

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 87-ТП

от 24 януари 2014 година

С писмо, вх. № 15-00-8 от 20.12.2013 г., на основание на чл. 149, ал. 1 и ал. 6 и чл. 151, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „Сиесайеф” АД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Карол” АД на акции на „Пампорово” АД, к. к. Пампорово, 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 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 номер и дата на 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:

3.1. Посочено е, че на 23.06.2008 г., (дата на сетълмент 15.06.2008 г.) „Перла Мениджмънт” ЕООД е придобило 107 600 бр. акции, представляващи 6.67% от капитала и гласовете в общото събрание на „Пампорово” АД, с оглед на което възникналото несъответствие между датата на придобиване и датата на сетълмент (датата на сетълмент предхожда датата на сключване на сделката) следва да се отстрани.

3.2. В описанието на притежаваните от търговия предложител акции с право на глас в публичното дружество е допусната техническа грешка, като вместо „Пампорово” АД е посочено „Деспред” АД, което следва да бъде коригирано.

3.3. В търговото предложение следва изрично да се посочи кога и при какви обстоятелства за „Сиесайеф” АД възниква задължението, респективно правото за регистриране на търгово предложение на основание чл. 149а, ал. 3 във връзка с ал. 1 и чл. 149, ал. 6 от ЗППЦК.

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

4.1. 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.

4.2. Не са спазени изискванията на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК, съответно чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13 относно минималната цена за акция, доколкото предложената от търговия предложител цена е по-ниска от средната претеглена пазарна цена на акциите за последните три месеца преди регистрацията на предложението, с оглед на което в търговото предложение следва да се извършат необходимите корекции.

4.3. 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.

4.4. Необходимо е изрично да се посочи налице ли 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 „Пампорово” АД чрез „Бул Консултинг 2011” ЕООД – лице, което е придобивало активно акции на „Пампорово” 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.

4.5. 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 40,046% от капитала на „Пампорово” 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.

4.6. 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.

4.7. Представената информация в Раздел II, т. 2 трябва да бъде допълнена с данни за увеличението на капитала на „Пампорово” АД, вписано в Търговския регистър на 24.09.2013 г. и с първа дата на търговия на новоемитираните акции 21.10.2013 г. Представената информация следва да съдържа съответните обяснения, свързани с отражението на увеличението на капитала върху цената на акциите (вкл. необходимите корекции при представяне на данните за среднодневния обем на търговия за последните 3 месеца).

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:

5.1. 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.

5.2. Посочено е, че търговият предложител не предвижда да извършва промени в състава на управителните органи и служителите на „Пампорово” АД и „Сиесайеф” АД. 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.

5.3. Съгласно разпоредбата на чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „ж” от Наредба № 13, следва стратегическият план да съдържа изискуемата информация относно търговия предложител – „Сиесайеф” АД. Също така е необходимо представената информация относно времеви график на стр. 55 да съдържа конкретни данни на база приетия петгодишен бизнесплан.

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:

6.1. 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.

6.2. 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.

6.3. Необходимо е в търговото предложение да се опише хипотезата и редът 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.

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

7. 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 представената информация на стр. 60, по т. 7. „Допълнителна информация” да се съобрази с разпоредбите на чл. 157а и чл. 157б от ЗППЦК относно определянето на цената.

8. Обосновка на предлаганата цена - по чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК:

8.1. 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, както и обосновка на теглото, което е определено за всеки от методите.

8.2. 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. 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.

8.3. 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”*.

А. По отношение прилагането на модела “Дисконтирани парични потоци”

8.4. Като бъдат взети предвид изложените на стр. 37 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. 38-43 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 2024 г. са единадесет 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.

8.5. Необходимо е приходите и разходите прецизно да се прогнозират и ясно и подробно да се обосноват, съобразно реалните перспективи и рискове за дружеството, като се имат предвид и долните бележки.

8.6. Независимо от заложените за периода 2014-2015 г. значителни инвестиции, които имат за цел увеличаване постъпленията от дружеството, в периода 2015-2016 г. са заложили значително по-ниски ръстове на приходите (по 7% годишно), спрямо вече реализираните за периода 2010-2012 г. – период, през който не са осъществявани толкова мащабни инвестиции. Съответно прогнозният ръст на приходите следва да бъде обвързан с реално очакваните постъпления, свързани и с предвижданата мащабна инвестиционна програма.

