



КОМИСИЯ ЗА ФИНАНСОВ НАДЗОР

РЕШЕНИЕ № 642 - ТП от 21.10.2025 г.

С писмо, вх. № 15-00-1 от 24.09.2025 г., на основание чл. 149, ал. 1, предложение първо от Закона за публичното предлагане на ценни книжа (ЗППЦК) в Комисията за финансов надзор (КФН) е внесено търгово предложение от „Юник Инвестмънт“ АД, ЕИК 175263016 за закупуване чрез инвестиционен посредник (ИП) „Юг Маркет“ ЕАД на 358 317 броя акции от капитала на „Арко Тауърс“ АДСИЦ, 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:

I. Общи бележки:

1. С оглед преценка по отношение на допустимостта и квалификацията на търговото предложение и удостоверяване на изложената в него информация е необходимо да бъдат представени доказателства за осъществената на 23.09.2025 г. промяна в собствеността на „Юник Инвестмънт“ АД, от които да се установява, че са спазени предвидените в чл. 16 от устава на дружеството ред и условия за прехвърляне на наличните акции на „Юник Инвестмънт“ АД.

2. Във връзка с притежаваните от търговия предложител чрез Пейо Иванов Николов, „Пи Ес Ейч Си Естаблишмънт“ (PSHC Establishment), „Картекс П“ АД, „Си Би Си“ АД и „Регулус“ ЕООД акции от капитала на „Арко Тауърс“ АДСИЦ, в т. 4 от коригираното търгово предложение (част I), е необходимо да се опише ясно, разбираемо и последователно свързаността между всяко едно от лицата, така че да бъде проследена връзката на всяко от тези лица помежду им и с търговия предложител. Необходимо е да се посочи за всяко от лицата законовото основание по смисъла на чл. 148з от ЗППЦК, обосноваващо свързаността му с другите лица и търговия предложител; притежаваните (пряко и/или чрез свързаното лице) акции от капитала и правата на глас от Общото събрание на акционерите (ОСА) на „Арко Тауърс“ АДСИЦ (включително процентното им изражение от капитала и правата на глас). Аналогична информация следва да се представи и по отношение на физическото лице Пейо Иванов Николов.

3. Коригираната информация по т. 4 от търговото предложение (част I) следва да отразява пълната фактическа обстановка към датата на регистриране на търговото предложение, като се вземат предвид и всички направени по – долу бележки. В случай на необходимост следва да се прецизира юридическата квалификация на търговото предложение.

4. Необходимо е да се коригира наименованието на файла на търговото предложение във формат .pdf, доколкото след отварянето му се визуализира наименование „Булгартабак – Холдинг Албена Инвест – Холдинг“ АД.

5. Необходимо е на всички относими места в търговото предложение да се коригира изписването словом на предложената от търговия предложител цена за една акция.

6. По отношение на обосновката на предлаганата цена следва да се отстранят единствено конкретно посочените по-долу несъответствия, като датата на регистрация на търговото предложение не следва да се коригира.

1. По чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б“ от 13 за търгово предлагане за закупуване и замяна на акции (Наредба № 13) – Данни за предложителя:

1.1. Следва да се посочат: телефон (факс) и електронен адрес (e-mail) на физическите лица – членове на Съвета на директорите (СД) на търговия предложител.

1.2. На основание чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б“, подб. „бб“ от Наредба № 13 е необходимо по т. 1.2 от част 1 от търговото предложение да се посочи лицето, което е представител на „Картекс Инженеринг“ ЕАД в СД на „Юник Инвестмънт“ АД, както и да се представят следните данни - адрес за кореспонденция, телефон (факс) и електронен адрес (e-mail) на физическото лице, представляващо „Картекс Инженеринг“ ЕАД, като член на СД на търговия предложител.

