

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

**РЕШЕНИЕ № 11– ТП**

**от 13 януари 2010 год.**

С писмо, вх. № 15-00-22 от 21.12.2009 г., на основание на чл. 149а, ал. 3 във връзка с ал. 1 и чл. 149, ал. 6 и ал. 1 във връзка с чл. 148ж 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 „Напредък Холдинг” АД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Дилингова финансова компания” ООД на акции на „Балкан” АД 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:

**I. Съгласно изискванията на чл. 150, ал. 2 ЗППЦК, във връзка с Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13):**

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

Информацията по настоящата точка не съдържа изявление относно това дали е налице участие над 5% в капитала на търговия предложител чрез свързани лица по смисъла на чл. 148ж ЗППЦК. Изискването за представяне на тези данни е заложено в чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б” от Наредба № 13, а в случай че не е налице съответното обстоятелство се прави изявление в обратен смисъл.

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

Данните по настоящата точка не съдържат информацията, съгласно чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б”, „вв” във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „в” от Наредба № 13 за притежавано участие в капитала на „Самоковска текстилна компания” АД чрез свързани лица.

**3. Срока за приемане на предложението - по чл. 24, ал. 1, т. 7 от Наредба № 13, съответно по чл. 150, ал. 2, т. 7 от ЗППЦК**

Представената информация по разглежданата точка не посочва изрично, че съгласно разпоредбата на чл. 33, ал. 4 от Наредба № 13, промени в търговото предложение не могат да бъдат публикувани по-късно от 10 дни преди изтичане на срока за приемането му

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

1) В т. IX на стр. 40 от търговото предложение не са уточнени пазарите, на които търговият предложител предвижда да разшири пазарното присъствие на „Балкан” АД .

2) В т. 7.1 на стр. 41 неправилно е посочено, че втория етап от стратегическия план на предложителя, започва от 2011 г., вместо от 2012 г.

**5. 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) В търговото предложение, в информацията по разглежданата точка, не е посочено дали е допустимо приемането на търговото предложение да се осъществи чрез друг инвестиционен посредник, който да предаде необходимата информация на упълномощения от търговия предложител посредник, с оглед осигуряване на възможност на всички акционери да приемат търговото предложение при желание от тяхна страна. Следва да се направи уточнение в горния смисъл, като съответни допълнения бъдат направени навсякъде в търговото предложение, където това е необходимо, както и в образците на заявленията, приложени към предложението, относно мястото на подаване на последните.

2) Не е представена информация относно реда за изплащането на цената на акциите на акционерите, които не са потърсили дължимата им сума в срока от 7 работни дни след приключване на търговото предложение.

3) Не е предоставено копие от договора, сключен между търговия предложител и инвестиционния посредник, с оглед извършване на преценка на предвидените действия на инвестиционния посредник във връзка с приемането на предложението от страна на акционерите на "Балкан" АД и регистрирането на самата сделка в „Централен депозитар" АД, включително дали е поето задължение за обслужване на акционерите, приели търговото предложение, като част от възложените на инвестиционния посредник дейности, за които търговият предложител му дължи възнаграждение, предвид посочените в търговото предложение комисионни за сметка на акционерите.

**II. Съгласно изискванията на чл. 150, ал. 6 ЗППЦК, във връзка с Наредбата за изискванията към съдържанието на 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).**

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

1) При определянето на среднопретеглената пазарна цена за тримесечен период в търговото предложение е определен 20.09.2009 г. – 20.12.2009 г. Предвид обстоятелството, че предложителят е приел 16.12.2009 г. за дата на обосновката, следва тримесечният период да е определен към дата преди датата на обосновката и да е 15.09.2009 г. – 15.12.2009 г. Информацията на стр. 7 за среднопретеглената пазарна цена следва да се представи за този период.

