

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

**РЕШЕНИЕ № 346 – ТП**

**от 09 март 2017 г.**

С писмо, вх. № 15-00-9 от 21.12.2016 г., на основание чл. 149а, ал. 3 във връзка с ал. 1 и чл. 149, ал. 6, предложение първо във връзка с ал. 1 и ал. 2, т. 1 от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е внесено за одобрение търгово предложение от „Форт” ООД, гр. Пловдив за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Елана Трейдинг” АД на 122 227 бр. акции на „Унипак” АД, гр. Павликени от останалите акционери на дружеството. Съгласно данните в търговото предложение, предложителят „Форт” ООД притежава пряко и непряко (чрез сключено споразумение за съвместно упражняване правото на глас с „Интернешънъл Пакиджинг” ЕООД и Димитър Георгиев) общо 2 149 753 броя акции, представляващи 94,61% от капитала и гласовете в общото събрание на „Унипак” АД.

На свое заседание, проведено на 13.01.2017 г., КФН разгледа съдържанието на внесеното търгово предложение и приложените към него документи и констатира, че поради съществуващите непълноти и несъответствия, предложението не отговаря на изискванията на ЗППЦК и с Решение № 80 – ТП от 13.01.2017 г., на основание чл. 152, ал. 1 от ЗППЦК, КФН наложи временна забрана за публикуване на търговото предложение.

С писмо, вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г., в КФН е внесено коригирано търгово предложение от „Форт” ООД за закупуване чрез ИП „Елана Трейдинг” АД на 122 227 бр. акции, представляващи 5,38% от капитала на „Унипак” АД, от останалите акционери на дружеството.

При извършената проверка по спазване изискванията на ЗППЦК, Наредба № 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) и Наредба 41 за изискванията към 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) е установено некоректно прилагане на метода „Дисконтирани нетни парични потоци”, участващ във формирането на справедливата цена за акция от капитала на „Унипак” АД, както следва:

1. Констатирано е, че на 25.01.2017 г. е изготвен неаудитиран финансов отчет на „Унипак” АД за четвърто тримесечие на 2016 г., който е разкрит на обществеността чрез използваната от дружеството медия [www.investor.bg](http://www.investor.bg) на 30.01.2017 г., т.е. изготвянето и разкриването на този отчет предхожда внасянето на коригираното търгово предложение на дружеството, внесено в КФН с вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г. Независимо от посоченото обстоятелство, в коригираната обосновка на цената при прилагането на метода „Дисконтирани парични потоци”, данните за 2016 г. относно приходите от продажби (на продукцията, стоки, услуги, материали, балирана хартия и отпадъци) не са съобразени с данните от финансовия отчет за четвърто тримесечие на 2016 г., като в представеното с писмо, вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г., коригирано търгово предложение са заложили по-ниски прогнозни приходи. В изготвения на 25.01.2017 г. неаудитиран финансов отчет на „Унипак” АД за 2016 г. е посочено, че приходите от продажби (на продукцията, стоки, услуги, материали, балирана хартия и отпадъци) през 2016 г. възлизат на 24 842 хил. лв., а в коригираното търгово

предложение, представено с писмо, вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г., за 2016 г. са заложили по-ниски прогнозни приходи (средният прогнозен приход от продажби за трите сценария на прогноза е в размер на 24 691 хил. лв.). Доколкото към момента на регистриране в КФН на коригираното търгово предложение вече са определени конкретните стойности на приходите от продажби за 2016 г., е необходимо най-актуалните стойности да бъдат ползвани при изготвяне на прогнозите приходи от продажби както за 2016 г., така и в следващите прогнозни години.

2. Установено е, че най-висок дял в оперативните разходи на дружеството имат разходите за материали. В представеното с писмо, вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г., коригирано търгово предложение са определени нереално високи прогнозни разходи за материали. Посочено е, че при песимистичния сценарий на прогноза са заложили най-високите нива от 77,6% спрямо приходите от продажби на продукцията за периода 2013 – 2015 г., при реалистичния сценарий на прогноза тези разходи са с усреднен процент от исторически постигнатите нива за този период, а при оптимистичния сценарий на прогноза тези разходи са с най-ниските нива за същия период.

