

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

**РЕШЕНИЕ № 678 – ТП**

**от 27 октомври 2010 год.**

С писмо, вх. № 15-00-15 от 12.10.2010 г., на основание на чл. 149, 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 „Синтетика” АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник „Евро-Финанс” АД, гр. София на акции на „Етропал” АД, гр. Етрополе 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. По съдържанието на предложението:**

**1. 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) Необходимо е в текста на търговото предложение изрично да се посочи, че търговият предложител притежава 2 550 000 бр. акции с право на глас и 573 623 бр. права на глас по акции, предмет на репо-сделка от 28.09.2010 г., с вальор на обратно изкупуване от „Синтетика” АД на 29.11.2010 г., като собствеността по акциите е прехвърлена на „Евро-Финанс” АД, а „Синтетика” АД запазва правата по акциите на „Етропал” АД.

2) На основание чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „в” от Наредба № 13 изрично следва да се посочи дали има лица по чл. 149, ал. 2 от ЗППЦК, чрез които търговият предложител да притежава акции от капитала на „Етропал” АД.

**2. 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) Да се посочи тримесечният период, спрямо който е определена средно-претеглената пазарна цена на дружеството за последните три месеца за целите на настоящата оценка.

2) Неправилно в таблицата на стр. 5 е посочено, че за последните три месеца на „БФБ – София” АД са изтъргувани 16 418 броя акции на „Етропал” АД, докато видно от наличната в КФН информация за периода 06.07.2010 г. – 06.10.2010 г. са изтъргувани 15 626 броя акции. Допуснатата неточност следва да се отстрани.

**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:**

Необходимо е да се допълни дали в устава на „Етропал” АД, в споразумения между дружеството – обект на търгово предложение, и акционерите или в

споразумения между акционерите са предвидени ограничения върху правото на глас на акционерите, съответно при ограничаване на правото на глас на акционерите следва да се предвиди изплащане на обезщетение за ограничаването на правата на акционерите.

**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:**

Въз основа на сключения на 28.09.2010 г. договор за обратно изкупуване на финансови инструменти (репо сделка) между „Евро-Финанс” АД и „Синтетика” АД, цената, на която ще бъде извършено обратното изкупуване, е 1,5240 лв./акция.

С оглед на посоченото на 29.11.2010 г., на „Синтетика” АД ще бъдат необходими средства в размер на 874 201,45 лв. за заплащане на цената по обратното изкупуване на пакета от 573 623 бр. акции от капитала на „Етропал” АД. Отделно от тези средства, за придобиване на 1 876 377 бр. акции от капитала на „Етропал” АД – обект на предложението при предложената цена от 2,08 лв., на търговия предложител ще са необходими средства в размер на 3 902 864,16 лв. Видно от представено банково удостоверение „Синтетика” АД притежава общо сума в размер на 3 922 737,43 лв. Като обобщение може да се посочи, че към 29.11.2010 г. на търговия предложител отделно от декларираните с банково удостоверение средства ще са необходими допълнително средства в размер на 854 328,18 лв.

Предвид изложеното следва да представи доказателство за наличието на средства, необходими за заплащането на цената по обратното изкупуване.

**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:**

Представената информация относно стратегическите планове е представена накратко и е свързана основно с бъдещата дейност и инвестиции на „Етропал” АД. Съгласно чл. 24, ал. 2 във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „ж” от Наредба № 13 следва да се представи изискуемата информация и относно търговия предложител – „Синтетика” АД.

В изложението на стратегическите планове е посочено, че за период от 5 години инвестициите на „Етропал” АД могат да достигнат до 1-1,2 млн. евро, тъй като се предвижда дружеството да кандидатства за получаване на средства по Оперативна програма „Конкурентноспособност”. Предвид това, че стратегическият план трябва да съответства на обосновката на цената и направените в тази връзка прогнози, е необходимо да се представи информация за потенциалното влияние на така направеното изявление и съответно да се направят промени в обосновката на цената, в случай на необходимост.

