

Procena vrednosti kapitala **

Rezime: U ovom radu izvršeno je sagledavanje prednosti i nedostataka zakonskih propisa u oblasti procene vrednosti kapitala odnosno imovine u Republici Srbiji, sa osvrtom na profesionalnu praksu u razvijenim zemljama. Pri tome su opisani metodi procene vrednosti kapitala odnosno imovine propisane od strane našeg zakonodavstva.

Ključne reči: procena vrednosti kapitala, metod procene, diskontna stopa, zakonski propisi u Republici Srbiji.

Summary: In this paper has done one overview of advantages and disadvantages of legal regulation in business valuation in Republic of Serbia, with turning on professional practice in developed countries. Description of business valuation approaches according to legal regulations in Republic of Serbia is given too.

Keywords: business valuation, business valuation approache, discount rate, legal regulation in Republic of Serbia.

1. UVOD

U poredna analiza zakonskih propisa u oblasti procene vrednosti kapitala u Republici Srbiji i međunarodnih standarda za procenu vrednosti kapitala u razvijenim zemljama, ukazuje na značajna odstupanja naše prakse u oblasti procene u odnosu na praksu procene koja polazi od profesionalnih međunarodnih standarda. Naime, metodologija za procenu metodologija za procenu vrednosti kapitala, odnosno imovine, propisana aktuelnim zakonskim propisima u našoj zemlji, usmerena je samo na preduzeća i druga pravna lica sa društvenim ili državnim kapitalom, koja ulaze u proces privatizacije ili su predmet statusnih promena, dok procenu vrednosti kapitala ili imovine preduzeća za bilo koje druge svrhe ne reguliše ni država niti neka profesionalna institucija. S druge strane, u razvijenim zemljama profesionalna praksa, u oblasti procene je uglavnom usaglašena sa

* Ekonomski institut, Beograd

** Rad predstavlja deo rezultata istraživanja na projektu 1554 finansiranog od strane MNTRS

međunarodnim standardima, uz minimalna odstupanja prouzrokovana činom prilagođavanja pojedinim zakonskim odredbama u određenoj državi.

Ograničenja koja nameću propisi našeg zakonodavstva pri izboru metoda procene i određivanju osnovnih parametara i pretpostavki za primenu izabranog metoda, neposredno utiču na neobjektivnost, odnosno ugrožavaju realnost dobijenog rezultata procene. Osnovni cilj propisivanja metodologije za procenu u Republici Srbiji, je efikasno sprovođenje postupka privatizacije, uz snažnu državnu kontrolu i nastojanje da se zaštiti društvena odnosno državna svojina. Država je direktno zainteresovana za neposredne efekte koji će proizaći iz procesa privatizacije i usled toga, može se očekivati prilično visok nivo pristrasnosti i subjektivnosti u definisanju osnovnih metoda procene i ključnih parametara za njihovu primenu.

2. PROCENA VREDNOSTI KAPITALA

Prema međunarodnim standardima postoje tri osnovna koncepta procene vrednosti kapitala ili imovine: prinosni, tržišni i troškovni. Osnovni metodi procene (*videti [1]*) u okviru prinosnog koncepta su metod kapitalizovanja ostvarenih rezultata i metod diskontovanja budućih rezultata, zatim u okviru tržišnog koncepta metod poređenja preduzeća i metod kupoprodajnih transakcija, i na kraju, metod neto imovine i metod likvidacione vrednosti u okviru troškovnog koncepta. Pored pomenutih osnovnih metoda procene, postoje i drugi, koji se primenjuju u specifičnim situacijama (metod viška prinosa, metod formule grane, metod novčanog toka prodavca i dr.). Svaki od navedenih metoda procene može se primeniti samo ukoliko su ispunjeni određeni uslovi za njihovu primenu.

Za razliku od međunarodne prakse u oblasti procene, kod nas se zakonskom regulativom propisuje korišćenje samo nekih od pomenutih metoda procene, a prostor koji pri tome ostaje iskorišćen je za propisivanje određenih podzakonskih akata-uredbi koje u krajnju ruku štite interese države. Naime, našim zakonskim odredbama (*videti [8], član 3*), omogućena je primena samo metoda diskontovanog novčanog toka i metoda likvidacione vrednosti, pri čemu se procenom utvrđuje osnovna vrednost ukupnog kapitala, odnosno imovine, kao i donja i gornja granica raspona vrednosti ukupnog kapitala, odnosno imovine. Ovaj restriktivan pristup u proceni do sada je ne retko davao nerealne rezultate procene, zbog toga što se često primenjuju metodi koji ne odgovaraju prirodi preduzeća čiji je kapital ili imovina predmet procene, a definisani parametri od strane države odstupali su od tržišnih pokazatelja. Dodatna novina (*videti [9], član 3*) koja ide u prilog prethodno rečenom je primena metoda korigovane knjigovodstvene vrednosti.