2) Използваните съкращения и финансовите показатели, в таблици №№ 23 и 24, са изписани на английски език. Съгласно изискванията на чл. 4 от Наредба № 41 същите следва да бъдат посочени на български език,. Несъответствието се отнася и за данните в останалите таблици (на стр. 9-10 и стр. 29-30).

**По отношение на метода "Дисконтирани парични потоци"**

***Приходи и разходи***

3) В таблица № 7 на стр. 19 са разменени местата на стойностите по статии „Балансова стойност на продадените активи (без продукция)" (сгрешено е и името на

статията) и „Изменение на запасите от продукцията и незавършено производство” за разглеждания ретроспективен период.

4) В таблица № 8 на стр. 21-22 неправилно е посочено наименованието на статия „Балансова стойност на продадената продукция”, вместо „Балансова стойност на продадените активи (без продукция)”.

5) В оптимистичния и реалистичен сценарий на прогноза в таблица № 8 на стр. 21-22 не са предвидени прогнозни стойности по корективна статия „Изменения на запасите от продукцията и незавършено производство”, така както са заложени такива в песимистичния вариант. Нормално е за дружество, което всяка година увеличава продажбите (така както е заложено в трите сценария на прогноза), в края на всяка година продукцията и незавършеното производство да се увеличават, спрямо предходната година. Това би намерило отражение като намаление на общите разходи.

6) На стр. 20 е посочено, че „По отношение на разходите за персонал /възнаграждения и осигуровки/, като дял от продажбите, също не се очакват значителни изменения през разглеждания период. В основата на това допускане стои фактът, че дружеството не възнамерява да прави сериозни промени в структурата на производството, а планираното съкращаване на 10 % от персонала, оповестено в началото на декември 2009 г. и планирано за началото на 2010 г. (месец февруари), няма да се отрази съществено върху структурата на разходите за целия период”. Икономически не е обосновано разходите за възнаграждения да бъдат прогнозирани като процент от приходите от продажби, тъй като не са променлив разход и увеличението на приходите не би довело до пропорционално изменение на разходите за възнаграждения. Възможно е нарастването на приходите да е съпроводено с увеличаване на разходите за възнаграждения, но е обосновано това да бъде със значително по-малък размер спрямо нарастването на приходите. В конкретния случай прогнозните разходи за заплати и осигуровки са неоснователно завишени и предвид „планираното съкращаване на 10 % от персонала” от началото на 2010 г., както и на посоченото в стратегическия план от търговията предложител, че не възнамерява да променя условията по трудовите договори съществено.

7) Разходите за осигуровки следва да са съобразят с определените в Кодекса за социално осигуряване (КСО) осигурителни вноски, които зависят от възнагражденията на персонала. Търговията предложител следва да се съобрази и със заложеното в чл. 6, ал. 3 от КСО изменение на осигурителната тежест между работодател и работник от 2010 г.

8) На стр. 20 е посочено, че „Разходите за амортизации са изчислени на база балансовата стойност на дълготрайните материални активи (ДМА) и на нововъведените такива за съответния период. Средният срок за амортизация на нововъведените ДМА е 10 год., а приетият метод за амортизация е линеен”. Съгласно изискванията на счетоводните стандарти, амортизацията се начислява не върху балансовата, а върху отчетната стойност на ДМА.

### **Инвестиции**

9) В стратегическия план на предложителя (т. 7.3 на стр. 41) е посочено, че „За осъществяване на първия етап от стратегическия план се предвижда намаление на оперативните разходи, вследствие на очакваното значително забавяне на продажбите. Инвестиции ще се правят само доколкото е необходимо за поддържането на нормална производствена дейност. През периода 2012 г. – 2016 г. се предвижда инвестиционната дейност да се възобнови...”. Като първи етап е посочен периодът 2010 г. – 2011 г., а вторият започва от 2012 г. Видно от заложените стойности в таблици №№ 16-18 на стр. 29-30, прогнозните инвестиции през 2011 г. при трите сценария на прогноза са завишени,

тъй като са равни на тези през 2012 г. (годината, от която се предвижда инвестиционна дейност).

