

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 668 – ТП

от 27.06.2012 г.

С вх. № 15-00-8 от 07.06.2012 г., на основание на чл. 149а, ал. 1 във връзка с чл. 151, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от „ЕВН” АГ, Австрия за закупуване чрез инвестиционен посредник „Булброкърс” ЕАД, гр. София на акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД, гр. Пловдив, от останалите акционери на дружеството.

След като разгледа и обсъди съдържанието на търговото предложение и приложените към него документи КФН установи, че са налице следните непълноти и несъответствия:

I. По съдържанието на предложението:

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

Не е представена информация дали са настъпили изменения в наименованието на търговия предложител. В тази връзка следва да се представи информация по чл. 24, ал. 1, т. 1, б. “б”, „аа” от Наредба № 13 или да се направи изрично изявление в обратния смисъл.

2. 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:

В съответствие с изискването на чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „б” от Наредба № 13 е необходимо да се направи изрично изявление дали членовете на надзорния и управителен съвет на „ЕВН” АГ притежават чрез свързани лица акции от капитала на „ЕВН България Електроразпределение” АД.

3. По чл. 24, ал. 1, т. 6 от Наредба № 13, съответно по чл. 150, ал. 2, т. 5 от ЗППЦК - Информация за обезщетението за правата на акционерите, които могат да бъдат ограничени съгласно чл. 151а, ал. 4 от ЗППЦК, включително реда и начина за изплащането му и методите за неговото определяне:

Не е представена информация относно обезщетението за правата на акционерите, които могат да бъдат ограничени съгласно чл. 151а, ал. 4 от ЗППЦК, включително реда и начина за изплащането му и методите за неговото определяне. Съгласно изискването на чл. 24, ал. 1, т. 6 от Наредба № 13 е необходимо представяне на съответната информация.

4. По чл. 24, ал. 1, т. 8 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 8 от ЗППЦК - Информация относно условията на финансиране на придобиването на акциите, включително дали предложителят ще ползва собствени или заемни средства:

Представеното банково удостоверение не съответства на изискването на чл. 24, ал. 3, т. 3 от Наредба № 13 да е издадено не по-рано от датата на обосновката на цената - 05.06.2012 г. С оглед посоченото е необходимо да се представи нов документ,

доказващ наличието на средства за финансиране на търговото предложение, издаден към дата, предхождаща внасянето на коригираното търгово предложение.

5. По чл. 24, ал. 1, т. 10 от Наредба № 13, съответно чл. 150, ал. 2, т. 10 от ЗППЦК - Предвиденият ред за приемане на предложението и начинът за плащане на цената:

5.1 С оглед на факта, че търговото предложение може да бъде прието и чрез друг инвестиционен посредник освен „Булброкърс” ЕАД, е необходимо заявлението за приемане на търговото предложение да се коригира.

5.2 В текста на търговото предложение изрично следва да се посочи предвидената в нормата на 149а, ал. 5 от ЗППЦК възможност, съгласно която до публикуване на предложението, както и 14 дни след крайния срок за приемането му, търговият предложител е длъжен при поискване да закупи акциите на всеки акционер.

6. По чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК - Обосновка на предлаганата цена: По отношение на метода “Дисконтирани парични потоци”

Приходи

Данните в таблично представената информация на стр. 23 – 26 от проекта на търгово предложение следва да се коригират, като се повишат ръстовете в потреблението на битови потребители за трите сценария на прогнозата, като по този начин се уеднаквят с допусканията, които са направени за ръст годишно от 2% при оптимистичен, 1,5% при реалистичен и 1 % при песимистичен сценарий на прогнозата. Направените допускания следва да бъдат съобразени и със заложените прогнози в обосновката в търговото предложение на същия предложител към акционерите на „ЕВН България Електроснабдяване” АД.

Таблица № 6 „Отчет за доходите за периода 2009-2017 г. в трите й сценария следва да се допълни, като се представят данни освен за пренесените количества и за реализираните приходи от пренос за съответните периоди (исторически и прогнозен).

