

РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ
КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 773 - ТП

от 7 септември 2006 година

С писмо, вх. № 15-00-04/21.08.2006 г., на основание на чл. 149а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) и чл. 14, ал. 1 от Наредба № 13/22.12.2003 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 “ЗММ – България Холдинг” АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник “Авал Ин” АД, гр. София на акции на “ЗММ Нова Загора” АД, гр. Нова Загора 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. 8 от Наредба № 13:

Относно посочената информация за разпределяне на дивиденди, с цел по-голяма яснота следва да се допълни, че предпоставка за разпределянето на дивиденди, освен положителния финансов резултат, е и валидно взето решение на Общото събрание на акционерите.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 9 от Наредба № 13:

Посочено е, че *„приемане на предложението след изтичане на крайния срок се счита за невалидно”*.

Съгласно изискването на чл. 149а, ал. 4 от ЗППЦК до публикуването на търговото предложение, както и 14 дни след крайния му срок лицето, регистрирало търгово предложение по чл. 149а от ЗППЦК е длъжно при поискване да закупи акциите на всеки акционер, като по отношение на цената се прилага чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК. Посочената информация за приемането на търговото предложение следва да бъде допълнена в тази насока.

3. По чл. 24, ал. 1, т. 11 от Наредба № 13:

а) Допуснатата е техническа грешка: посочено е, че оттеглянето на приемането на търговото предложение от страна на акционер може да бъде направено съответно до изтичане на удължения срок по чл. 22, ал. 2 и ал. 3 от Наредба № 13, вместо чл. 21, ал. 2 и ал. 3 от Наредба № 13.

б) Посочено е, че търговото предложение може да бъде оттеглено от приел предложението акционер и при условията на чл. 38, ал. 7 от Наредба № 13. Оттегляне на търгово предложение в хипотезата на чл. 38, ал. 7 от Наредба № 13 е възможност, предоставена само на търговия предложител. Приелият търговото предложение акционер може да оттегли приемането си във всеки момент до изтичането на срока за приемане на предложението – чл. 34, ал. 2 от Наредба № 13.

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.)

а) Срокът на валидност на обосновката на цената не е съобразен с възможно удължаване на срока съгласно чл. 150, ал. 10 от ЗППЦК, както и с възможно удължаване на срока в хипотезата на конкурентно търгово предложение, съгласно чл. 21, ал. 2 и ал. 3 от Наредба № 13.

б) Видно от получената от „БФБ - София” АД информация относно сключените сделки с акции на “ЗММ Нова Загора” АД за последните три месеца, неправилно на стр. 4 от търговото предложение е посочено, че:

- най-високата цена за акция е 14,76 лв., вместо 18,00 лв.;
- най-ниската цена за акция е 5,63 лв., вместо 5,53 лв.

в) Не са представени данни за административните разходи и разходите по продажбите за периода 2003 г. – 31.07.2006 г., съгласно изискванията на чл. 25, ал. 1, т. 1, б. “г” от 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.)

По отношение на метода “Цена/печалба на дружества - анализи”

Не са посочени ясни критерии, на база на които е направен изборът на дружества-анализи (например за анализи да бъдат избирани дружества, отговарящи на принципа „действащо предприятие”, прилагане на близки счетоводни политики, сходство по асортимент на произвежданата продукция, липса на силно колебание на приходите от дейността в различните години). В табличен вид на стр. 11 са представени основни финансови показатели на изброените единадесет публични дружества от отрасъл машиностроене, но не е описана степента на сходство със „ЗММ Нова Загора” АД, съгласно чл. 21, ал. 3 от Наредбата за оценъчните методи. В изброените публични дружества от отрасъл машиностроене например не е включено „Вамо” АД, което произвежда дизелови двигатели.

Видно от представените финансови показатели не може да се приеме за обективен изборът на следните дружества за анализи на „ЗММ Нова Загора” АД:

- „Балканкар Рекорд” АД, тъй като финансовите му показатели са неколkokратно по-високи от тези на „ЗММ Нова Загора” АД.

Дружество	Собствен капитал	Активи	Приходи от продажби
ЗММ Нова Загора АД	5393	5985	4113
Балканкар Рекорд АД	30688	33825	19166
Разлика	5,7 пъти	5,7 пъти	4,7 пъти

- „Хидропневмотехника” АД, тъй като финансовите му показатели са неколkokратно по-ниски от тези на „ЗММ Нова Загора” АД.

Дружество	Собствен капитал	Активи	Приходи от продажби
-----------	------------------	--------	---------------------

ЗММ Нова Загора АД	5393	5985	4113
„Хидропневмотехника” АД	1390	1670	1615
Разлика	3,9 пъти	3,6 пъти	2,6 пъти

- „Машстрой” АД, тъй като финансовите му показатели съществено се различават от тези на „ЗММ Нова Загора” АД.