**6. 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 начина за плащане на цената:**

1) С оглед факта, че упълномощен инвестиционен посредник по търговото предложение е „Евро-Финанс” АД и именно той следва да обезпечи приемането на търговото предложение да е осъществено в срока определен за тази цел, след изтичането на който сделката се счита сключена, е необходимо в търговото предложение да се предвиди своевременно уведомяване на „Евро-Финанс” АД за всяко

волеизявление за приемане или за оттегляне на приемането на търговото предложение осъществено в определения срок за приемането му.

2) С цел пълнота на изложеното по тази точка, в съдържанието на търговото предложение следва да се посочи ред за заплащане 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 изложена информация дали „Евро-Финанс” АД ще удържа комисионна на приелите търговото предложение акционери. Необходимо е да се представи информация в тази връзка – инвестиционният посредник ще удържа ли комисионни от приелите търговото предложение акционери и ако ще удържа - какви и от кои клиенти.

**7. По чл. 24, ал. 1, т. 11 и т. 12 от Наредба № 13 - Информация за приложимия ред, в случай че търговото предложение бъде оттеглено от предложителя и посочване, че приемането на търговото предложение може да бъде оттеглено от акционер, който е приел предложението, до изтичането на срока за приемането му, както и реда, по който се оттегля предложението:**

1) Необходимо е изрично да се посочат ежедневниците, в които ще се публикува съобщението за оттегляне на предложението от търговия предложител.

2) Необходимо е подробно да се опишат мястото и редът за връщане на депозираните от акционерите удостоверителни документи за притежаваните акции в случай на оттегляне на приемането на приел предложението акционер.

**8. Информация относно общата сума на разходите на предложителя по осъществяване на предложението извън средствата, необходими за закупуването на акциите - по чл. 24, ал. 1, т. 14 от Наредба № 13:**

Посочено е, че в общите разходи по търговото предложение се включват и такси на КФН. С оглед на факта, че не се дължи такса за разглеждане на търгово предложение, е необходимо информацията да се коригира.

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

**9.1. По отношение резюмето на данните от оценката:**

Необходимо е, съгласно чл. 21, ал. 1, т. 4 от Наредба № 41 да се посочи конкретният тримесечен период, спрямо който са относими представените в табличен вид борсови данни за акциите на „Етропал” АД, тъй като този период не е посочен.

**9.2. По прилагането на метод “Дисконтирани нетни парични потоци” (ДНПП):**

1). Относно разходите за амортизации на дълготрайни материални активи (ДМА) - допусната е грешка в изчисленията на показателя „амортизируеми ДМА в края на периода” за 2010 г. при песимистичен и оптимистичен вариант и тъй като стойността на този показател е съответно началното салдо за следващата година се получават погрешни стойности за останалите години от прогнозата на показателя.

2). Изменение на нетния оборотен капитал (НОК) - необходимо е да се представи по-подробна обосновка на изменението на НОК в размер на 291 хил. лв. за 2010 г.

3). Норма на дисконтиране – r:

3.1 Допусната е грешка в използваната стойността от 13,06% за среднопретеглена цена на капитала на „Етропал” АД. В резултат на съответните изчисления, правилната стойност на този показател е 13,03%. В тази връзка е

необходимо да се отстрани неточността и съответно при дисконтирането на нетните парични потоци на оценяването дружество да се използва правилната стойност.

3.2 За целите на оценката нетните парични потоци са дисконтирани към 30.09.2010 г., но с оглед датата на изготвяне на оценката (07.10.2010 г.), е необходимо дисконтирането да е към дата на оценката.

3.3 Определянето на безрисковата норма на възвращаемост ( $R_f$ ) като доходността на десетгодишните български ДЦК не е коректно, тъй като в тази доходност е включен и рискът за страната. Безрисковата норма на възвращаемост следва да отразява доходността на ДЦК за развит пазар с висок кредитен рейтинг (например Германия, САЩ), а рискът на българските ДЦК е вече отразен като надбавка в риска на пазара ( $R_p$ ). При определянето на цената на собствения капитал следва да се използва коректна безрискова норма на възвращаемост, за да не се допусне двойно отчитане на риска за страната.