Доколкото приходите от присъединявания участват в прилагането на оценъчния метод на дисконтирани нетни парични потоци на дружеството при изчисление стойността на акциите в трите сценария (таблица № 11 от търговото предложение), следва данните в таблиците да се съобразят от една страна с размера на отчетените приходи от „приблизително 20 млн.лв.” приходи от присъединявания за отчетния период и с направените допускания на стр. 23 за растеж в приходите от присъединявания – 5 % годишно до 2015 г. (3% след това) за оптимистичния сценарий и 3% ръст до 2015 г. (1 % след това) за песимистичния сценарий.

Съгласно чл. 10, ал. 2 от Наредба № 41 прогнозите се обосновават чрез ретроспективни от последните три годишни одитирани отчети и последния публикуван финансов отчет преди датата на регистрация на търговото предложение. Предвид това, при изготвяне и обосновката на прогнозите по метода на дисконтираните нетни парични потоци следва да се вземат предвид и данните от междинния финансов отчет към 31.03.2012 г.

Инвестиции

Използваните стойности на прогнозни инвестиции в трите сценария (таблица № 11) за периода 2012-2017 г. следва да се намалят. В сегашния си вид инвестиции, достигащи до 150 млн. лв. на година в оптимистичния сценарий от прогнозата например са твърде големи и натоварват със значителен ангажимент

за осъществяване на инвестиционни разходи оценяваното дружество, което води отрицателни парични потоци за три поредни години и неяснота относно финансирането на инвестициите във всеки следващ период.

Съгласно чл. 11, ал. 2 от Наредба № 41 за правилно прилагане на оценъчния метод се прави хипотеза прогнозният период да обхваща целия срок на получаване на финансовия ефект от предстоящите инвестиции. Вместо това в конкретния случай е заложен прогнозен период от 5 години, в който се извършва интензивна инвестиционна дейност (в някои от сценариите е налице дори нарастване на инвестициите по години за периода на прогнозата), която действа в посока силно намаление на паричните потоци за всички години, като за три от периодите в оптимистичния и два от периодите в реалистичния сценарий паричните потоци са отрицателни величини. Не е спазено изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба № 41 предвиждането на инвестиционни разходи и нарастване на нетния оборотен капитал за всяка година да се допуска дотолкова, доколкото се изисква за осигуряване поддържането на капитала и прогнозния темп. Прогнозирането на непосилни за дружеството инвестиционни разходи води до парадокса оценката на настоящата стойност на ДНПШ от таблица № 11 (без терминална стойност) в оптимистичния сценарий (11 386 х.лв.) да е по-ниска от настоящата стойност (75 100 х.лв.) в песимистичния сценарий повече от шест пъти. Необходимо е съобразяване с посочената разпоредба от Наредба № 41.

Инвестициите следва да бъдат прогнозирани консервативно, като в отделните сценарии да се допуска минимална динамика в размера им. Горното е необходимо и с оглед поетите ангажименти във връзка с одобрената от ДКЕВР инвестиционна програма за извършване на средногодишен номинален размер на инвестициите 119,4 млн. лв., видно от потвърден от КФН с Решение № 726-ПД от 06.12.2011 г. проспект за публично предлагане на акциите на „ЕВН България Електроразпределение“ АД.

По отношение на прогнозните инвестиции в таблицата в песимистичния сценарий следва да се направи съобразяване на данните с направеното допускане на стр. 30 от проекта на търгово предложение размера на инвестициите в този сценарий да се запази на нивото им от 2010 г. Видно от представената информация в проспекта за публично предлагане на акциите на „ЕВН България Електроразпределение“ АД, извършените инвестиции през посочената година възлизат на 103 482 х.лв. (т. 6.10. „Капиталови разходи“ на стр. 44 от документа).

Нетен оборотен капитал /НОК/

Прогнозните данни за нетния оборотен капитал и предвидения растеж на показателя за всички години от прогнозния период (и всички сценарии) следва да се преразгледат, като се осигури спазването на изискването на чл. 11, ал. 6 от Наредба № 41 и във връзка с посоченото по-горе по отношение на инвестициите. Следва да се има предвид, че тенденция на постоянно нарастване в размера на нетния оборотен капитал не се потвърждава от историческата финансова информация за 2009, 2010 и 2011 г. (която би следвало да е база за прогнозата на показателя).