От ретроспективните данни на дружеството за периода 2013 г. – 2016 г. е видно, че се наблюдава ясна тенденция за постоянно намаляване нивото на разходите за материали спрямо приходите от продажби (през 2013 г. те са 77,6%; през 2014 г. са 77,5%; през 2015 г. са 73,7%; през 2016 г. са 73,1%). Намаляването на дела на тези разходи е свързано и с посочените на стр. 21 от търговото предложение усилия за „промяна в технологичните процеси..., с което се модернизира производствената база, подобрява се качеството и се увеличава производителността на труда”. Предвид посоченото, не е обосновано в песимистичния и реалистичния сценарий на прогноза да се залагат нива на разходи за материали, които са били характерни за организацията и технологиите преди три години, вместо да бъдат заложили последно постигнатите нива, доколкото видно от пояснителните бележки към неаудитирания финансов отчет на „Унипак” АД за 2016 г., през месец януари 2016 г. дружеството е закупило за над 6 млн. лв. и е въвело в експлоатация машина за офсетов ролен печат с УВ мастила на гъвкави опаковки с възможност за промяна дължината на отпечатъка чрез ръкавна технология, която, съгласно публикуваната в интернет страницата на „Унипак” АД информация, е иновативна, високопроизводителна машина, позволяваща да се произведат 3-4 пъти по-качествени опаковки.

В резултат на заложените в обосновката ниски приходи и завишени разходи са определени нереално ниски финансови резултати в прогнозния период, които съществено се различават от действително реализираните през последните години печалби от дружеството: 2 429 хил. лв. за 2013 г.; 1 327 хил. лв. за 2014 г.; 1 940 хил. лв. за 2015 г.; 648 хил. лв. за 2016 г.

<b>Прогнозни финансови резултати</b> (в хил. лв.)	<b>2016г.</b>	<b>2017г.</b>	<b>2018г.</b>	<b>2019г.</b>	<b>2020г.</b>	<b>2021г.</b>
Песимистичен сценарий	(607)	(1 003)	(1 321)	(1045)	(818)	(629)
Реалистичен сценарий	122	(68)	(430)	91	534	1 008
Оптимистичен сценарий	1 012	795	148	1 068	1 806	2 415

Преобладаването на заложили загуби и ниски печалби в прогнозния период води до занижаване на нетните парични потоци и получаване на по-ниска цена за акция по метода, което е в ущърб на акционерите, към които е отправено търговото предложение.

3. По отношение на първоначално представеното в КФН с писмо, вх. № 15-00-9 от 21.12.2016 г., търгово предложение е констатирано, че неправилно при определяне на прогнозните нетни парични потоци на „Унипак” АД участват „Разходи за лихви”. В Решение № 80 – ТП от 13.01.2017 г., с което е наложена временна забрана за публикуване на търговото предложение е обърнато внимание, че съгласно теоретичната постановка на модела „Парични потоци на дружеството”, както и § 1, т. 7 от Допълнителните разпоредби на Наредба № 41, при прилагане на модела не следва да се вземат предвид паричните потоци, свързани с получаването на заеми и плащането на лихви по тях.

В представеното в КФН с писмо, вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г., коригирано търгово предложение отново неправилно при определяне на прогнозните нетни парични потоци на „Унипак” АД участват „Разходи за лихви”. Независимо че в коригираното търгово предложение е направен опит за компенсиране влиянието на разходите за лихви върху нетните парични потоци, в песимистичния сценарий на прогноза пълно компенсиране не е постигнато – във всяка прогнозна година нетната печалба е намалена с „Разходи за лихви” на стойност 225 хил. лв., а като положителен паричен поток са добавени само 203 хил. лв. в статия „лихви след данъци”. Доколкото за периода 2016 – 2021 г. в песимистичния сценарий на прогноза е заложено дружеството да не дължи данъци поради реализиране на загуби, то за пълно компенсиране на отрицателния паричен поток по статия „Разходи за лихви” следва в статия „*лихви след данъци*” също да бъдат посочени 225 хил. лв. Посочената неточност води до получаване на по-ниска цена за акция по метода.

