

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

**РЕШЕНИЕ № 88 - ТП**

**от 24 януари 2014 год.**

С писмо, вх. № 15-00-7 от 20.12.2013 г., на основание на чл. 149а, ал. 3 във връзка с ал. 1 и чл. 149, ал. 6 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) във връзка с чл. 151, ал. 1 от ЗППЦК в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „Сиесайеф” АД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Карол” АД, гр. София на акции на „Деспред” 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:

**II. По съдържанието на предложението:**

**1. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б” от Наредба № 13 - Данни за предложителя:**

Доколкото „Перла Мениджмънт” ЕООД не е търгов предложител, а свързано лице със „Сиесайеф” АД, представената по т. 1 от търговото предложение информация съгласно чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б”, подбукви „аа” и „бб” от Наредба № 13 следва да се отстрани.

**2. По чл. 24, ал. 1, т. 2 от Наредба № 13 - Данни за инвестиционния посредник, упълномощен от предложителя:**

Посоченото, че „Карол” АД извършва дейност като инвестиционен посредник въз основа на Решение № РГ-03-0053/18.04.2006 на КФН, следва да се коригира, доколкото посочените номер и дата не отговарят на номера и датата решение, с което на дружеството е издаден лиценз за извършване на дейност като инвестиционен посредник.

**3. По чл. 24, ал. 1, т. 4 от Наредба № 13, съответно по чл. 150, ал. 2, т. 2 и 6 от ЗППЦК - Данни за притежаваните от предложителя акции с право на глас в дружеството - обект на търгово предложение:**

1). В търговото предложение следва да се представят данни кога и при какви обстоятелства за „Сиесайеф” АД възниква задължението, респ. правото за отправяне на търгово предложение на основание чл. 149а, ал. 3 във връзка с ал. 1 и чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК.

2). На основание чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „в” от Наредба № 13 е необходимо да се представят данните по чл. 24, ал. 1, т. 1 по отношение на свързаното лице „Перла Мениджмънт” ЕООД, чрез което търговият предложител притежава акции от капитала на „Деспред” АД.

**4. По чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13, съответно по чл. 150, ал. 2, т. 4 от ЗППЦК - Информация за предлаганата цена за акция:**

1). Изявлението на стр. 7 (втори абзац на т. 2 от обосновката) от търговото предложение, че най-високата цена за една акция, заплатена от търговия предложител и

свързаните с него лица не може да бъде изчислена, тъй като предложителят не е придобивал нови акции на регулиран пазар през последните 6 месеца, следва да се прецизира. Необходимо е да бъде взето предвид, че независимо от обстоятелството, че търговият предложител не е придобивал акции от капитала на „Деспред“ АД за период от 6 м. преди регистрацията на търгово предложение на регулиран пазар, следва да се представи информация за наличието или липсата на придобивни сделки и извън регулиран пазар. При определянето на справедливата цена следва да се вземе предвид и разпоредбата на чл. 150, ал. 7, т. 3, изречение второ от ЗППЦК, включително да се представи информация за последната цена, платена от търговия предложител.

2). Необходимо е изрично да се посочи дали е или не придобиване на акции за посочения период от свързано с търговия предложител лице по чл. 148ж от ЗППЦК, съответно от лице, чрез което предложителят притежава акции непряко съгласно чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК, включително да се представи изрична информация относно наличието или липсата на хипотеза на свързаност или непряко участие на търговия предложител в капитала и правата на глас общото събрание на „Деспред“ АД чрез „Бул Консултинг 2011“ ЕООД – лице, което е придобивало активно акции на „Деспред“ АД за разгледания период, включително предвид установените отношения на заложен кредитор и залогодател между „Сиесайеф“ АД и „Бул Консултинг 2011“ ЕООД, като съответни данни и корекции бъдат представени на относимите места в търговото предложение.

3). Във връзка с установения принцип на защита на интересите на акционерите и с оглед обстоятелството, че „Сиесайеф“ АД (видно от публикувания по партидата на „Перла Мениджмънт“ ЕООД в Търговския регистър договор за покупко-продажба на дружествени дялове от 6 декември 2013 г.) е закупило 100-те дяла от капитала на „Перла Мениджмънт“ ЕООД (а по този начин непряко 45.751% от капитала на „Деспред“ АД) за цена от 100 лв., а видно от отчета на „Перла Мениджмънт“ ЕООД за 2012 г. същото има значителни по размер задължения с нетекущ характер (около 10 млн. лв.) и отрицателен собствен капитал, следва да се представи информация за всякакви обстоятелства, влияещи върху определянето на цената, на която предложителят е придобил „Перла мениджмънт“ ЕООД, а чрез него и притежаваното от това дружество участие в дружеството обект на настоящото търгово предложение.

4). Тъй като видно от представената информация към 30.09.2013 г. дружеството – обект на търгово предложение е отписало и обезценило вземания в размер на 5 213 хил. лв., както и доколкото сумата е значителна и оказва съществено влияние върху финансовото му състояние, следователно върху справедливата цена, определена по реда на чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41, следва да се разкрие по-подробна информация относно вземанията, включително за вида, размера и контрагентите по тях. Необходимо е също така да се прецизира и обоснове основателността за отписването или обезценка на част от вземанията, с оглед на индикациите, че част от тях са от свързано с търговия предложител и дружеството – обект на търгово предлагане лице, доколкото същите биха влияли за определяне на справедливата цена на акциите.