Paket zakonskih propisa donetih sredinom 2001 (*videti od [8] do [17]*), predstavlja samo nastavak procesa privatizacije društvenih i državnih preduzeća (koji je započet u vreme važenja ZoST-a), i to pod nadzorom republičke vlade i novoosnovanih nadležnih institucija (Agencija za privatizaciju, Akcijski fond i Centralni registar za hartije od vrednosti), bez pomaka ka definisanju

metodologije za procenu vrednosti kapitala ili imovine preduzeća za druge svrhe. Usvojeni zakoni i podzakonski akti su:

- Zakon o privatizaciji,
- Zakon o izmenama i dopunama zakona o privatizaciji,
- Zakon o Akcijskom fondu,
- Zakon o Agenciji za privatizaciju,
- Uredba o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom,
- Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine,
- Uredba o izmenama i dopunama uredbe o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine,
- Uredba o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom,
- Uredba o izmenama i dopunama uredbe o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom,
- Uredba o načinu izmirivanja javnih prihoda dospelih za plaćanje do kraja 2001. godine za subjekte koji se privatizuju metodom javne aukcije i metodom javnog tendera,
- Uputstvo o načinu primene metoda za procenu vrednosti kapitala i imovine i načinu iskazivanja procenjene vrednosti kapitala i drugi.

Zakon o privatizaciji (*videti [14]*) obavezuje da se postupak privatizacije sprovede najkasnije u roku od četiri godine, ili u suprotnom, privatizaciju konkretnog preduzeće sprovodiće Agencija za privatizaciju. Predviđena su dva modela privatizacije (*videti [4], strana 37*): prodaja kapitala (putem javnog tendera ili javne aukcije) i prenos kapitala bez naknade (prenos akcija zaposlenima i građanima). Svaki subjekt privatizacije, osim onih za koje je predviđen tenderski način prodaje, je u obavezi da izvrši procenu vrednosti kapitala u skladu sa metodologijom propisanom od strane Vlade Republike Srbije.

Od pomenute obaveze (*videti [8], član 14-16*) oslobođena su preduzeća koja su uradila procenu vrednosti kapitala po ranije važećem zakonu (ZoST) i metodologiji, i čija je procena verifikovana od strane Direkcije za procenu vrednosti kapitala, odnosno predata Direkciji do dana važenja prethodnog zakona. Da bi takva preduzeća ušla u proces privatizacije neophodno je da usklade rezultat procene sa novim datumom. Konkretno (*videti [6]*), uknjiženu procenjenu vrednost kapitala od dana dobijanja rešenja Direkcije, potrebno je korigovati tako što će se ukupna aktiva po bilansu umanjuje za iznos gubitka i ukupnih obaveza u pasivi bilansa. Merodavan datum za usklađivanje je dan izrade Programa privatizacije. Međutim, Agencija za privatizaciju je zadržala pravo da koriguje i ranije verifikovane procene ukoliko ustanovi da ta vrednost značajnije odstupa od cene koja bi se mogla postići na tržištu, što sve više postaje praksa.

Propisi u Republici Srbiji – Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine i Uputstvo o načinu primene metoda za procenu vrednosti kapitala i načinu iskazivanja procenjene vrednosti (*videti [7]*), definišu postupak procene tako što predviđaju četiri osnovne faze procene i to:

- a) priprema za procenu
- b) primena metode diskontovanih novčanih tokova
- c) primena metode likvidacione vrednosti
- d) donošenje zaključka o vrednosti kapitala.

Prva faza obuhvata izradu informacione osnove za procenu koja se sastoji od podataka o samom preduzeću, o grani u kojoj preduzeće posluje i o makroekonomskom okruženju u širem smislu. Takođe, polaznu osnovu za dalji rad predstavlja provera obuhvatnosti i realnosti bilansa stanja, kao i finansijska analiza poslovanja za period ne kraći od pet godina, urađena na bazi zvaničnih računovodstvenih izveštaja preduzeća. Naredne dve faze obuhvataju primenu propisanih metoda procene, uz respektovanje utvrđenih pretpostavki za njihovu primenu. Na kraju se daje mišljenje (*videti [4], strana 276*) o konačnoj vrednosti kapitala, gde postoje definisana pravila kojih se treba pridržavati, u smislu da li konačnu vrednost prikazati kao raspon vrednosti ili se utvrđuje jedinstven iznos, a sve u zavisnosti od svrhe procene.