Дружество	Собствен капитал	Активи	Приходи от продажби
ЗММ Нова Загора АД	5393	5985	4113
„Машстрой” АД	7434	12434	13651
Разлика	с 37,8%	2,1 пъти	3,3 пъти

Две от останалите 7 публични дружества, които са от отрасъл машиностроене, са с близки финансови показатели до „ЗММ Нова Загора” АД, но тъй като не са представени ясни критерии при избора дружества-анализи на „ЗММ Нова Загора” АД не може да се прецени еднозначно дали следва да бъдат използвани за анализи.

Дружество	Собствен капитал	Активи	Приходи от продажби
ЗММ Нова Загора АД	5393	5985	4113
„Випом” АД	6155	9738	5119
„Химмаш” АД	5840	9049	3759

В коригираното търгово предложение следва да бъдат изключени като анализи тези от дружествата, за които след извършване на обективен сравнителен анализ се установи, че не са сходни с „ЗММ Нова Загора” АД. В случай, че няма дружества, на които инвестиционните характеристики да са сходни с тези на „ЗММ Нова Загора” АД, методът следва да отпадне при определяне на справедливата цена на акция на дружеството. В случай, че методът се прилага, следва да се посочат критериите, на база на които търговият предложител е избрал конкретните дружества-анализи.

По отношение на метода “Дисконтирани парични потоци”

а) Съгласно изискванията на чл. 14, ал. 2 от Наредбата за оценъчните методи, прогнозният период не може да бъде по-кратък от 5 години. Тъй като до края на 2006 г. остават няколко месеца, следва прогнозният период да обхваща и 2011 г.

б) Видно от информацията на стр. 18-19, неправилно в таблицата на стр. 18 е представено, че всяка година спрямо предходна разходите за амортизации ще намаляват, вместо да се увеличават (поради предвидените инвестиции в ДМА за периода 2006 г. – 2010 г.). Неправилно разходите за амортизации са определени като процент (3,4%) от общата балансова стойност на ДМА. Съгласно счетоводните

станданти, амортизацията се начислява върху отчетната, а не върху балансовата стойност на ДМА.

Разходът за амортизации пряко няма да се отрази на нетния паричен поток, тъй като този разход не засяга паричните средства, но той ще намали финансовия резултат. Това ще позволи на дружеството да начисли по-малък размер корпоративен данък, което ще доведе до увеличаване на размера на нетните парични потоци през прогнозния поток.

В контекста на гореизложеното, заниженият разход за амортизации води до намаляване размера на нетните парични потоци на дружеството за прогнозния и следпрогнозния период, което от своя страна намалява крайната цена на акция, получена по метода.

Изменение на нетния оборотен капитал

Използваните в таблицата на стр. 18 стойности на прогнозния приход за периода 2007 г. – 2010 г. (на база на който се определя размерът на средно годишната стойност на НОК), се различават от посочените стойности на прогнозния приход на стр. 17 и 19. В същата таблица са представени средногодишните стойности на НОК, като не е упоменато по какъв начин от тях се получава НОК (който участва при определянето на нетните парични потоци за всяка година от прогнозния период).

Норма на дисконтиране – k, растеж - g

На стр. 16 неправилно е посочено, че нетните парични потоци са дисконтирани към 31.07.2006 г. При направените изчисления се установи, че нетните парични потоци са дисконтирани към 31.08.2006 г., което е коректно.

Обща стойност на дружеството

Съгласно изискванията на чл. 11, ал. 5 от Наредбата за оценъчните методи стойността на дружеството се определя като сума от стойността на търговската дейност и стойността на активите, които не са свързани с търговската дейност. При определяне на стойността на дружеството по метода, търговият предложител не се е съобразил с това изискване и към определената стойност от търговската дейност на дружеството не е добавена стойността на тези ДМА (машини и сгради), които не се ползват от дружеството. Невключването на тези ДМА в общата стойност на дружеството води до намаляване на крайната цена на акция, получена по метода.

Съгласно чл. 11, ал. 7 от Наредбата за оценъчните методи, активите, които не са свързани с търговската дейност на дружеството се оценяват по справедлива или балансова стойност. Търговият предложител е представил оценка на дружеството по ликвидационна стойност. За да бъде коректно приложен методът, стойността, по която ще бъдат оценени ДМА, които не се ползват от дружеството, следва да бъде не по-ниска от ликвидационната им стойност.

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

Р Е Ш И:

Издава временна забрана за публикуване на търговото предложение, внесено в КФН с писмо, вх. № 15-00-04/21.08.2006 г., на “ЗММ – България Холдинг” АД, гр. София за закупуване чрез инвестиционен посредник “Авал Ин” АД, гр. София на акции на “ЗММ Нова Загора” АД, гр. Нова Загора 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)