

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 306 - ТП

от 19 март 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) 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 на акции на „Пампорово” АД, к. к. Пампорово от останалите акционери на дружеството.

На свое заседание, проведено на 24.01.2014 г., КФН разгледа съдържанието на първоначално внесеното предложение и приложените към него документи и констатира, че поради съществуващите непълноти и несъответствия в съдържанието на предложението, то не отговаря на изискванията на ЗППЦК, тъй като не предоставя достатъчна и точна информация на акционерите в „Пампорово” АД за точна оценка на предложението и вземане на обосновано решение относно приемането му в съответствие с чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК. Поради това на основание чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК, КФН с Решение № 87 - ТП от 24.01.2014 г., наложи временна забрана за публикуване на търговото предложение и изиска да се представи допълнителна информация относно включените в него данни и отстраняване на констатираните несъответствия.

С писмо, вх. № 15-00-8 от 21.02.2014 г., в КФН е внесено коригирано 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 и приложени документи.

При извършената от КФН проверка по спазване на изискванията на ЗППЦК, Наредба № 13/22.12.2003 г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) и разпоредбите на 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) се установи следното:

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

По отношение прилагането на метода на “Дисконтираните парични потоци”:

1. В представените на стр. 77 (таблица 75) и стр. 81 (таблица 77) от коригираното търгово предложение прогнозни отчети за приходите и разходите за реалистичния и оптимистичния вариант на прогнози и въпреки указаното по т. 8.8. от Решение № 87 - ТП от 24.01.2014 г., с което КФН е постановила временна забрана за публикуване на търговото предложение, необосновано са предвидени разходи за данъци (за 2024 г. в реалистичния сценарий и за 2023 г. и 2024 г. в оптимистичния сценарий). Предвид възможността, която предоставя чл. 70 от Закон за корпоративното подоходно облагане, както и доколкото са посочени натрупани загуби в предходни периоди, през посочените години дружеството не следва да начислява разходи за данъци.

2. В коригираното търгово предложение необосновано е завишен темпът на

нарастване на прогнозните разходи спрямо темпа на нарастване на прогнозните приходи през 2014 г. за трите сценария на прогноза и през 2015 г. само в песимистичния сценарий на прогнозата. Посочената тенденция противоречи на ретроспективните данни на дружеството, както и на възможността за икономия от мащаба при предвижданото нарастване на приходите. Посоченото завишаване на разходите е довело до намаляване на нетните парични потоци - съответно до намаляване на получената стойност на акциите на „Пампорово” АД по метода на „Дисконтираните парични потоци”.

3. През прогнозния период в коригираното търгово предложение е предвидена тенденция за постоянно нарастване на приходите, но не е заложено съществено изменение в нетния оборотен капитал. Предвид посоченото нарастване на приходите в прогнозния период и реалната зависимост на нетния оборотен капитал от приходите от дейността, не може да се приеме за обосновано посоченото на стр. 65 от коригираното търгово предложение, че през прогнозния период „мениджмънтът на „Пампорово” АД не очаква да възникнат нужди от допълнителен оборотен капитал”, доколкото съществено повишаване на приходите през прогнозния период едва ли би могло да бъде осъществено със запазване на нетния оборотен капитал на нивата му от края на 2013 г.

4. В писмо, изх. № 15-00-8 от 24.01.2014 г., с което на предложителя е изпратено Решение на КФН с № 87-ТП от 24.01.2014 г., изрично е посочено, че в коригираното търгово предложение следва да се отстранят единствено конкретно посочените несъответствия. Доколкото КФН не е правила бележки относно определените прогнозни капиталови разходи в първоначално представеното търгово предложение, то в коригираното търгово предложение предложителят не е следвало да прави промени, които касаят вече възприетите от КФН стойности. По т. 8.1.4 на стр. 61-63 от коригираното търгово предложение съществено са завишени прогнозните стойности на капиталовите разходи в реалистичния сценарий на прогноза. Промени има и в стойностите при другите сценарии на прогнозата. Доколкото извършената промяна в капиталовите разходи води до намаляване на стойността на акциите, изчислена по метода на „Дисконтираните парични потоци”, може да се констатира, че предложителя неоснователно е извършил корекция, която влияе негативно при определянето на справедливата стойност на акциите.