10) Като източник за финансиране на инвестиционната програма неправилно са посочени амортизационните отчисления, тъй като те не са свързани с парични постъпления.

#### ***Изменение на нетния оборотен капитал***

11) В таблица № 18 на стр. 30 при определянето на цената на акция по реалистичния сценарий е допусната техническа грешка, като са посочени неправилни стойности в статия „Изменение в работния капитал” (стойностите са посочени с противоположен знак спрямо правилно изчислените).

#### ***Норма на дисконтиране и растеж - g***

12) Не е представена формулата за изчисляване на среднопретеглената цена на капитала (WACC), съгласно изискванията на чл. 4 от Наредба № 41.

13) При определяне на цената на собствения капитал (нормата на дисконтиране) е предвидена „Допълнителна надбавка заради висока задлъжнялост” от 1%, което противоречи на характерната за дружеството капиталова структура, в която преобладава собственият капитал. Добавката от 1% е необоснована и поради следното:

- на стр. 24, е посочено, че „Плановите на мениджмънта не предвиждат значително увеличаване на дела на привлечения капитал, като той ще остане в рамките на до 20% от общата капиталова структура”;
- в т. 7.3 на стр. 41 изрично е посочено, че „Необходимите за целта средства ще бъдат за сметка на реализираната печалба и собствения капитал на дружеството, като не се предвижда ползването на дългосрочно инвестиционно дългово финансиране”;
- на стр. 24 е посочено, че дейността на дружеството изисква „краткосрочно оборотно финансиране”, което явно е свързано с отделни поръчки (на стр. 8 е посочено „Дружеството няма сключени дългосрочни договори за реализация на продукцията. Работи се на поръчков принцип”), следователно кредитният риск е минимален.

14) Предвид реалните годишни лихвени проценти от 7% и 8% (посочени на стр. 28 в одитирания консолидиран годишен финансов отчет на „Балкан” АД за 2008 г.), които дружеството плаща по получените от „ОББ” АД банкови кредити, необосновано е завишена посочената на стр. 27 от търговското предложение цена на привлечения капитал в размер на 15,10%.

15) В таблици №№ 12-13 са посочени завишени нива на дела на привлечения капитал през прогнозния период, което противоречи на посоченото на стр. 24, че „Плановите на мениджмънта не предвиждат значително увеличаване на дела на привлечения капитал, като той ще остане в рамките на до 20% от общата капиталова структура. Използването предимно на собствен капитал се налага, от една страна, заради спецификите на бизнеса, който не изисква значителни инвестиции в ДМА, а по-скоро краткосрочно оборотно финансиране, и от друга страна – на следваната сравнително консервативна финансова стратегия, характеризираща се с ниско дългово бреме и постоянно реинвестиране на значителна част от финансовия резултат”. Значителното увеличаване на дела на привлечения капитал е в противоречие и с ретроспективните данни от периода 2006 г. – 30.09.2009 г., които са използвани като база за изготвяне на прогнозната информация.

#### ***Краен резултат***

16) Не е пояснено как получените стойности на паричните потоци към 31.12.2009 г. са приведени към 16.12.2009 г., съгласно изискванията на чл. 4 от Наредба № 41.

Посоченият в таблици №№ 16-18 размер на „Дисконтов фактор за периода 16-31.12.2009” е неправилен. Изчисленията за 2009 г. следва да бъдат направени на база оставащите дни до края на 2009 г. (15/365).

