

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 464 - ТП

от 20 март 2007 г.

С писмо, вх. № 15-00-03 от 28.02.2007 г., на основание на чл. 149а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) и чл. 14, ал. 1 във връзка с ал. 4 от Наредба № 13 от 22.12.2003 г. за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13), във връзка с чл. 151, ал. 1 от ЗППЦК, в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от "АЕКС" АД, гр. Варна за закупуване чрез инвестиционен посредник "Булброкърс" АД, гр. София на акции на "Ривиера" АД, гр. Варна 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 от ЗППЦК, във връзка с Наредба № 13:

1. По чл. 25 във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 5 от Наредба № 13:

На стр. 5 и стр. 9 от търговото предложение следва правилно да се посочи общата стойност (745 692, 35 лв.) на сключените сделки с акции на „Ривиера” АД за предходните три месеца, вместо 745 692, 32 лв.

2. По чл. 25 във връзка с чл. 24, ал. 1, т. 8 от Наредба № 13:

Представените в табличен вид на стр. 28 и на стр. 29 прогнози за нетните приходи на „Ривиера” АД от продажби за 2007 и 2008 г., съответно в размер на 12 100 000 лв. и 12 900 000. лв., не съответстват на направените прогнози по метода на дисконтираните нетни парични потоци – нито по песимистичния, нито по оптимистичния вариант, нито като средноаритметични на прогнозните данни по двата варианта, с оглед на което представените данни следва да се коригират.

Аналогично на приходите, е направена прогноза за очакваните разходи на „Ривиера” АД за 2007 г. и 2008 г., която също не съответства на направените прогнози за разходите по метода на дисконтираните парични потоци и по двата варианта.

Предвид подробно разработените прогнози за обема, структурата и динамиката на продажбите, очакваните приходи и очакваните разходи през 2007 и 2008 г. и с оглед защита интересите на акционерите, е необходимо добавянето на предупреждение, че прогнозната информация е изготвена само за илюстрация и поради характера си може да не дава вярна представа за очакваното финансово състояние и резултати на емитента.

II. Съгласно изискванията на чл. 150, ал. 6 от 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 (Наредбата за оценъчните методи, обн. в ДВ, бр. 13 от 11.02.2003 г.)

В съответствие с изискването на чл. 25, ал. 1 от Наредбата за оценъчните методи в представената систематизирана финансова информация следва да се включат данни от междинен финансов отчет, изготвен съгласно приложимите счетоводни стандарти към последния ден на месеца, предхождащ изготвянето на обосновката на предлаганата цена, в конкретния случай - към 31.01.2007 г.

4.2. По отношение на метода “Дисконтирани нетни парични потоци”

• Приходи и разходи

Допусната е техническа грешка в таблица 4 в редовете „Темп на промяна на приходите от продажби”, където са представени стойностите на съотношението на прогнозните приходи между съответната година и предходната година, а не темпа на промяна, както е посочено.

Прилагането на метода чрез използването единствено на Нетните приходи от продажби е некоректно и не отговаря на изискванията на чл. 12, ал. 2 от Наредбата за оценъчните методи, който указва, че нетните парични потоци се изчисляват на база прогнозната печалба от търговската дейност. Последната следва да се изчислява като разлика между общо приходите от дейността и общата сума на разходите, без да се вземат предвид разходите за лихви.

Предвид обстоятелството, че отпуснатите от дружеството търговски заеми представляват 22,41% от сумата на актива на дружеството към 31.12.2006 г. обосновано може да се допусне, че очакваните приходи от лихви ще бъдат съществено перо в приходната част на дружеството и ще окажат съществено влияние върху стойността на дружеството, получена по метода в посока нейното увеличаване.

• Разходи за дейността

В таблица № 6 на стр. 13-14 са посочени неправилни данни за стойността на разходите в следните статии: „Разходи за персонала (% от НПП)”, „ЕВИТ” и „ЕВИТ (% от НПП)” както по отношение на оптимистичния, така и по отношение на песимистичния вариант, и „Общо разходи” и „Общо разходи (% от НПП)” при песимистичния вариант.