Норма на дисконтиране и растеж - g

В таблица 8 следва да се добави ред с данни за другия показател, на базата на който е изчислена възвращаемостта на инвестиция капитал (ROIC) в историческия и прогнозния период.

Тъй като към момента на регистрация на търговото предложение е налице публикуван междинен финансов отчет към 31.03.2012 г., данните в таблица № 8

следва да се допълнят за 2012 г. и се преизчисли дела на собствения и привлечения капитал.

Следва да се обоснове и конкретно да се посочи начина на определяне на размера на финансовите активи в прогнозния период, както и да се поясни начина определяне на стойността на „други активи минус други пасиви” в таблица 8.

На стр. 37 е посочено, че рейтинга на България е Ваа3. Съгласно актуализирани данни от страницата на Дамодаран към януари 2012 г., рейтингът на страната е Ваа2 и следва информацията в текста на търговото предложение да се актуализира.

Определеният среден коефициент „бета” в размер на 0,86 не съответства на актуализираните данни от страницата на Асуат Дамодаран към януари 2012 г. за средният коефициент бета за отраслите „доставка на електричество за американския пазар” (Electric Utility Central, East, West) и „комунални услуги извън САЩ” (Utility Genetal, например в Европа). Следва коефициента „бета” да се преизчисли на база актуалните данни от интернет страницата на Дамадоран за съответния отрасъл.

По отношение на метода “Нетна балансова стойност на активите”:

Въпреки, че представените аргументи при обосноваване на по-голямото тегло на метода дисконтирани нетни парични потоци на дружеството в определянето на справедливата стойност на акция са приемливи, следва да се има предвид, че оценяването потенциала на бизнеса чрез посочения метод носи стойност за настоящите акционери с оглед намерението им дългосрочно да задържат направената инвестиция в акции на дружеството. Предвид ясно заявеното намерение от страна на ЕВН АГ да отпише дружеството обект на търгово предложение, инвестиционния хоризонт на акционерите, които биха приели търговото предложение (а и на тези, които ще следва да го приемат при следващо такова – squeeze out) се ограничава значително. Предвид казаното и с оглед на факта, че въпреки начислените значими амортизации върху основните активи на оценяваното дружество, оценката по метода нетна стойност на активите превишава тази по ДНППД с над 40 %, следва да се даде възможност в определяне справедливата стойност на акция на ЕВН ЕР да участва по-значимо стойността на акциите определена по метода, даващ предимство на стойността на активите на компанията пред стойността на оценявания бизнес на компанията.

Предвид посоченото следва обосновката и теглото при използване на метода да се коригира.

По отношение на ликвидационната стойност

Доколкото е налице обстоятелство по чл. 6, ал. 3 т. 2 и може да се предположи, че ликвидационната стойност на акциите на „ЕВН България Електроразпределение” АД би могла да превишава справедливата стойност по чл. 5, ал. 2 от Наредба № 41, да се изготви и представи ликвидационна стойност на акциите на дружеството и при наличие на обстоятелството по чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41 тя да стане цена, предложена от търговия предложител.

Предвид гореизложеното, КФН счита, че поради съществуващите непълноти и несъответствия в съдържанието на търговото предложение, същото не отговаря на изискванията на ЗППЦК, тъй като не предоставя достатъчна информация на акционерите на дружеството - обект на предложението, да извършат точна оценка на

предложението с цел вземане на обосновано решение относно приемането му в съответствие с разпоредбата на чл. 150, ал. 1, т. 2 от ЗППЦК.

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 вх. № 15-00-8 от 07.06.2012 г., от „ЕВН” АГ, Австрия за закупуване чрез инвестиционен посредник „Булброкърс” ЕАД, гр. София на акции на „ЕВН България Електроразпределение” АД, гр. Пловдив, 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.

ЗА ПРЕДСЕДАТЕЛ:

АНГЕЛ ДЖАЛЪЗОВ