



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 841 – ТП от 03.12.2024 г.

С писмо, вх. № 15-00-3 от 08.11.2024 г., на основание чл. 149а, ал. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е регистрирано търгово предложение от Ненко Илиев Ненков за закупуване чрез инвестиционен посредник „УниКредит Булбанк“ АД, гр. София на 4 035 650 броя акции (9,999767081%) от капитала на „БГ АГРО“ АД, гр. Варна 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, които е необходимо да се отстранят:

По съдържанието на предложението:

1. По чл. 24, ал. 1, т. 9 Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (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:

1.1. Като се има предвид, че по т. 18 на раздел X от търговото предложение (част I) е заявено, че не се планират съществени промени в условията по трудовите договори, е необходимо в търговото предложение да се представи информация за конкретните промени, които се предвижда да бъдат направени в условията по трудовите договори, доколкото разпоредбата на чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „г“ от Наредба № 13 изисква посочването им независимо от обстоятелството дали са съществени или не са.

1.2. Във връзка с изискването на чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „г“ от Наредба № 13 е необходимо по т. 20 на раздел X от търговото предложение (част I) да се допълни информация дали се очаква търговото предложение да окаже въздействие върху мястото на дейност на дружеството.

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

2.1. Необходимо е да се коригира дублиращата номерация в т. 27 на раздел XI от търговото предложение (част I).

2.2. Необходимо е да се представи информация за чия сметка ще са разходите по заплащане на банковите такси на акционерите, приели търговото предложение, чиито акции ще бъдат заплатени по банков път.

3. По чл. 24, ал. 1, т. 11 от Наредба № 13 - информация за приложимия ред, в случай че търговото предложение бъде оттеглено от предложителя:

Препратката към чл. 38, ал. 1 - 6 от Наредба № 13, посочена в първи абзац от т. 28.1. на стр. 30 от търговото предложение (част I) следва да се коригира, доколкото ал. 4, ал. 5 и ал. 6 на чл. 38 от Наредба № 13 са отменени.

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

Предвид необходимостта от изготвяне на оценка на акциите на „БГ АГРО“ АД по метода на ликвидационната стойност съгласно посоченото по-долу, информацията относно разходите на предложителя по осъществяване на предложението извън средствата, необходими за закупуването на акциите, следва да се допълни с данни за разходите, свързани с изготвянето на тази оценка.

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

5.1. В съответствие с разпоредбата на чл. 23, ал. 1, т. 4 от Наредба № 41 от 11.06.2008 г. 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) следва да се представи изрично изявление относно други данни от финансовите отчети или финансови съотношения, които се считат за съществени от заявителя или са поискани от КФН в хода на административното производство по реда на чл. 152 от ЗППЦК, като се отчете необходимостта от изготвяне и представяне на оценка по метода на ликвидационната стойност на дружеството, чиито акции са обект на търговото предложение, както е посочено по-долу в настоящото решение.

5.2. По отношение метода „Дисконтирани нетни парични потоци“:

5.2.1. Техническата грешка, допусната на стр. 20 от част II на търговото предложение в изявлението, че е приложен описаният в Приложение № 1 на Наредба № 41 модел на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF), следва да се коригира, доколкото въпросният модел е описан в Приложение № 2 на Наредба № 41.

5.2.2. От данните, представени в таблица 9 на стр. 22 от част II на търговото предложение относно общите разходи за новопридобити активи и в таблица 30 на стр. 34 от част II на търговото предложение относно капиталовите разходи, е видно, че размерът на планираните за прогнозния период (2024 г. – 2029 г.) инвестиции е 22 956 хил. лв. Същевременно на стр. 21 от част II на търговото предложение е посочено, че нетният размер на инвестициите за периода е 19,5 млн. лв. (инвестиции минус амортизация), а по-долу на същата страница е заявено, че инвестициите за придобиване на нови активи за прогнозния период са в размер на 5,4 млн. лв. и са основно в машини, оборудване и стопански инвентар. Констатираното несъответствие по отношение на размера на инвестициите за прогнозния период следва да бъде отстранено или пояснено.

5.2.3. Във връзка с горепосоченото и при необходимост следва да бъдат направени съответните корекции в изчислителните операции при прилагането на метода.

5.2.4. Таблица 10 следва да се допълни със стойностите на продажбите за всяка една от годините от историческия и от прогнозния период, като при необходимост следва да се прецизират стойностите на дела от продажбите за всеки един от представените в таблицата показатели.

5.2.5. Техническите грешки, допуснати в таблица 10 при представяне на стойностите на годишно изменение в процентно изражение (например по отношение на материалните запаси за периода 2025 г. – 2029 г.; по отношение на вземания от клиенти и доставчици, други краткосрочни вземания, задължения към доставчици и клиенти и други краткосрочни задължения за 2024 г.; по отношение на нетния оборотен капитал за периода 2022 г. – 2024 г.), следва да бъдат коригирани.