8.7. При определяне на прогнозните приходи са изключени другите приходи (на стойност 816 хил. лв. за 2012 г. и формирани от наеми и услуги). Предвид

обстоятелството, че отчитаните постъпления като „Други приходи” не са еднократно събитие само през 2012 г. е необходимо те да намерят отражение при определяне размера на прогнозните парични потоци на дружеството.

8.8. За по-голяма яснота таблици № 32-34 следва да съдържат информация за облагаемия финансов резултат за всяка прогнозна година. В коригираното търгово предложение прогнозните разходи за данъци следва да са съобразени с разпоредбата на чл. 70 от Закон за корпоративното подоходно облагане.

8.9. Размерът на определените прогнозни разходи за 2013 г. не отговаря на посочения процент на нарастване (6% при песимистичния, 12% при реалистичния и 25% при оптимистичния вариант на прогнози) на базовата стойност от 2012 г. Независимо от посоченото несъответствие в оптимистичния вариант на прогноза през 2013 г. е заложено необосновано 25% нарастване на разходите при 18% увеличение на приходите.

8.10. Не са обосновани заложените прогнозни стойности на нетния оборотен капитал в табл. № 26, съобразно изискванията на чл. 7 ал. 1 от Наредба № 41. Следва да се представят конкретни допускания, които да са мотивирано обосновани (съобразно особеностите на дружеството и отрасъла в който то осъществява дейност) относно размера и изменението на прогнозните материални запаси, текущи вземания и задължения, на база на които се определя нетния оборотен капитал.

8.11. Въпреки, че таблици № 22 и № 24 съдържат прогнозни данни за периода 2013-2024 г. в техните заглавия е отбелязано, че те съдържат данни за периода 2013-2018 г., което следва да се коригира.

8.12. Предвид обстоятелството, че през 2013 г. в трите варианта на прогноза са заложили еднакви капиталови разходи, както и посоченото, че извършените през годината инвестиции в инфраструктура „се въвеждат в експлоатация в началото на следващата година”, са необосновани посочените в табл. № 22 различни прогнозни стойности на разходите за амортизации в отделните сценарии на прогноза през 2013 г. и 2014 г. Също така предвидените значителни инвестиции през 2015 г. в оптимистичния (35 000 хил. лв.) спрямо реалистичния (15 000 хил. лв.) сценарий на прогноза не кореспондират със заложените амортизационни разходи през 2016 г. (7 905 хил. лв. при реалистичния, съответно 7 985 хил. лв. в оптимистичния сценарий).

8.13. Видно от междинния финансов отчет към 30.09.2013 г. нетните задължения (дълг минус парични средства и парични еквиваленти) на „Пампорово” АД са на стойност 33 114 хил. лв., а в таблици №№ 32-34 неправилно за определяне на справедливата стойност на дружеството от дисконтираните парични потоци е приспаднала стойност от 33 464 хил. лв.

Б. По отношение прилагането на модела “Пазарни множители на дружества-аналози”:

8.14. Не може да се приеме за обоснован изборът на „Companies des Alpes SA” (Франция), „CIE Du Mont Blanc” (Франция) и „Златни пясъци” АД за дружества-аналози на „Пампорово” АД предвид следното:

- независимо, че предметът на дейност на „Пампорово” АД и „Companies des Alpes SA” (Франция) и „CIE Du Mont Blanc” (Франция) е свързан с експлоатацията на зимни ски курорти, спрямо оценяваното дружество посочените френски дружества имат различни инвестиционни и рискови характеристики, както и различна клиентска база. Акциите на „Пампорово” АД и френските компании се търгуват на различни пазари. За прилагане на метода „Пазарни множители на дружества-аналози” за двете френски дружества са използвани финансови показатели към 30.06.2013 г., а на „Пампорово” АД те са към 30.09.2013 г.;

- „Златни пясъци” АД е летен курорт, за разлика от „Пампорово” АД, на който съществена част от приходите се формират от експлоатация на ски-съоръжения (56% от приходите – посочено на стр. 10 от търговото предложение) и ски гардероб и училище;

- по основни финансови показатели (активи, собствен капитал, финансов резултат и приходи от продажби) „Пампорово” АД съществено се различава от „Compagnies des Alpes SA” (Франция), „CIE Du Mont Blanc” (Франция) и „Златни пясъци” АД.

