции на „Арома“ АД, гр. София, от останалите акционери на дружеството и приложени документи.

При извършената проверка по спазване на изискванията на ЗППЦК, Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) и Наредба 41 за изискванията към обосновката на цената на акциите на публично дружество, включително към прилагането на оценъчни методи, в случаите на преобразуване, договор за съвместно предприятие и търгово предлагане (Наредба № 41) беше установено следното:

**По обосновката на предлаганата цена (чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК):**

Търговото предложение включва обосновка на предлаганата цена, съгласно чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК. В обосновката е посочена справедливата цена на една акция на дружеството, изчислена въз основа на общоприети оценъчни методи, определени в Наредба № 41. Един от използваните в търговото предложение общоприети оценъчни методи е методът на дисконтираните парични потоци. По отношение на прилагането на метода на дисконтираните парични потоци може да се отбележи следното:

1. Във връзка с изискването на чл. 22 от Наредба № 41, съгласно който разяснението на извършената оценка съдържа подробно описание на използваните методи за оценка на акциите, от предложителя е изискано по отношение на представената в таблица № 21 капиталова структура на „Арома“ АД да се добави подробно пояснение на начина на калкулиране на стойностите на дълга за съответните периоди, включително и към 30.09.2014 г., доколкото стойността към тази дата на съотношението между дълга и собствения капитал е използвана в прогнозния период, като основа за изчисляването на среднопретеглената цена на капитала на дружеството. На предложителя е обърнато внимание да отчете начина на дефиниране на понятието „дълг“, съгласно характеристиката на метода на дисконтираните нетни парични потоци, като е посочено, че при необходимост – съответните стойности следва да бъдат актуализирани. Във връзка с разпоредбата на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41 е изискано да се представи обосновка на използваните стойности на дълга.

Предвид указаното от КФН, на стр. 26 от коригираното търгово предложение е посочено, че размерът на дълга се определя от размера на лихвоносните задължения по дългосрочни инвестиционни кредити на „Арома“ АД, като се взема както дългосрочната, така и краткосрочната част по инвестиционния кредит, дотолкова доколкото краткосрочната част на инвестиционния кредит не се счита за компонент на оборотния капитал, а на капиталовата структура. Уточнено е, че задълженията по

овердрафт, предвид техният краткосрочен характер, не са включени като част от капиталовата структура на „Арома“ АД. В таблица № 21 на стр. 26 от коригираното търгово предложение са представени променени стойности на дълга, като те са намалени в сравнение с първоначално внесеното търгово предложение, съответно - намален е дялът на привлечените средства, което при равни други условия води до увеличаване на нормата на дисконтиране, съответно до намаляване на цената, получена по метода. Следва да се има предвид, че въпреки предоставеното пояснение, не е изпълнено даденото указание, доколкото в коригираното търгово предложение не е добавено подробно пояснение на начина на калкулиране на стойностите на дълга за съответните периоди, включително и към 30.09.2014 г. В допълнение, използваните в коригираното търгово предложение стойности на дълга не съответстват на данните от финансовите отчети за съответните периоди, включително и към 30.09.2014 г. В коригираното търгово предложение не е представена обосновка на използваните стойности на дълга. В тази връзка може да се посочи, че стойността на среднопретеглената цена на капитала не е изчислена и представена по ясен и обоснован начин, доколкото размерът на дълга, съответно – неговият дял, участва при изчисляването на среднопретеглената цена на капитала. Допълнително, доколкото среднопретеглената цена на капитала е използвана като норма на дисконтиране на нетните парични потоци, нейното неясно и неточно определяне създават предпоставка за получаване на неточна оценка по метода, което накърнява интересите на акционерите.