В същата таблица в редовете „Темп на промяна на приходите от продажби” и „Темп на изменение на разходите за персонала” по двата варианта – оптимистичен и песимистичен, не е представен темпа на нарастване, а съотношението на прогнозните данни от приходите от продажби, съответно разходи за персонала, между съответната и предходната година.

• Изменение на нетния оборотен капитал

Допусната е грешка в изчисляването на нетния оборотен капитал към 31.12.2006 г. като е посочено, че е в размер на 22 086 хил.лв. вместо 21 877 хил. лв. (27 037 хил. лв. текущи активи и 5 160 хил. лв. текущи пасиви).

Посочено е, че получените от продажбата средства ще позволяват поддържането на значителен като процент от продажбите нетен оборотен капитал през следващите 5-7 години. Последното не е обосновано и следва да бъде представена допълнителна информация относно намеренията на дружеството да поддържа декларираните значително по-високи (от историческите) стойности на нетния си оборотен капитал. Във връзка с последното и предвид характеристиките на дейността на дружеството е необходимо да се представи информация относно намеренията му, свързани с инвестирането в краткотрайни активи, като се посочат конкретните активи, в които дружеството възнамерява да инвестира, за да поддържа високите стойности на нетния оборотен капитал, които е декларирало.

• **Норма на дисконтиране – r, растеж – g**

При изчисляване цената на собствения капитал са направени множество допускания, нито едно от които не е обосновано, не е посочен използван източник, нито автор на теориите, върху които е базирана оценката.

За коефициента бета е посочено, че е използван коефициент, който е среден за отрасъла „туризъм“ за европейския пазар. Подобно твърдение може да бъде прието единствено в контекста на ясна дефиниция на термина „европейски пазар“ и подробно описана методология на изчисляване на цитирания коефициент.

Определянето на рисковата премия за развит пазар следва да се коригира като се изчисли като разлика между изисканата норма на доходност на актив с кредитен рейтинг по Moody's Aaa и безрисковата норма на възвращаемост. Посочената неточност следва да се отстрани и при формулирането на рискова премия за развиващ се пазар.

По отношение на посочените стойности на доходността на 5-годишните ДЦК в Германия – следва да се посочи източникът на информацията или базата, на която са направени допусканията – ако са направени такива.

В таблица № 11 на стр. 19 е представено изчисляване на среднопретеглената цена на капитала при заложената капиталова структура и стойности на финансиране със собствен и привлечен капитал. При така заложените показатели и по-конкретно заложената стойност на данъчната ставка през прогнозния период в размер на 10%, е използвана 15%-на ставка при изчисляването на стойността на привлечения капитал след данъци. Стойностите следва да се коригират.

Нормата на дисконтиране и при двата варианта (оптимистичен и песимистичен) на прогнозата е определена в размер на 12,82 %. Растежът на дружеството в следпрогнозния период и за двата варианта, определен на стр. 11 от търговото предложение, е 3%, докато при изчисленията по метода в таблици 12 и 13 са използвани съответно 3% при оптимистичния и 2% при песимистичния варианти. Несъответствието следва да бъде отстранено.

Посочено е, че нетните парични потоци за прогнозния и следпрогнозния период са дисконтирани към 31.12.2006 г. Предвид датата на внасяне на търговото предложение – 27.02.2007г. и с оглед коректното прилагане на метода, нетните парични потоци следва да бъдат дисконтирани към 01.03.2007 г.

В таблица 12, където са изчисленията по прилагането на метода, в оптимистичния вариант е допусната техническа грешка в редовете „Дисконтов фактор“ и Дисконтиран паричен поток“ – в клетките за 2011 г. са посочени стойностите от 2007 г. и по този начин са изместени всички стойности по редовете с една клетка на ляво.

Посочено е, че към сумата на дисконтираните нетни парични потоци, за да се изчисли стойността на „Ривиера“ АД за акционерите, е прибавена и разликата между стойността на паричните средства и краткосрочните финансови активи и дългосрочните и краткосрочни лихвоносни задължения на дружеството – обект на търговото предложение. Последното следва да бъде обосновано и описано подробно.