1.3. По тази част от търговото предложение е относима направената бележка да се изясни свързаността на Пейо Иванов Николов с търговия предложител „Юник Инвестмънт“ АД, предвид това, че същият е посочил, че притежава 100 % от капитала и правата на глас в ОСА на търговия предложител, а информацията не съвпада с публично оповестената такава по партидата на „Юник Инвестмънт“ АД в Търговския регистър (ТР), като в тази връзка са изискани доказателства за осъществено на 23.09.2025 г. прехвърляне на собствеността. Необходимо е да се посочи правното основание, водещо до наличие на свързаност на търговия предложител с Пейо Иванов Николов, както и коректно да се посочат броя акции и права на глас в ОСА, процентното им изражение от общия брой акции и права на глас в ОСА от капитала на търговия предложител, начинът (пряко, непряко и/или чрез свързани лица) на притежаване на акциите и правата на глас от страна на Пейо Иванов Николов в търговия предложител. При допълване и коригиране на информацията следва да се вземат предвид всички дадени бележки в тази посока.

2. По чл. 24, ал. 1, т. 4 от Наредба № 13, съответно - по чл. 150, ал. 2, т. 2, 3 и 6 от ЗППЦК – Данни за притежаваните от предложителя акции с право на глас в дружеството - обект на търгово предложение:

2.1. Следва да се опише свързаността на търговия предложител със „Си Би Си“ АД, като за целта се посочи законовото основание по смисъла на чл. 148з от ЗППЦК, съответно последователно и разбираемо да се опише/посочи начинът (пряко, непряко или чрез свързани лица) на притежаване на акциите, броят акции и правата на глас, както и тяхното процентно изражение от капитала, обосноваващи свързаността на лицата – „Юник Инвестмънт“ АД и „Си Би Си“ АД.

2.2. Аналогична на горната информация следва да се представи и за отношенията на свързаност между „Си Би Си“ АД и физическото лице – Пейо Иванов Николов, в случай че е налице такава.

2.3. Относно броя акции, притежавани пряко от „Си Би Си“, АД в капитала на дружеството – обект на търговото предложение, е необходимо да се уточни: датите, на които са придобити акциите, вид на сделката, брой акции при всяка сделка и процентното им изражение от капитала и правата на глас в ОСА на „Арко Тауърс“ АДСИЦ.

2.4. Тук е относима направената по-горе бележка за изясняване на свързаността между физическото лице и търговия предложител. По отношение на изявлението, че 100% от акциите и правата на глас в ОСА на търговия предложител са придобити от

Пейо Иванов Николов на 23.09.2025 г., в резултат на което за търговия предложител възниква задължение да отправи настоящото търгово предложение, следва да се има предвид, че акциите на търговия предложител са винкулирани и промяната на собствеността (придобиването на 100 % от капитала на търговия предложител от Пейо Николов) следва да е вписана в ТР. Необходимо е да се представят доказателства за предприети действия за отразяване на промяната в собствеността на дружеството.

2.5. На основание чл. 24, ал. 5 във връзка с чл. 24, ал. 3, т. 6 от Наредба № 13, по отношение на „Пи Ес Ейч Си Естаблишмънт“ (PSHC Establishment), чрез което предложителят посочва, че притежава акции с право на глас от капитала на „Арко Тауърс“ АДСИЦ, доколкото същото не е регистрирано в Република България, следва да се представи актуално удостоверение за вписването му в съответния регистър или предоставяне на информация за осигурен достъп по интернет до този регистър на общоприет език в Европейския съюз. Документите трябва да бъдат съпроводени от превод на български език и легализирани в съответствие с изискванията на действащото законодателство.

2.6. Следва да се посочат на индивидуална база броят акции/права на гласи процентното им изражение, които всяко от едно от дружествата „Картекс П“ АД и „Пи Ес Ейч Си Естаблишмънт“ притежава от капитала на „Си Би Си“ АД, доколкото е указан общият брой акции, които „Картекс П“ АД и „Пи Ес Ейч Си Естаблишмънт“, притежават в „Си Би Си“ АД.

2.7. Следва да се уточни законовото основание по смисъла на чл. 148з от ЗППЦК, съгласно което „Юник Инвестмънт“ АД притежава акции, съответно права на глас от капитала на „Арко Тауърс“ АДСИЦ чрез „Регулус“ ЕООД, включително да се представят данни за датата на придобиване, за вида на сделката, за брой акции/права на глас и процентното им изражение, обосноваващо свързаността между „Юник Инвестмънт“ АД и „Регулус“ ЕООД.