Предвид горното следва заявителят да обоснове наличието и при възможност за това обосновано да приложи метода с други дружества аналози, чийто мащаб на дейността, финансови показатели, пазарна среда и предлагани услуги в най-голяма степен отговарят на „Пампорово” АД. 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.

В. По отношение на ликвидационната стойност:

8.15. По настоящото производство са налице следните обстоятелства по чл. 6, ал. 3 от Наредба № 41:

- т. 2 „не по-малко от 30 на сто от активите на дружеството се формират от имоти и съоръжения, които съгласно счетоводната политика на дружеството са представени във финансовия отчет по модела на цена на придобиване и не са преоценявани към последния годишен одитиран финансов отчет”. Видно от одитирания годишен финансов отчет на „Пампорово” АД за 2012 г., имотите и съоръженията формират над 55% от актива на дружеството. В т. 2.7 от „Основни положения от счетоводната политика на дружеството за 2012 година” е упоменато, че „Справедливата стойност на дълготрайните материални активи на земи, сгради и машини е определена от независими оценители към 31.12.2003 г. Справедливата стойност на останалите дълготрайни активи е определена от вътрешни комисии”. От цитирания текст е видно, че към последния годишен одитиран финансов отчет имотите и съоръженията на дружеството не са преоценявани;
- т. 5 „оценката на дружеството по метода „Нетна стойност на активите” (без корекции) надхвърля с повече от 1,5 пъти предложената от заявителя справедлива цена”. В конкретния случай нетна балансова стойност на акция (10,77 лв.) надхвърля повече от два пъти предложената от заявителя цена за акция (4,71 лв.) на „Пампорово” АД;
- т. 6 „стойностите на акциите на дружеството, обект на оценка, получени съгласно методите по чл. 5, ал. 1 и 2, се различават една от друга повече от 1,5 пъти”. В конкретния случай стойностите на акциите, получени по приложените методи (1,11 лв. по метода дисконтирани парични потоци; 3,47 лв. по метода на дружествата аналози и 10,77 лв. по метода на балансовата стойност на активите) се различават повече от три пъти.

Тъй като по отношение на „Пампорово” 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 „Пампорово” АД по ликвидационна стойност, като в случай че последната превишава цената по оценъчните методи, съгласно чл. 6, ал. 1 от Наредба № 41 ликвидационната стойност следва да бъде приета за справедлива цена и да бъде цена на предложителя по търговото предложение.

Г. Крайна оценка на дружеството:

8.16. В настоящото търгово предложение теглата на методите не са обективно обосновани, предвид което с оглед направените по-горе бележки следва да се коригират и съответно обосноват теглата на методите, като се вземат предвид следните обстоятелства:

- получените цени по методите „нетна балансова стойност на активите” (10,77 лв.) и „дисконтирани парични потоци” (1,11 лв.) се различават повече от девет пъти;
- в конкретния случай резултатите от дейността и потенциалните възможности за дружеството са пряко зависими от наличната материална база, с която то разполага – наличната инфраструктура има водеща роля в определянето на стойността;
- в условията и по време на глобална финансова криза е трудно да бъде извършено прецизно краткосрочно и средносрочно прогнозиране. Като доказателство за това са съществените различия в получените стойности на акция по метода при различните варианти на прогноза (0,02 лв. при песимистичния вариант, 0,67 лв. при реалистичния вариант и 2,64 лв. при оптимистичния вариант);
- ако при определяне на справедливата цена на дадено дружество, по някой от възможните за използване оценителски методи получената цена се приема за недостатъчно надеждна е необходимо на този метод да бъде дадено по-ниско тегло, спрямо случаи, в които теоретично на такъв метод се дава по-високо тегло.

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. № 15-00-8 от 20.12.2013 г., търгово предложение от „Сиесайеф” АД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Карол” АД на акции на „Пампорово” АД, к. к. Пампорово, 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