5.2.6. Стойността на изменението на нетния оборотен капитал за 2024 г. следва да бъде изчислена коректно, като за база се използва стойността на този показател за 2023 г., а не стойността към 30.09.2024 г.

5.2.7. Като се отчете възможността, предвидена в чл. 12, ал. 4, изречение второ от Наредба № 41, при определяне на относителните дялове за целите на изчисляването на средно-претеглената цена на капитала на дружеството да се използват балансовите стойности на използваните източници на финансиране (от която възможност търговият предложител се е възползвал), следва да бъде прецизирано пояснението на средно-претеглената цена на капитала, представено на стр. 30 от част II на търговото предложение. По отношение на обозначенията Ve и Vd следва да бъде посочено, че те изразяват балансиовите стойности на собствения капитал и на привлечения капитал.

5.2.8. Допълнително, следва да бъде добавено кратко пояснение за избора на балансовите стойности на собствения капитал и на привлечения капитал при изчисляването на средно-претеглената цена на капитала.

5.2.9. Информацията относно доходността на германските дългосрочни десетгодишни държавни ценни книжа (BUNDS, GTDEM10Y:GOV) следва да се допълни с посочване на конкретната дата, към която е определена тази доходност, както и с връзка (линк) към публично достъпен конкретен източник на информация, от който може лесно да се провери използваната стойност. Следва да се има предвид, че доколкото датата на обосновка е 07.11.2024 г., и предвид изискването да се използва възможно най-актуална информация, датата, към която е определена доходността на визираните ценни книжа, следва да е 06.11.2024 г. При необходимост следва да се актуализира използваната стойност на тази доходност.

5.2.10. Доколкото на стр. 30 от част II на търговото предложение е посочено, че за определяне на рисковата премия за капиталов риск на развити държави са използвани данни от заглавната страница на уеб сайта на проф. Дамодаран, актуални към ноември 2024 г., и предвид необходимостта от използване на актуална информация, изявлението на стр. 31 от част II на търговото предложение, че използваната за целите на оценката стойност на премията за развит пазар към юли 2024 г. е 4,12%, следва да се актуализира както по отношение на посочения месец, така и по отношение на използваната в обосновката стойност.

5.2.11. В обосновката не е посочено изрично, че при определянето на рисковата премия за пазара на акции в България е използван коефициент на волатилност на пазара на акции за развиващи се пазари на стойност 1,30, както и липсва съответната аргументация за този избор. Рисковата премия за пазара на акции в България следва да бъде определена коректно, като се използва актуална към датата на обосновката стойност на рисковата премия за развит пазар на акции, както и да се посочи и съответно да се аргументира използването на коефициент на волатилност на пазара на акции. В случай че се използва коефициент на волатилност на пазара на акции, следва да се има предвид, че стойността на коефициента за българския пазар на акции съгласно посочения в обосновката източник на използваната информация (интернет страницата на проф. А. Дамодаран) е 3,69 (последно актуализирана стойност към 01.01.2024 г.).

5.2.12. Във връзка с горепосоченото, в случай че се използва коефициент на волатилност на пазара на акции, следва при изчисляването на цената на финансиране със собствен капитал да отпадне рисковата премия за размер.

5.2.13. Информацията относно рисковата премия за размер (в случай че бъде използвана за изчисляването на цената на финансиране със собствен капитал) следва да се допълни с посочване на връзка (линк) към публично достъпен източник на информация, от който може лесно да се провери използваната стойност.

5.2.14. Техническата грешка, допусната в таблица 28 на стр. 32 от част II на търговото предложение при посочване на стойностите на показателите „Цена на собствен капитал (Ке)“ и „Тегло на собствен капитал“, следва да бъде коригирана, доколкото местата им във втората колона на таблицата следва да бъдат разменени.

5.2.15. Предвид дадените указания следва цената на финансиране със собствен капитал, съответно среднопретеглената цена на капитала, да бъдат преизчислени.

5.2.16. Във връзка с дадените указания по прилагането на метода цената на една акция на „БГ АГРО“ АД по метода на дисконтираните нетни парични потоци следва да бъде преизчислена и коригирана на всички относими места в търговото предложение.

5.2.17. Следва да бъде преизчислена и коригирана на всички относими места в търговото предложение справедливата цена на акциите на „БГ АГРО“ АД.