5. По отношение на определянето на нормата на дисконтиране, в коригираното търгово предложение предложителят също е извършил промени, които касаят вече възприети от КФН изчисления, по които не са направени бележки. С оглед на това, че в коригираното търгово предложение при определяне на рисковата премия RP (използвана за изчисляване на цената на финансиране със собствен капитал) е добавена „Рискова премия за липса на ликвидност (LL)”, което води до намаляване на стойността на акциите изчислена по метода на „Дисконтираните парични потоци”, може да се констатира, че предложителят неоснователно е извършил посочената корекция, която негативно влияе при определяне на справедливата цена на акциите. Допълнително следва да се отбележи, че не е обоснован начинът, по който е определен размерът от 3% на рисковата премия за липса на ликвидност.

6. В таблица № 72 (отразяваща WACC при реалистичния и оптимистичния сценарий) са приложени еднакви съотношения на дълг и собствен капитал, както в таблица № 71 (отразяваща WACC при песимистичния сценарий), въпреки, че при реалистичния и оптимистичния сценарий е предвидено увеличение на дела на привлечения капитал в резултат на получаване на кредит от голяма европейска банка. Също така съотношението на дълг и собствен капитал в таблици № 71 и № 72 от коригираното търгово предложение се различава от това в първоначално представеното търгово предложение, за което липсва съответната обосновка.

С оглед на изложеното може да се направи заключение, че в коригираното търгово предложение стойността на акциите, изчислена по метода на „Дисконтираните парични потоци“, не е коректно и справедливо определена.

По отношение на ликвидационната стойност:

След проверка в публичния регистър на независимите оценители се установи, че нито едно от лицата, които са изготвили ликвидационната оценка на „Пампорово“ АД (Виолета Цачева и Адриана Пенева) не притежава издаден от Камарата на независимите оценители в България сертификат за оценка на „Търговски предприятия и вземания“, който е необходим за изготвяне на оценка на търговски дружества по ликвидационна стойност. Виолета Цачева има правоспособност за оценка на недвижими имоти, а Адриана Пенева има правоспособност за оценка на машини и съоръжения, но те нямат правоспособност да оценят „Пампорово“ АД като цяло.

С оглед на това определената ликвидационна стойност на „Пампорово“ АД в представената експертна оценка, изготвена от горепосочените лица не може да бъде приета за коректно и обективно определена.

Освен изложеното допълнително е взето предвид следното:

1. След проверка на представените в коригираното търгово предложение изчисления по метода на „Дисконтираните парични потоци“ се установи, че при песимистичния вариант на прогноза неправилно е определена „Настояща стойност на терминалната стойност“, като вместо 14 820 хил. лв., в таблица № 74 на стр. 76 е посочена 16 561 хил. лв. Следствие допуснатата грешка при песимистичния вариант на прогноза е получена цена от 1,74 лв./акция, вместо 0,67 лв./акция, съответно определената крайна цена по метода е 4,03 лв./акция, вместо 4,39 лв./акция.

2. Въпреки направена от КФН бележка в т. 2.10 „*Времеви график - фази на осъществяване на стратегията*“ (стр. 99) от коригираното търгово предложение не са представени конкретни данни на база приетия петгодишен бизнесплан.

Въз основа на изложеното може да се направи извод, че цената по търговото предложение не е коректно и справедливо определена в съответствие с изискванията на Наредба № 41, т. е. налице е основанието по чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК, КФН да издаде окончателна забрана за публикуване на предложението от „Сиесайф“ АД за закупуване чрез ИП „Карол“ АД на акции на „Пампорово“ АД от останалите акционери на дружеството.

Предвид горепосоченото 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), във връзка с чл. 153, ал. 2, предложение първо от ЗППЦК

КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШИ:

Издава окончателна забрана за публикуване на търговото предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-8 от 21.02.2014 г., от „Сиесайф“ АД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Карол“ АД на акции на „Пампорово“ АД, к. к. Пампорово.

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