O izvršenoj proceni vrednosti kapitala ili imovine sastavlja se izveštaj o proceni čiji su sastavni delovi osnovne informacije o preduzeću i grani, ključne pretpostavke uzete u razmatranje, kalkulacije po metodima i određivanje konačnog rezultata procene, a koji se dostavlja klijentu, uz precizno definisanu svrhu korišćenja ovog dokumenta.

Uputstvo za primenu metoda procene (*videti [7]*) obrazlaže svaku fazu detaljno, sa ciljem da se obezbedi adekvatna primena propisanih metoda procene i kontroliše kvalitet i sveobuhvatnost prilikom realizacije postupka procene.

Uputstvo i Uredba o metodologiji za procenu, kao i Uredba o izmenama i dopunama uredbe o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine (*videti [7], [8] i [9]*) nalažu da se vrednost kapitala subjekta privatizacije procenjuje primenom metoda korigovane knjigovodstvene vrednosti, pri čemu se utvrđuje osnovna KKV i donja i gornja granična KKV. Takođe se primenjuju (1) metod diskontovanja novčanih tokova i (2) metod likvidacione vrednosti. Pri tome stopu nerizičnog ulaganja i stopu rizika ulaganja u zemlju određuje Agencija. Takođe, obaveza je da se rezultat dobijen primenom metoda diskontovanog novčanog toka iskazuje kao interval vrednosti, tako što se diskontna stopa uvećava odnosno umanjuje za 5%, dok se metod likvidacione vrednosti primenjuje uz pretpostavku redovne likvidacije pravnog lica.

- Metod korigovane knjigovodstvene vrednosti-

Prema Uredbi o izmenama i dopunama uredbe o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine (*videti [9], član 3*) vrednost kapitala subjekta privatizacije procenjuje se primenom metoda korigovane knjigovodstvene vrednosti (metod KKV). Pri tome se utvrđuju osnovna KKV i donja i gornja granična KKV.

Osnovna KKV se utvrđuje tako što se ukupna aktiva umanjuje za iznos gubitka i iznos ukupnih obaveza (obaveze, odloženi revalorizacioni dobitak, dugoročna rezervisanja i pasivna vremenska razgraničenja), pri čemu se ukupna aktiva,

gubitak i ukupne obaveze utvrđuju na osnovu poslednjeg godišnjeg računa subjekta privatizacije. Subjekt privatizacije utvrđuje donju granicu raspona vrednosti kapitala tako što vrednost kapitala dobijenu kao osnovna KKV množi koeficijentom 0,5, dok za dobijanje gornje granice raspona kapitala tu istu vrednost množi koeficijentom 1.

Ukoliko je dobijena osnovna vrednost kapitala po ovom metodu negativna, odnosno ako Agencija za privatizaciju oceni da ta vrednost značajnije odstupa od vrednosti kapitala koja bi se mogla ostvariti prodajom na tržištu, Agencija može zahtevati procenu vrednosti kapitala primenom druga dva metoda propisana Uredbom.

Upravo ova novina u našoj procenjivačkoj praksi dodatno ukazuje na netržišni pristup pri definisanju metodologije o proceni vrednosti kapitala.

- Metod diskontovanog novčanog toka-

Prema propisima u Republici Srbiji (*videti* [8] i [9]) moguće je primeniti jedino metod diskontovanog novčanog toka kao varijantu prinosnog pristupa, pri čemu ovaj metod postaje relevantan pri utvrđivanju konačnog rezultata procene, samo onda kada se po likvidacionom metodu dobije manji iznos, a pri tome je Agencija za privatizaciju odbacila varijantu procene vrednosti kapitala metodom korigovane knjigovodstvene vrednosti. Naime osnovni metod procene po propisima našeg zakonodavstva je metod korigovane knjigovodstvene vrednosti. Ako nakon izvršene procene vrednosti kapitala metodom korigovane knjigovodstvene vrednosti, Agencija oceni da vrednost kapitala značajnije odstupa od vrednosti koja bi se mogla ostvariti na tržištu, može zahtevati da se procena vrednosti kapitala obavi primenom metoda diskontovanja novčanih tokova, odnosno metoda likvidacione vrednosti.