2.8. След изясняване на фактическата обстановка по отношение на свързаността на търговия предложител и посочените по-горе лица, информацията за свързаните лица, чрез които предложителят притежава акции от капитала на „Арко Тауърс“ АДСИЦ, следва да се приведе в съответствие с изискуемия по чл. 24, ал. 1, т. 1, б. „б“ от Наредба № 13 обем. Допълването е на основание чл. 24, ал. 1, т. 4, б. „в“ от същата наредба.

3. 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:

3.1. Съгласно чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „а“, „б“, „в“, „г“ и „д“ от Наредба № 13, изявленията по т. 9.1., т. 9.2, т. 9.3, т. 9.4 и т. 9.5 от търговото предложение (част I) следва да се допълнят и във връзка с намеренията за предприятието на търговия предложител, предвид това, че са представени само по отношение на дружеството-обект на търговото предложение.

3.2. Предвид това, че в т. 9.5 от търговото предложение (част I) е направено изявление, че до момента „Арко Тауърс“ АДСИЦ не е разпределяло дивиденди, както и че търговият предложител възнамерява да започне плащане на дивидент, при който ще се разпределя 100% от реализираната печалба след поэтапното реализиране на проекта „Сентрал парк“ и същевременно в изречение последно на т. 9.5. е посочено, че не се очаква търговото предложение да доведе до промяна в дивидентната политика на „Арко Тауърс“ АДСИЦ за периода от следващите три години след сключване на сделката по приемане на търговото предложение, следва да се направи пояснение, като се уточнят действителните намерения на търговия предложител по отношение на дивидентната политика на „Арко Тауърс“ АДСИЦ за периода.

3.3. В т. 9.5 от търговото предложение (част I) следва да се уточни законовата разпоредба, към която се препраща с цитираната ал. 3.

3.4. На основание чл. 24, ал. 1, т. 9, б. „е“ от Наредба № 13 информацията в т. 9.6. от търговото предложение (част I) следва да се допълни като се посочат намеренията на търговия предложител и за „Арко Тауърс“ АДСИЦ.

4. 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:

В т. 10.5 от търговото предложение (част I) следва да се посочат пълните наименования на Наредба № 38, ЗПФИ, ЗМИП, ЗМФТ, тъй като в търговото предложение не е представена информация, поясняваща абривиатурите на нормативните актове, използвани в документа.

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

В т. 11 от търговото предложение (част I) следва да се предвиди, че връщането на депозираните удостоверителни документи могат да бъдат получени при ИП „Юг Маркет“ ЕАД и на адреса в гр. София, предвид това, че същите могат да бъдат подавани и в офиса на посредника в гр. София, посочен в т. 10.3 от част I на търговото предложение. Следва да бъде уточнено и времето, в което ще е възможно да бъдат получавани обратно депозираните от акционерите удостоверителни документи, в офиса на упълномощения инвестиционен посредник в гр. София.

6. По чл. 24, ал. 1, т. 13 от Наредба № 13 – Данни за мястото, където финансовите отчети на предложителя за последните 3 години са достъпни за акционерите на дружеството – обект на търгово предложение, и където може да се получи допълнителна информация за предложителя и за неговото предложение:

В т. 13 от търговото предложение (част I) следва да се допълни, че годишните финансови отчети на търговия предложител са достъпни за акционерите и по партидата на дружеството в ТР, предвид това, че същият е юридическо лице.

7. По чл. 150, ал. 6 от ЗППЦК – Обосновка на предлаганата цена:

7.1. По отношение резюмето на данните от оценката съгласно изискванията на 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):

- В т. 2 (стр. 23-24) от Част II на търговото предложение следва да се оповести информация по чл. 21, ал. 1, т. 7 от Наредба № 41 (информация от изготвена и публично оповестена оценка на дружеството от независим оценител) – в случай че не е изготвена такава оценка, това следва изрично да се заяви.

7.2. По отношение на представените финансови показатели в т. 3.2.3 от Част II на търговото предложение следва да се направи изявление, че предходните финансови резултати не могат да се считат за непременно показателни за бъдещите финансови резултати на дружеството и резултатите от междинните периоди не могат да се считат за непременно показателни за годишните финансови резултати, съгласно изискванията на чл. 23, ал. 1, т. 6 от Наредба № 41.