3.4 Използваната допълнителна премия от 2% при определяне на размера на показателя пазарна рискова норма ( $R_p$ ) е необходимо да се обоснове или да отпадне.

3.5 Необходимо е да се представят допълнителни данни за използваната стойност от 0,642 за бета-коефициента към 06.10.2010 г.

3.6 Предвид факта, че основна част от дългосрочния дълг на „Етропал“ АД се дължи на облигационен заем на дружеството, чийто падеж е през 2012 г., е необходимо да се представи обосновка на използвания коефициент „дълг/собствен капитал“ от 0,36 и да се посочи как дружеството предвижда да запази размера на коефициента, както и да се представят конкретни данни за размера и дела на привлечения и собствения капитал на дружеството в структурата на общото финансиране на „Етропал“ АД за всяка от годините на прогнозата.

#### 9.3. По прилагането на метод „Пазарни множители на дружества-анализи“:

1). След направена проверка на отчетите на дружествата-анализи и на оценяваното дружество към 30.06.2010 г., се установи, че използваните стойности за печалба преди лихви, данъци и амортизации и за приходи от продажби не кореспондират с тези стойности от отчетите на дружествата, независимо от посоченото, че тези стойности са на база отчетите към 2-ро тримесечие на настоящата година. Предвид това, е необходимо да се направи съответната корекция в данните и методът да се изчисли съобразно изискването на чл. 17, ал. 3 от Наредба № 41.

2). В таблицата, където са представени изчисленията по метода е допусната грешка, при която получената средна стойност на коефициент  $P/V$  и тази на коефициент  $P/Sales$ , са разменени. Предвид това е необходимо да се отстрани грешката.

#### 9.4. По отношение на ликвидационната стойност:

По отношение на настоящата оценка е налице следното обстоятелство по чл. 6, ал. 3, т. 6 от Наредба № 41: стойността на акция, получена по методите „ДНПП“ и „Пазарни множители на дружества-анализи“ се различава от метода „Нетна балансова стойност на активите“ с повече от 1,5 пъти, а именно: стойността по метода „ДНПП“ (2,24 лв./акция) надвишава цената по метода „Нетна балансова стойност на активите“ (1,15 лв./акция) с 1,95 пъти, както и стойността по метода „Пазарни множители на дружества-анализи“ (1,95 лв./акция) надвишава цената по „Нетна балансова стойност на активите“ (1,15 лв./акция) с 1,70 пъти.

След направена проверка на консолидираните ГФО на „Етропал“ АД и по-конкретно в пояснителните бележки към отчетите, в баланса на дружеството, както и в справка № 5 за нетекущи активи за периода 2007 г. – 2009 г., се установи, че няма

данни да е правена преоценка на дълготрайните материални активи на оценяваното дружество през разгледания 3-годишен период.

Предвид това, както и наличието на обстоятелството по чл. 6, ал. 3, т. 6 от Наредба № 41 може да се допусне, че ликвидационната стойност е възможно да надвишава цената на акциите, определена съгласно чл. 5 от Наредба № 41.

С оглед на гореизложеното, на основание чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, за целите на настоящото търгово предложение, следва да се изготви експертна оценка на „Етропал” АД по метода на ликвидационната стойност.

## **II. По приложенияте към търговото предложение документи:**

### **1. Копия от документите, доказващи наличието на средства за финансиране на търговото предложение - по чл. 24, ал. 3, т. 3 от Наредба № 13:**

Необходимо е да се предоставят съответните доказателства (банкови удостоверения за наличности по сметки на дружеството или банкова гаранция за отпускане на средства за закупуване на акциите), като съгласно чл. 24, ал. 3, т. 3 от Наредба № 13, предвид издаването на временна забрана за публикуване на търговото предложение е необходимо да се приложи документ, доказващ наличието на средства за финансиране на търговото предложение, издаден към дата, предхождаща внасянето на коригираното търгово предложение.

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 писмо, вх. № 15-00-15 от 12.10.2010 г., от „Синтетика” АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник „Евро-Финанс” АД, гр. София на акции на „Етропал” АД, гр. Етрополе 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**