5.3. По отношение метода „Пазарни множители на сходните дружества“

Методът на пазарните множители на сходните дружества е приложен без да бъде представена необходимата информация и обосновка на използваните данни и допускания, като са установени пропуски и несъответствия с нормативни изисквания и методиката за прилагане на метода, както следва:

- не е представена информация за критериите, по които са определени публичните дружества, които са избрани за сходни дружества;

- не е представен сравнителен анализ между определените за сходни дружества и оценяваното дружество;

- не е представена обосновка на включване на дружества, които оперират на различен от българския пазар, съответно при други условия, и доколко тези дружества могат да бъдат приети за сходни дружества;

- от представената в табличен вид информация е видно, че пазарната капитализация на избраните сходни дружества варира в широки граници, като пазарната капитализация на всяко едно от тях се различава значително от пазарната капитализация на оценяваното дружество. Същото важи и за показателя „приходи от продажби“. Това обстоятелство предполага възможността да се допусне, че избраните дружества не могат да бъдат приети за сходни дружества на оценяваното дружество;

- не са посочени източниците на информация за данните, използвани по отношение на сходните дружества;

- при прилагането на метода е използван само един пазарен множител (съотношението между пазарната цена на акциите на сходните дружества и техните нетни приходи от продажби (P/S)), без да е представена обосновка защо е избран само един пазарен множител и как именно е определено кой точно пазарен множител да бъде използван;

- не е представена информация относно пазарните цени на сходните дружества предвид необходимостта да се удостовери коректното изчисляване на съответния пазарен множител;

- не е представена обосновка защо е използвана медианата на пазарния множител, а не например средната стойност;

- не е спазено изискването на разпоредбата на чл. 17, ал. 3, изречение първо от Наредба № 41 нетните приходи от продажби на оценяваното дружество да бъдат определени на базата на последния публикуван финансов отчет, в конкретния случай неаудитиран консолидиран междинен финансов отчет към 30.09.2024 г., доколкото стойността, посочена в таблица 33 на стр. 35 от част II на търговото предложение, съответства на размера на нетните приходи от продажби на оценяваното дружество съгласно одитирания консолидиран ГФО на дружеството за 2023 г.

Горепосоченото дава основание да се допусне, че няма гаранции, че получената по метода оценка е достоверна. Методът на пазарните множители на сходните

дружества следва да бъде приложен последователно в съответствие с нормативните и методическите изисквания или да се извърши преценка относно целесъобразността за прилагането му. В случай че в коригираното търгово предложение методът на пазарните множители на сходните дружества не бъде приложен, следва да се коригират теглата на другите два метода.

5.4. По отношение на ликвидационната стойност:

Доколкото оценката на „БГ АГРО“ АД по метода „Нетна стойност на активите“ (без корекции) надхвърля с повече от 1,5 пъти (1,658 пъти) предложената от търговия предложител справедлива цена, във връзка с разпоредбата на чл. 6, ал. 3, т. 5 от Наредба № 41 следва да бъде изготвена оценка на акциите на дружеството по метода на ликвидационната стойност. Следва да се има предвид разпоредбата на чл. 6, ал. 1, т. 1 от Наредба № 41, съгласно която справедливата цена на акциите е тяхната ликвидационна стойност, в случай че ликвидационната стойност надвишава справедливата цена на акциите, определена съгласно чл. 5 от Наредба № 41.

6. По чл. 24, ал. 3, т. 1 от Наредба № 13 - декларация от предложителя, че е уведомил за търговото предложение управителния орган на дружеството - обект на търгово предложение, представителите на своите служители или служителите, когато няма такива представители, както и регулирания пазар, на който са приети за търговия акциите на дружеството:

Към търговото предложение е приложена декларация с дата 08.11.2024 г. от търговия предложител Ненко Илиев Ненков, в която е заявено, че са спазени изискванията на чл. 151, ал. 3 от ЗППЦК, като в деня на регистриране на търговото предложение в КФН е изпратено уведомление с нормативно определеното съдържание на СД на „БГ АГРО“ АД (чрез него – и до служителите на „БГ АГРО“ АД) и до „БФБ“ АД.

Във връзка с представената декларация по чл. 151, ал. 3 от ЗППЦК от търговия предложител, следва се има предвид, че разпоредбата на чл. 151, ал. 3 от ЗППЦК изисква да се представи и самото търгово предложение на управителния орган на дружеството - обект на търгово предложение, на неговите служители, както и на регулирания пазар. Предвид това е необходимо да се представят доказателства за спазване на изискванията на чл. 151, ал. 3 от ЗППЦК относно представяне на самото търгово предложение при първоначалното му отправяне, както и по отношение на коригираното търгово предложение съгласно чл. 152, ал. 4 във връзка с чл. 151, ал. 3 от ЗППЦК.

Въз основа на установеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 10 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 внесеното с писмо, вх. № 15-00-3 от 08.11.2024 г., търгово предложение от Ненко Илиев Ненков за закупуване чрез инвестиционен посредник „УниКредит Булбанк“ АД, гр. София, на 4 035 650 броя

акции (9,999767081%) от капитала на „БГ АГРО“ АД, гр. Варна от останалите акционери на дружеството.

На основание чл. 13, ал. 3 от ЗКФН решението може да бъде обжалвано пред Административен съд – София област в 14 – дневен срок от съобщаването му.

Обжалването на решението не спира изпълнението на индивидуалния административен акт. При обжалване чл. 166 от Административнопроцесуалния кодекс не се прилага.

ПРЕДСЕДАТЕЛ:

БОЙКО АТАНАСОВ