Metod diskontovanja budućih rezultata primenjuje se onda kada se budući rezultati mogu realno projektovati, bez uključivanja efekata inflacije. U primeni metoda diskontovanja budućih rezultata projektuju se prihodi za period koji je dovoljno dug da bi se stabilizovao nivo dobiti odnosno novčani tok, a koji ne može biti kraći od pet godina. Zatim se primenjuje metod diskontovanja budućih rezultata ili neto novčanog toka u cilju svođenja na sadašnju vrednost. Projekcija budućih rezultata uključuje i proračun tzv. terminalne ili rezidualne vrednost na bazi stabilizovanog neto novčanog toka u poslednjoj godini projekcije, i koja se takođe diskontuje na sadašnju vrednost. Na kraju, suma sadašnje vrednosti budućih rezultata odnosno neto novčanog toka i sadašnje rezidualne vrednosti predstavlja procenjenju vrednost kapitala.

Dve bitne pretpostavke moraju biti ispunjene da bi se primenio bilo koji metod u okviru prinosnog pristupa (*videti* [6]), a samim tim i metod diskontovanog novčanog toka. Prvo, da postoji mogućnost projekcije budućih rezultata uz razuman stepen verovatnoće da će se predviđanja ostvariti. Drugo, da postoje realna očekivanja da će projektovani rezultati zaista pratiti planiranu stopu rasta u budućem periodu. U slučaju da je poslovanje preduzeća nestabilno sa prisutnom neizvesnošću u pogledu projekcije budućih rezultata, tada je preporučljivo da se primene drugi pristup za procenu vrednosti.

Osnovna odstupanja u primeni metoda diskontovanja novčanih tokova u odnosu na praksu u razvijenim zemljama, ogledaju se u:

- a) načinu formiranja diskontne stope i
- b) ograničen izbor definicije novčanog toka.

U našoj praksi u oblasti procene, metod »zidanja« je obavezan za izračunavanje cene sopstvenog kapitala, sa unapred preciziranim parametrima koji limitiraju nivo rizika. Uz neznatne promene u terminologiji u odnosu na propise koji su važili do 2001. godine, aktuelna metodologija (*videti [8], član 6*) definiše sledeća tri nivoa rizika čijim sabiranjem dobijamo diskontnu stopu:

- 1) realna stopa prinosa na ulaganja bez rizika,
- 2) premija za rizik na ulaganje u subjekt privatizacije i
- 3) premija za rizik na ulaganje u Republiku Srbiju.

Stopa bez rizika, reprezentuje sigurno ulaganje koje se identifikuje sa kupovinom državnih obveznica, odnosno teorijski se vezuje za ulaganja koja pretpostavljaju nulti sistematski rizik. U praksi (*videti [2]*), ulaganja nultog sistematskog rizika ne postoje, ali se za svrhe procene, nerizična ulaganja najčešće povezuju sa kupovinom državnih obveznica, jer je u pitanju visoko likvidna i sigurna investicija, sa državnom garancijom, odnosno bankrotstvo države je jedina potencijalna pretnja. Prosečna realna stopa bez rizika u razvijenim zemljama (*videti [6]*), kreće se u intervalu od 1,3% do 5,9%. U skladu sa novom Uredbom (*videti [5]*), stopu bez rizika određuje republička institucija (Agencija), i to na šestomesečnom nivou. Agencija je za prvi period utvrdila realnu stopu prinosa na ulaganje bez rizika u visini od 4,5%, koja se još uvek koristi.

S obzirom da u Republici Srbiji ne postoje dugoročne državne hartije od vrednosti i da se cena ulaganja bez rizika ne može jasno definisati, kao osnovnu stopu rizika trebalo bi koristiti prosek ili medijanu kamata na nerizične obveznice evropskih zemalja, uključujući i zemlje u tranziciji. Razlike u rizicima ulaganja u pojedine zemlje treba obuhvatiti obračunom stope rizika ulaganja u konkretnu zemlju.

Osnovni deo diskontne stope, koji čine specifični rizici ulaganja u konkretno preduzeće, takođe su limitirani. Ova ograničenja, koje nameću zakonski propisi u našoj zemlji, odnose se na onemogućavanje procenjivača da diskontnu stopu formira u skladu sa realnim stepenom rizika, koristeći aktuelne tržišne informacije o stopi povraćaja za različita ulaganja, uključujući i poređenje sa granskim prosekom na svetskom tržištu.

Stopa rizika tj. premija za rizik ulaganja u preduzeće predstavlja nivo poslovnog i finansijskog rizika ulaganja u konkretno preduzeće određenog na bazi analiziranih specifičnih nivoa rizika. Ukupnu stopu rizika ulaganja u preduzeće prema našoj metodologiji procene određuje procenitelj, uzimajući u obzir pet osnovnih elemenata (*videti [8], član 7*), odnosno sabiranjem pojedinačnih stopa rizika za sledeće elemente:

- veličina subjekta
- kvalitet organizacije, rukovodstva i kadrova
- finansijski položaj,
- proizvodno-prodajni potencijal
- mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja.