5). Следва да се обоснове влиянието по посочените в предходните бележки обстоятелства върху цената по търговото предложение, включително да се отчете обстоятелството, че обосноваването на цената следва да е в съответствие с принципа за защита на интересите на акционерите. В случай, че при отразяване на горните бележки възникне обстоятелство, водещо до промяна в цената по настоящото предложение, същата следва да бъде коригирана.

6). Следва да се прецизира и коригира посоченият на ред 7 от таблица 2 минимален среднодневен обем на изтъргуваните акции, съответно в резултат да се коригира информацията в предложението на относимите места.

**5. По чл. 24, ал. 1, т. 9 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 9 от ЗППЦК - Данни относно намеренията на предложителя за бъдещата дейност на дружеството - обект на търгово предложение, и на предложителя - юридическо лице, доколкото е засегнат от търговото предложение:**

1). Необходимо е представената информация по чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „в” от Наредба № 13 за основната дейност и финансовата стратегия на дружествата през текущата и следващата финансова година да се прецизира и допълни, като изискуемата информация следва да се представи както по отношение на дружеството обект на търгово предложение, така и по отношение на търговия предложител с ясно посочване за кое от двете дружества се отнася информацията.

2). Доколкото е посочено, че не се предвиждат съществени промени в условията по трудовите договори, в търговото предложение е необходимо информацията да се прецизира, съответно да се посочи какви са предвижданите промени.

3). Съгласно разпоредбата на чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „ж” от Наредба № 13, следва стратегическият план да съдържа изискуемата информация както за „Деспред” АД, така и относно търговия предложител – „Сиесайеф” АД. Необходимо е представената информация относно времеви график на стр. 47 да съдържа по-конкретни данни на база приетия петгодишен бизнесплан и следваната стратегия за бизнес развитие.

**6. Предвиденият ред за приемане на предложението и начина за плащане на цената - по чл. 24, ал. 1, т. 10 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 10 от ЗППЦК:**

1). Не е уточнено по какъв начин ще бъде прието търговото предложение от акционери, чийто активи се съхраняват при банка депозитар или банка попечител, съответно по какъв начин ще се извършват разплащания с такива акционери, с оглед на което е необходимо допълване на информацията в тази връзка.

2). С оглед установяване на действителния брой акционери, приели търговото предложение следва да се има предвид, че ако търговото предложение е прието чрез друг инвестиционен посредник, ИП „Карол” АД следва да бъде уведомен незабавно (до края на работния ден), съответно оригиналните документи следва да му бъдат предадени най-късно до изтичане на срока за приемане на търговото предложение. Предвид посоченото е необходимо прецизиране на информацията в тази връзка.

3). Необходимо е в търговото предложение да се опише хипотезата и реда за изплащането на цената на акциите на акционерите, които не са потърсили дължимата им сума след приключване на търговото предложение, съответно срокът, в който акционерите ще могат да я получат.

4). Изрично следва да се уточни дали ИП „Карол” АД ще удържа комисионна на приелите търговото предложение чрез друг инвестиционен посредник акционери.

**7. Информация за приложимия ред, в случай че търговото предложение бъде оттеглено от предложителя - по чл. 24, ал. 1, т. 11 от Наредба № 13:**

Направената препратка към т. 3.4.5, където са посочени ежедневниците, в които ще бъде публикувано търговото предложение и неговото оттегляне, е неправилна и следва да се коригира.

**8. По чл. 24, ал. 1, т. 17 от Наредба № 13 - Други обстоятелства или документи, които по преценка на предложителя имат съществено значение за осъществяването на търговото предложение:**

Необходимо е информацията представена на стр. 53, по т. 7. Допълнителна информация да се съобрази с разпоредбите на чл. 157а и чл. 157б от ЗППЦК относно определянето на цената.

#### **9. Обосновка на предлаганата цена - по чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК:**

1). С оглед разпоредбата на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41, следва по т. 7 от раздел III на проекта на търгово предложение да се допълни подробно описание на използваните методи за оценка на акциите и обосновка на приложимостта им, обосновка на теглото, което е определено за всеки от методите.

2). Представеният тримесечен период, предхождащ датата на обосновката (на стр. 7, т. 2, трети абзац), следва да се прецизира, като коректно се посочи периодът 17.09.2013 – 17.12.2013 г., съответно данните за този период, доколкото обосновката на цената по търговото предложение е на 18 декември 2013 г. Съответни корекции са необходими и на всички други места в търговото предложение, където е посочен тримесечния период.

3). Съгласно изискванията на чл. 23, ал. 1, т. 6 от Наредба № 41 следва в раздел IV „Систематизирана финансова информация за дружеството” (стр. 45-47) да се направи 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”.