2. Доколкото във връзка с пояснението на формулата за изчисляване на цената на собствения капитал, представено на стр. 24 от първоначално внесеното търгово предложение, по отношение на коефициента „бета“ е посочено единствено, че той представлява „бета“ на капитала на „Арома“ АД, във връзка с изискването на чл. 4 от Наредба № 41, съгласно който информацията, съдържаща се в обосновката на справедливата цена на акциите, се представя на ясен и достъпен език, от предложителя е изискано да представи пояснение на коефициента „бета“, съдържащо неговото описание, включително относно характеристиката на дружеството, за чийто измерител се използва този коефициент. Допълнително, във връзка с изискването на чл. 20, ал. 1, т. 4 от Наредба № 41, от предложителя е изискано информацията на стр. 24 относно използваната стойност на коефициента „бета“ в размер на 0,89, да се допълни с данни относно конкретния адрес в интернет (връзка, линк) на източника на използваната при обосновката информация, като изрично се уточни за кой отрасъл и за кой регион, съгласно използваната от проф. Дамодаран класификация се отнася тази стойност. На предложителя е обърнато внимание, че коефициентът „бета“ трябва да съответства на отрасъла и пазара / региона, в който оперира оценяваното дружество и при необходимост използваната стойност следва да се коригира.

Във връзка с направените бележки по отношение на коефициента „бета“ в коригираното търгово предложение е избран друг подход за определянето му. На стр. 27 от коригираното търгово предложение е посочено, че „Арома“ АД има дългогодишна история като публично дружество и като такова има пазарна „бета“, изчислена от Bloomberg към датата на оценката от 1.35, като тази стойност е използвана в изчисленията за цена на капитала. Посочено е, че предоставената от Bloomberg „бета“ е изчислена на база регресия на промяната в цената на акциите на „Арома“ АД спрямо основния индекс на българския капиталов пазар SOFIX. Уточнено е, че така получената регресионна „бета“ е коригирана по следната формула  $1/3 * 1.00 + 2/3 * „регресионна бета“ = „коригирана бета“$ . Корекцията се извършва, тъй като в дългосрочен план съществува тенденция „бета“ на повечето дружества да се доближава към „бета“ от 1.00 („бета на пазара“), основно поради разрастване и диверсифициране дейността на дружествата. Въпреки че избраният в първоначално внесеното търгово предложение подход за определяне на коефициента „бета“ е по-подходящ, доколкото в коригираното търгово предложение е използван регресионен коефициента „бета“ (който отразява представянето на дружеството в миналото, а не

отчита текущото му състояние и перспективите за бъдещо развитие), предвид представеното в коригираното търгово предложение описание и обосновка, както и предвид използването на коригиращ фактор, може да се приеме промяната на подхода за определяне на коефициента „бета“. От друга страна, следва да се има предвид, че от представените в коригираното търгово предложение обосновка и пояснения не става ясно по категоричен начин дали посочената в текста на стр. 27 и в таблица № 22 на стр. 28 стойност на коефициента „бета“ е коригирана или некоригирана, като по този начин не е спазено изискването на чл. 8, ал. 4 от Наредба № 41, съгласно който избраният модел трябва да бъде описан и обосновано приложен. Липсата на яснота по отношение на използваните допускания, твърдения и прогнози не позволява прилагането на предвиденият в чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК принцип за предоставяне на достатъчно информация на акционерите в дружеството за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му, което накърнява интересите на акционерите.

3. Доколкото на стр. 19 от първоначално внесеното търгово предложение е представена информация за прогнозните средногодишни стойности на инвестициите за трите сценария, и доколкото в таблиците на стр. 27-29 от първоначално внесеното търгово предложение размерът на инвестициите за последната година от прогнозния период и за трите сценария се различават от представената обосновка, от предложителя е изискано данните в таблиците да се коригират, като за целия прогнозен период се използват съответните посочени на стр. 19 от предложението стойности на инвестициите.

Във връзка с горното, на стр. 22 от коригираното търгово предложение е посочено, че в дългосрочен план предложителят счита, че инвестициите трябва да бъдат до размера на разходите за амортизация, за да може дружеството да поддържа заложения дългосрочен ръст на дейността (отразено в последната година от прогнозния период на финансовия модел).