В текста на стр. 20 е посочено, че получената стойност на една акция на „Ривиера“ АД при прилагането на метода в оптимистичния му вариант е 11,31 лв., докато в таблица 12, където са изчисленията, получената крайна стойност е 9,89 лв. Посоченото несъответствие следва да бъде отстранено.

В текста на стр. 20 е посочено, че получената стойност на една акция на „Ривиера“ АД при прилагането на метода в песимистичния му вариант е 8,44 лв., докато в таблица

13, където са изчисленията, получената крайна стойност е 8,76 лв. Посоченото несъответствие следва да бъде отстранено.

В текста на стр. 20 е посочено, че получената средно претеглена стойност на една акция на „Ривиера” АД при прилагането на метода в оптимистичния и песимистичния му варианти е 9,88 лв., докато при използване на крайните стойности в таблици 12 и 13, където са изчисленията по метода, получената крайна стойност е 9,32 лв. Посоченото несъответствие следва да бъде отстранено.

4.2. По отношение на метода „Балансова стойност на активите”

Съгласно изискването на чл. 18, ал. 2 от Наредбата за обосновката на цената при използване на метода на балансовата стойност на активите стойността на активите и задълженията на дружеството се определя на базата на информацията от последния изготвен счетоводен баланс. Към търговото предложение е приложен баланс на „Ривиера” АД към 31.01.2007 г., но последният не е използван за изчисления по метода.

При изчисляване на стойността на една акция на „Ривиера” АД по метода на балансовата стойност на активите търговият предложител следва да се съобрази с изискването на чл. 18, ал. 2 от Наредбата за обосновката на цената.

4.3. По отношение на метода на „Пазарни аналози”

При избора на подходящ пазарен множител за прилагането на метода се посочва, че множителят „Цена/Печалба” не е използван поради обстоятелството, че за последното тримесечие на 2006 г. дружеството е реализирало печалба не от основна дейност, а от продажба на финансови инструменти и в тази връзка реализираната печалба не е представителна за очакваната бъдеща такава. Като друго основание е посочено обстоятелството, че „Слънчев ден” АД е реализирало загуба през 2006 г. според неконсолидирания финансов отчет за 4 тримесечие на 2006 г. След направена проверка бе установено, че според представения в КФН междинен финансов отчет към 31.12.2006 г. дружеството е реализирало печалба в размер на 35 хил. лв., а цитираната от търговия предложител загуба е единствено за последното тримесечие (октомври-декември 2006 г.) и няма отношение към прилагането на метода.

На стр. 24 от търговото предложение е посочено, че при изчисленията по метода са използвани данните от неконсолидираните неаудитирани счетоводни отчети към 31.12.2006 г. Последното противоречи на изискването на чл. 21, ал. 2 от Наредбата за оценъчните методи, според което печалбата (при прилагането на метода на база съотношението Цена/Печалба, в случая при прилагането на метода на база Цена/Нетна стойност на активите – нетната стойност на активите) на дружествата - аналози, и на оценяваното дружество, следва да се определят на базата на последния одитиран годишен финансов отчет.

4.4. По отношение на метода на „Ликвидационната стойност”

При изчисляване на справедливата цена по съответните методи съобразно направените бележки и след отстраняване на несъответствията, ако същата попадне в хипотезата на т. 7 от Указанията по прилагане на чл. 7 от Наредбата за обосновката на цената, то следва да се изготви оценка по метода на ликвидационната стойност.

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. 15-00-03 от 28.02.2007 г., на “АЕКС” АД, гр. Варна за закупуване чрез инвестиционен посредник “Булброкърс” Ад, гр. София на акции на “Ривиера” АД, гр. Варна от останалите акционери на дружеството.

Решението не подлежи на обжалване пред Върховния административен съд на основание чл. 13, ал. 3, т. 4 във връзка с чл. 13, ал. 1, т. 9 от ЗКФН.

ПРЕДСЕДАТЕЛ:

(А. Апостолов)