#### **4). По отношение на метода “Дисконтирани парични потоци”**

4.1). Като бъдат взети предвид изложените на стр. 35 от проекта на търгово предложение аргументи за определяне на периода на дисконтиране и с оглед на факта, че паричният поток през 2013 г. (доколкото към датата на обосновката 18 декември годината е почти изтекла) има по-скоро характер на историческа отколкото на прогнозна информация, следва в таблиците на стр. 37 – 39 и при извършване на изчисленията за определяне стойността на акция по оценъчния метод да отпаднат отрицателните парични потоци, представени в съответните колони за 2013 г. Оставащите прогнозни години до 2018 г. са пет на брой, което съответства на изискванията при прилагането на метода съгласно Наредба № 41, предвид което други промени относно прогнозните данни в прилагането на метода не са необходими.

4.2). Размерът на инвестициите и предвидените цели следва да бъдат съобразени със заявеното намерение в стратегическия план за развитие в посока създаване на логистичен парк, чрез който да се оперират групажните линии, осъществяването на който се очаква да стане до 1 г. В случай, че не се очаква „Деспред” АД да извършва капиталови разходи за осъществяване на този проект, такова изявление трябва изрично да се представи в проекта на търгово предложение, а така също да се посочи и повече информация за партньора, чрез който дружеството възнамерява да осъществи плановите си за развитие.

4.3). По отношение на използвания показател  $\beta_L$  при определяне стойността на цена на финансиране със собствен капитал за оценяваната компания следва да се има предвид, че направената обосновка на използване на бета с дълг не е приемлива, доколкото показателят е определен за отрасли, чиито средни стойности на използвано дългово финансиране се различават съществено от размера на използвания дълг от „Деспред” АД, като е уместно да се отчете и факта, че голямата част от привлечения ресурс на „Деспред” АД са задължения с текущ характер. Размерът на дълга (към собствения капитал), използван в отрасъла, избран за определяне на бета коефициент, превишава размера на дълга, който използва оценяваната компания три пъти, като този показател би превишил дори пет пъти, ако се изчисти влиянието на еднократното

събитие, настъпило в трето тримесечие на 2013 г., а именно обезценка и отписване на значими по размер вземания. Необходимо е да се преразгледа използваният бета коефициент, като е препоръчително да се ползва бета без дълг, тъй като тя би представила по-реалистично системния риск, на който е изложено оценяваното дружество.

5). По отношение на метода „Нетна балансова стойност на активите”:

По отношение на метода „Нетна балансова стойност на активите” следва да се вземат предвид бележките направени по чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13.

6). По отношение на метода „Пазарни множители на дружества - аналози”

Не може да се приеме за обоснован изборът на „Fridenson Logistic Services” (Израел), „Nurminin Logistics PLC” (Финландия) и „Janel World Trade Ltd” (САЩ) за дружества-аналози на „Деспред” АД предвид следното:

Независимо, че предметът на дейност, предлаганите услуги от „Деспред” АД и разгледаните компании са сходни, посочените дружества „аналози” имат различни инвестиционни и рискови характеристики. Налице е значима разлика в основни показатели като приходи от продажби, сума на актива и собствен капитал, като следва да бъде отчетено и обстоятелството, че разгледаните компании оперират в различна среда (независимо от глобалния характер на спедиторските услуги), а също така налице е и сериозна географска отдалеченост на компаниите (едва едно от дружествата е европейско и от държава членка на ЕС, няма разгледана подходяща българска компания). Акциите на „Деспред” АД и разгледаните аналогични компании се търгуват на различни по степен на развитие и ликвидни характеристики пазари.

За прилагане на метода „Пазарни множители на дружества-аналози” за американското дружество са използвани финансови показатели към 30.06.2013 г., а за „Деспред” АД показателите са към 30.09.2013 г.

Предвид горното следва заявителят да обоснове наличието и при възможност за това обосновано да приложи метода с други дружества аналози, чиито мащаб на дейността, финансови показатели, пазарна среда и предлагани услуги в най-голяма степен отговарят на „Деспред” АД, като се обоснове (или бъде намалено) и сравнително голямото тегло в общата оценка предвид недостатъчната надеждност на метода. Следва да се има предвид, че при липса на подходящи дружества-аналози, е необходимо да се обоснове отпадане на този метод при определяне на справедливата цена на акция на дружеството, като теглото на метода, който отпада се разпредели пропорционално между останалите два метода.

7). По отношение на ликвидационната стойност

Тъй като по отношение на „Деспред” АД са налице обстоятелства, предвидени в чл. 6, ал. 3 от Наредба № 41, както и доколкото може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава цената на акция, определена съгласно приложените методи, е необходимо за целите на настоящото търгово предложение да се изготви оценка на „Деспред” АД по ликвидационна стойност, като в случай че последната превишава цената по оценъчните методи, следва да се приложи разпоредбата на чл. 6, ал. 1 от Наредба № 41.

**На основание чл. 13, ал. 1, т. 9 от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН) във връзка с чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК**

## **КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

### **Р Е Ш И:**

**Издава временна забрана за публикуване на търговото предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-7 от 20.12.2013 г., от „Сиесайеф” АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник „Карол” АД, гр. София на акции на „Деспред” 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**