Същевременно не е изпълнено указанието размерът на инвестициите за последната година от прогнозния период и за трите сценария да се коригира, като за целия прогнозен период се използват съответните стойности, посочени на стр. 19 от първоначално внесеното търгово предложение. Представената в коригираното търгово предложение допълнителна информация относно инвестициите в последната година от прогнозния период не е обоснована, както по отношение на необходимостта от тях, така и относно конкретния им размер, с което не е изпълнено изискването на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41, съгласно който всяко допускане, твърдение или прогноза, направени при определяне на стойността на акциите на дружеството по оценъчните методи, трябва да бъде обосновано. В тази връзка следва да се има предвид, че завишаването на размера на инвестициите в последната година от прогнозния период води до намаляване на нетния паричен поток, което, от своя страна, води до намаляване на терминалната стойност на дружеството, а от там и до намаляване на стойността на една акция, получена по метода, което накърнява интересите на акционерите. Допълнително, доколкото е възможно да бъде прогнозирано и обосновано извършването на инвестиции през конкретната (в случая последната) година от прогнозния период, то съгласно разпоредбата на чл. 11, ал. 2, изречение второ от Наредба № 41, прогнозният период не може да бъде по-кратък от пет години и следва да обхваща целия срок на получаване на финансовия ефект от предстоящите инвестиции.

В коригираното търгово предложение това изискване не е спазено, доколкото прогнозният период не е удължен с цел отчитане на финансовия ефект от инвестициите от петата година и избягване на изкривяването на размера на нетния паричен поток през последната година от прогнозния период, съответно при изчисляването на терминалната стойност. В тази връзка може да се направи обоснованият извод, че методът не е приложен съгласно установените законови изисквания и използваните допускания водят до формиране на некоректен краен резултат, с което се накърняват интересите на акционерите.

Във връзка с изложеното, може да се направи категоричният извод, че методът на дисконтираните парични потоци не е приложен съгласно изискванията на нормативната уредба, като по-конкретно не е спазена разпоредбата на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41, доколкото не е представено пояснение и обосновка на съотношението между дълга и собствения капитал към 30.09.2014 г., което е използвано и в прогнозния период, като основа за изчисляването на среднопретеглената цена на капитала на дружеството, както и разпоредбата на чл. 11, ал. 2, изречение второ от Наредба № 41, доколкото прогнозният период не обхваща целия срок на получаване на финансовия ефект от предстоящите инвестиции, прогнозиращи за петата година от прогнозния период. Допълнително, в коригираното търгово предложение съществува неяснота по отношение на използваната стойност (коригирана или некоригирана) на коефициента „бета”, което не позволява прилагането на предвиденият в чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК принцип за предоставяне на достатъчно информация на акционерите в дружеството за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му. Предвид горното, беше установено, че предложителят не се е съобразил изцяло с дадените указания за отстраняване на констатираните непълноти и несъответствия в търговото предложение.

В заключение, доколкото методът на дисконтираните парични потоци не е приложен съгласно нормативните изисквания, се налага изводът, че не е спазен предвиденият в чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК принцип за предоставяне на достатъчно информация на акционерите в дружеството за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му, обстоятелство, въз основа на което се формира обоснованото заключение, че интересите на акционерите на „Арома” АД, гр. София, са накърнени.

**Въз основа на посочените факти и обстоятелства може да се направи категоричният извод, че съдържанието на разглежданото търгово предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му, а интересите на акционерите на дружеството – обект на търгово предложение, са накърнени, с оглед на което са налице предвидените в чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК основания, КФН да издаде окончателна забрана за публикуване на търговото предложение от Димитър Луканов за закупуване чрез инвестиционен посредник „Елана Трейдинг г” АД на акции на „Арома” АД, гр. София, от останалите акционери на дружеството.**

Предвид гореизложеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 9 във връзка с чл. 15, ал. 1, т. 1 от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН) и чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК

## **КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

### **РЕШИ:**

**Издава окончателна забрана за публикуване на търгово предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-11 от 10.02.2015 г., от Димитър Луканов за закупуване чрез инвестиционен посредник „Елана Трейдинг” АД на акции на „Арома” АД, гр. София, от останалите акционери на дружеството.**

Решението подлежи на обжалване пред Върховния административен съд на основание чл. 13, ал. 3 от ЗКФН в 14 – дневен срок от съобщаването му. Обжалването на решението не спира изпълнението на индивидуалния административен акт.

**ПРЕДСЕДАТЕЛ:**

**СТОЯН МАВРОДИЕВ**