4. Независимо че в реалистичния сценарий на прогноза за 2020 г. са заложени 401 хил. лв. приходи от финансиране, неправилно при определяне стойността на нетните парични потоци в статия „*непарични потоци*” в таблица № 27 са посочени 601 хил. лв., вместо 401 хил. лв. Посочената неточност води до получаване на по-ниска цена за акция по метода.

5. В коригираното търгово предложение, представено с писмо, вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г., за 2016 г. са заложени разходи за амортизация в размер на 3 826 хил. лв., докато съгласно неаудитирания финансов отчет на „Унипак” АД за 2016 г., техният размер възлиза на 3 805 хил. лв. Доколкото при изготвяне на коригираното търгово предложение вече е бил определен конкретният размер на годишните разходи за амортизация за 2016 г., следва тези стойности, като най-актуални, да бъдат посочени в коригираното търгово предложение.

Видно от гореизложеното, използваните от търговия предложител данни за 2016 г. за изчисляване на стойността на една акция по метода „Дисконтирани нетни парични потоци” не са съобразени с най-актуалните стойности за 2016 г. при изготвянето на коригираната обосновка на справедливата цена на акциите на „Унипак” АД, което е необосновано и некоректно, доколкото към момента на внасяне на коригираното предложение в КФН тези стойности са известни на търговия предложител и на обществеността, тъй като са публикувани чрез медията [www.investor.bg](http://www.investor.bg) на 30.01.2017 г. При условие че при направените допускания относно показателите за 2016 г. в коригираната обосновка на справедливата цена за една акция от оценяваното дружество бъдат използвани данните от публикувания отчет за четвърто тримесечие на 2016 г., в резултат на съответните преизчисления по метода получените стойности се различават от представените в коригираната обосновка. Не е обосновано в песимистичния и реалистичния сценарий на прогноза да се залагат нива на разходи за материали, спрямо приходите от продажби на продукцията, които са били характерни за

организацията и технологиите преди три години, вместо да бъдат заложен последно постигнатите нива. Неправилно прогнозните нетни парични потоци на „Унипак” АД в песимистичния сценарий на прогноза са намалени с част от разходите за лихви и предвид неточно отразяване в статия „непарични потоци” в таблица № 27, неправилно прогнозните нетни парични потоци на „Унипак” АД в реалистичния сценарий на прогноза за 2020 г. са намалени с 200 хил. лв.

Методът не е приложен съгласно установените нормативни изисквания и използваните допускания водят до формиране на необосновано занижени нетните парични потоци на дружеството, некоректно определена цена за акция по метода, с което се накърняват интересите на акционерите.

В резултат на неправилното прилагане на метода, представената справедлива стойност на една акция от капитала на „Унипак” АД е недостатъчно обоснована и не отговаря на изискванията на чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и Наредба № 41.

**Въз основа на посочените факти и обстоятелства, с оглед некоректното изчисляване на справедливата цена, получена при прилагането на оценъчните методи съгласно чл. 150, ал. 7 от ЗППЦК и чл. 5, ал. 1 от Наредба № 41, съдържанието на разглежданото коригирано търгово предложение не отговаря на изискванията на ЗППЦК и на актовете по прилагането му, а интересите на акционерите на дружеството – обект на търгово предложение, са накърнени, с оглед на което са налице предвидените в чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК основания КФН да издаде окончателна забрана за публикуване на търговото предложение от „Форт” ООД за закупуване чрез инвестиционен посредник „Елана Трейдинг” АД на акции на „Унипак” АД, гр. Павликени от останалите акционери на дружеството.**

Предвид гореизложеното, на основание чл. 13, ал. 1, т. 9, предложение второ от Закона за Комисията за финансов надзор (ЗКФН), във връзка с чл. 153, ал. 2 от ЗППЦК

## **КОМИСИЯТА ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР**

### **РЕШИ:**

**Издава окончателна забрана за публикуване на внесеното в КФН с писмо, вх. № 15-00-9 от 09.02.2017 г., коригирано търгово предложение от „Форт” ООД за закупуване чрез ИП „Елана Трейдинг” АД на акции на „Унипак” АД, гр. Павликени 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:**

**КАРИНА КАРАИВАНОВА**