7.3. По отношение прилагането на модела на „Дисконтираните дивиденди“:

7.3.1. Съгласно чл. 8, ал. 3, т. 3 от Наредба № 41 за определяне на цената при търгово предлагане се прилага моделът на дисконтираните дивиденди, при условие че

публичното дружество е изплащало дивидент през предходните три финансови години. Доколкото „Арко Тауърс“ АДСИЦ не е изплащало дивидент през последните три години, следва за оценка на акциите на дружеството да се приложи моделът на дисконтираните парични потоци на собствения капитал (FCFE) или моделът на дисконтираните парични потоци на дружеството (FCFF). Избраният модел следва да бъде подробно описан и обосновано приложен, съгласно чл. 8, ал. 4 от Наредба № 41.

7.3.2. В т. 4.1.2 (стр. 14) от Част II на търговото предложение е посочено, че *„„АРКО ТАУРС“ АДСИЦ предвижда продажба на 90% от построените имоти. Това предположение е отразено и в прогнозния баланс на дружеството, като увеличение на стойността на активите“*. При прилагането на метода не е отразена ползата за дружеството от 10% построени, но непродадени площи. Тези имоти би могло да осигуряват приход от наем. В случай че не се предвижда посочените активи да генерират приходи, то същите би следвало да се разглеждат като неоперативни активи и съгласно чл. 13, ал. 2 от Наредба № 41 към стойността, получена при прилагане на метода на дисконтираните парични потоци, следва да се добави стойността на неоперативните активи.

7.3.3. Необосновано и неправилно в прогнозния период са заложили разходи от обезценки на инвестиционни имоти (в таблица на стр. 16 от Част II) - независимо, че статията е с наименование *„преоценки на инвестиционни имоти“*, по същество това са разходи от обезценки, които увеличават разходите. Залагането на отрицателни парични потоци поради обезценяване на недвижимите имоти е в противоречие с предвидения ръст от 2% на продажните цени на недвижимите имоти, посочен на стр. 13 от Част II на търговото предложение. Предвид посоченото, правилно би било да се предвидят постъпления от преоценки на инвестиционни имоти.

7.3.4. Необосновано и неправилно са заложили еднакви стойности на годишните амортизации. Прогнозните разходи за амортизации следва да се определят на база прогнозните отчетни стойности на амортизируемите активи.

7.3.5. По отношение на коефициента „бета“ са ползвани данни за Европа, което не е коректно – България все още се приема за развиващ се пазар. Съответно следва стойността на коефициента да бъде коригирана съгласно данните, съдържащи се в посочения източник на информация, както и да се посочи изрично в търговото предложение, че избраният регион е „развиващи се пазари“.

7.3.6. Съгласно чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41 търговият предложител трябва да обоснове всяко допускане, твърдение или прогнози, направени при определяне на стойността на акциите на дружеството по оценъчните методи, предвид което при определяне на нормата за дисконтиране от 15,58% предложителят не може да се позовава на субективна преценка: *„SRP се изчислява субективно въз основа на опита и преценката на оценител, тъй като няма универсално приети данни или методология за количественото ѝ определяне“*. Залагането на допълнителна специфична рискова премия от 3% за „Арко Тауърс“ АДСИЦ не е обективно оправдано. Посочените мотиви: *„ускореното покачване на цените, което е неустойчиво в дългосрочен план и води до уязвимост на пазара, както и променливата ликвидност и мащабни нови проекти“* не се потвърждават от историческото развитие на пазара, както и от преобладаващите тенденции – именно секторът на недвижимите имоти по-добре се позиционира спрямо общата икономическа конюнктура в страната. Освен това в търговото предложение в прогнозния период не е предвидено *„ускореното покачване на цените“*, а твърде консервативно е заложен ръст на продажните цени на недвижимите имоти само от 2% годишно. Отделно от това нормативните изисквания и регулации по отношение на ДСИЦ в значителна степен редуцират множество несистематични рискове, които обикновено биха се проявили за дружества, които са позиционирани в сектора на недвижимите имоти. Следва да се отчита и обстоятелството, че секторът на недвижимите имоти заема важно място в икономиката на България и рисковете на

сектора в значителна степен са отразени в рисковата премия на страновия риск. С оглед на изложеното е необходимо цялостно да се преразгледа начинът на определяне на нормата на дисконтиране, използваните данни и да се представи подробна обосновка на всички твърдения и заложили стойности, съобразно осъществяваната от дружеството дейност.