17) Посочените на стр. 35 основания за даване на по-високо тегло на метода „дисконтирани парични потоци” в оценката по методите са строго теоретични и не кореспондират с настоящата реалност. Предвид обективните трудности за прецизно краткосрочно и средносрочно прогнозиране в условията и по време на глобална финансова криза, както и конкретните неизвестности пред „Балкан” АД (например на стр. 19 е посочено, че „След 2010 г. положителен импулс се очаква да дойде и от възстановяването на вътрешния пазар, както и на проектите за възстановяване на автомобилното производство в гр. Ловеч”) в оценката по методите, на дисконтираните парични потоци следва да бъде дадено по-ниско тегло, съответстващо на реалността, което да бъде надлежно обосновано. Следва да се има предвид и същественото различие в получените стойности по трите сценария на прогноза, което е доказателство за определена несигурност при използването на този метод.

#### **По отношение прилагането на метода “Нетна балансова стойност на активите”:**

18) Даденото тегло в размер на 10% на метода „нетна балансова стойност на активите”, не може да се приеме за обосновано и коректно определено, тъй като в конкретния случай липсата на определена ликвидност не е от значение, защото „Балкан” АД и дъщерното му дружество са действащи предприятия и използват наличните активи в производствената си дейност. Освен това дружеството е извършило преценка на ДМА през 2007 г. и преглед през 2008 г., предвид което направената оценка по метода дава актуална оценка за счетоводната стойност на дружеството, а „Балкан” АД и дъщерното му дружество са машиностроителни предприятия, за които е характерно, че производствения процес е капиталоемък и производствената инфраструктура има водеща роля в определянето на стойността. Предвид гореизложеното теглото на метода следва да се увеличи.

#### **По отношение на метода “Пазарни множители на дружества - аналози”**

19) За да приложи методът, вместо дружество-аналог, заявителят е използвал „общоприет еталон”, като за такъв е приет борсовият индекс SOFIX. За прилагане на избрания подход, търговият предложител се позовава на чл. 16, ал. 6 от Наредба № 41, където е предвидена възможност за „прилагането на друг модел”. Използването на друг модел е позволено само „ако с него се определя по-реалистично стойността на акциите”. Следователно търговият предложител сравнява „Балкан” АД с двадесетте дружества, които са включени в SOFIX, което е неточно и необективно. „Балкан” АД не може да се сравнява с тези дружества поради различия в предмета на дейност, мащабите на дейността, рисковия профил и структурата на финансовите показатели. Такава постановка противоречи на същността на метода, съгласно който оценяваното дружество се съпоставя с подобни на него дружество или дружества. В чл. 16, ал. 5 от Наредба № 41 е посочено, че „Общоприет еталон се определя като средна стойност от пазарните множители на дружествата аналози”. В конкретния случай дружествата, които са включени в SOFIX, не са аналози на „Балкан” АД.

Ако се приеме за уместно използването на борсовия индекс SOFIX като общоприет еталон, то тогава този метод може да се прилага „автоматично” за всяко българско публично дружество, без да се взимат под внимание неговите специфики, което противоречи на същността на метода.

След като няма подходящи дружества-аналози, съответно общоприет еталон, които да бъдат използвани за прилагането на метода, този метод следва да отпадне при определяне на справедливата цена на акция на дружеството.

#### **По отношение на „Пазарната цена”**

20) При определяне на крайната справедлива цена не е прецизирано коректно даденото тегло на цената на затваряне към 15.12.2009 г., съответно в общото теглото на приложените оценъчни методи. Предвид обстоятелството, че цените на акциите на всички търгувани на фондовата борса публични компании съществено са повлияни от настоящата глобална финансова криза и в условията на финансова несигурност, текущата борсова цена не винаги отразява реалния потенциал и бизнеса на тези дружества, даденото тегло на цената на затваряне на акциите на „Балкан” АД към 15.12.2009 г. следва да бъде намалено.

Предвид гореизложеното, КФН счита, че поради съществуващите непълноти и несъответствия в съдържанието на търговското 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**

#### **РЕШИ:**

**Издава временна забрана за публикуване на търговското предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-22 от 21.12.2009 г., от „Напредък Холдинг” АД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Дилингова финансова компания” ООД на акции на „Балкан” АД 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:**

**РАЛИЦА АГАЙН - ГУРИ**