7.3.7. При определяне теглото от 20% на метода на дисконтираните дивиденди (стр. 2 от Част II на търговото предложение) е посочено, че *„Делът на Метод на дисконтираните дивиденди е с намалено тегло в сравнение с другите два метода, поради по-високата несигурност на прогнозите, като се имат предвид риска в сектора на недвижимите имоти описани в настоящия документ и голямата несигурност “АРКО ТАУЪРС” АДСИЦ да закупи парцел със подобни характеристики за да продължи растежа си със същите темпове в следпрогнозия период“.* Търговият предложител следва да се съобрази с обстоятелството, че в теорията, както и в наложилата се практика методът „Дисконтирани парични потоци“ като правило участва с по-високо тегло спрямо останалите прилагани методи. В редки случаи, когато има съществени ограничаващи условия получената цена по този метод може да бъде претеглена с по-ниско тегло. Заявлението на търговия предложител за „риска в сектора на недвижимите имоти“ не е обосновано и подкрепено с позоваване на авторитетни анализи, а твърдението за *„голямата несигурност “АРКО ТАУЪРС” АДСИЦ да закупи парцел със подобни характеристики за да продължи растежа си със същите темпове в следпрогнозия период“* е формално и субективно, особено като се отчете обстоятелството, че в търговото предложение е заложен твърде консервативен растеж на пазарните цени на недвижимите имоти в прогнозия период. Предвид посоченото следва да се преразгледа теглото на метода на дисконтираните парични потоци, като в коригираното търгово предложение определените тегла на приложените оценъчни методи следва да бъдат обективно обосновани, съобразно изискването на чл. 7, ал. 1 от Наредба № 41.

7.3.8. При прилагането на модела са допуснати грешки и неточности, а именно:

- прогнозните парични потоци за 2026 г. в таблицата на стр. 20-21 от Част II на търговото предложение не съответстват на данните за прогнозните парични потоци в таблицата на стр. 16 – в таблицата на стр. 20-21 за 2026 г. са посочени данни за 2025 г. от таблицата от стр. 16. В резултат на допуснатата грешка несъответствие се констатира и в стойностите на прогнозните парични потоци в таблицата на стр. 20-21 за останалите прогнозни години (2027 – 2033 г.);

- в таблицата на стр. 20-21 от Част II на търговото предложение неправилно е определена терминалната (следпрогнозната) стойност на дружеството. Ако се ползва неправилно посочената в таблицата на стр. 20-21 стойност на паричния поток за 2033 г. от 15 221 хил. лв., норма на дисконтиране (r) 15,58%, растеж (g) 2% и неясно определени „Години до получаване на дивидента“ 7,75, терминална стойност на дружеството би следвало да бъде 37 222 хил. лв., а не 4 989 хил. лв.;

- при прилагането на метода следва ясно да бъде пояснено как се формира дисконтовият фактор (той следва да отчита реалния брой дни в съответния период, за който се отнася, включително в първия период, започващ от датата, към която е извършена оценката (19.09.2025 г.), до края на първата година на прогнозия период).

7.3.9. Във връзка с направените по-горе бележки цената на една акция на „Арко Тауърс“ АДСИЦ по метода „Дисконтирани парични потоци“ следва да бъде преизчислена, като на всички относими места в търговото предложение следва да бъдат направени съответните корекции, съобразно дадените указания.

7.3.10. Справедливата цена на една акция на „Арко Тауърс“ АДСИЦ следва да бъде преизчислена предвид дадените указания по отношение бележките по метода „Дисконтирани парични потоци“.

8. По чл. 24, ал. 3, т. 4 от Наредба № 13 – Образци на заявление за приемане на търговото предложение и на заявление за оттегляне на приемането на търговото предложение:

В образеца – заявление за приемане на търговото предложение следва да се коригира ISIN кодът на емисията, който следва да е BG1100017075 вместо погрешно посочения BG11KAJMAT16.

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. № 15-00-1 от 24.09.2025 г., на основание чл. 149, ал. 1 от ЗППЦК търгово предложение от „Юник Инвестмънт“ АД за закупуване чрез ИП „Юг Маркет“ ЕАД на 358 317 броя акции от капитала на „Арко Тауърс“ АДСИЦ, 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:

ВАСИЛ ГОЛЕМАНСКИ