Svaki element može generisati stopu rizika od najviše 5%, a ukupna stopa ne sme biti manja od 5%, odnosno maksimalna stopa rizika ulaganja u preduzeće može biti 25%. Na isti način se cena sopstvenog kapitala utvrđivala i po prethodno važećoj metodologiji, s tim što su ranije predmet ocene rizika ulaganja u preduzeće bili šest kriterijuma, sa maksimalnim vrednovanjem do 3%, odnosno ukupna stopa rizika ulaganja u preduzeće bila je ograničena na 18%.

U skladu sa Uredbom, kao što je navedeno, specifični nivoi rizika su sledeći (*videti [2]*):

- a) Veličina preduzeća. Osim same veličine preduzeća, potrebno je ispitati i konkurentski ambijent. Generalno, što je preduzeće manje veći je rizik, dok monopolski položaj minimizira uticaj konkurencije, odnosno rizik na ovom specifičnom nivou nije ni prisutan.
- b) Kvalitet organizacije, rukovodstva i kadrova. Ocenjuje se efikasnost organizacije, kompaktnost rukovodećeg tima, postojanje jasne strategije poslovanja, kadrovska struktura i sl. Smatra se da je rizik veći kod malih i novoosnovanih preduzeća, ili u slučajevima postojanja tzv. »nezamenljivih« stručnjaka, neadekvatne organizacione i kadrovske strukture.
- c) Finansijski položaj. Analizira se kompletna finansijska situacija u određenom periodu poslovanja, sa posebnim osvrtom na sledeće pokazatelje: nivo likvidnosti, visinu neto obrtnog fonda, postojanje kratkoročne i dugoročne ravnoteže, rentabilnost i strukturu poslovnog rezultata. Ukoliko preduzeće ima uspostavljenu dugoročnu finansijsku strukturu, potreban nivo trajnih obrtnih sredstava i nizak stepen zaduženosti, smatra se da je rizik ulaganja u takvo preduzeće minimalan. Pri tome je poželjno da bilansni podaci budu prethodno podvrgnuti proveru, bilo revizorskim pregledom ili jednostavnom logičkom analizom.
- d) Proizvodno-prodajni potencijal. Prilikom ispitivanja širine proizvodnog asortimana i geografske diversifikovanosti, treba uzeti u obzir i karakteristike proizvoda, mogućnost supstitucije, elasticitet tražnje za konkretnim proizvodom. Veći stepen diversifikovanosti umanjuje potencijalni rizik od negativnog poslovanja. Analizira se disperzija kupaca, karakteristike tražnje, što je dosta limitirano i prirodom delatnosti i proizvodnim asortimanom preduzeća. Manji broj kupaca uvećava rizik u ovom domenu jer je preduzeće u većem stepenu zavisno od solventnosti i likvidnosti tih kupaca.

- e) Mogućnost pouzdanog predviđanja poslovanja. Dugogodišnji prethodni period poslovanja ukazuje na (ne)stabilnost ostvarenih rezultata, posebno u odnosu na kretanja u grani i privredi u celini. Iako »starost« preduzeća bitno utiče na stepen pouzdanosti projektovanja budućih rezultata, značajan faktor predviđanja je situacija u okruženju i shodno tome, očekivani smer kretanja privrednih tokova. U slučaju dugogodišnjeg poslovanja rizik takođe može biti visok, ako se ima u vidu nepredvidljivost promena u okruženju.

Treća komponenta u formiranju cene sopstvenog kapitala je rizik zemlje ulaganja odnosno premija za rizik na ulaganje u Republiku Srbiju. Prema novoj Uredbi Agencija za privatizaciju određuje stopu ulaganja u zemlju na šestomesečnom nivou, i za prvi period (*videti [3]*) je definisana na nivou od 7%.

Prema tome, i realna stopa prinosa na ulaganja bez rizika i premija za rizik na ulaganje u Republiku Srbiju su utvrđene za period oktobar 2001. - april 2002. godine od strane Agencije za privatizaciju, ali se još uvek koriste bez uzimanja u obzir privrednu nestabilnost koja je velikim delom prouzrokovana i procesom privatizacije.

Sledeće odstupanje u primeni metoda diskontovanje novčanih tokova u odnosu na međunarodnu praksu i teoriju ogleda se u ograničenom izboru definicije novčanog toka. Po važećoj Uredbi i Uputstvu ostavljena je mogućnost primene isključivo definicije novčanog toka »nakon servisiranja dugova«, uz primenu diskontne stope kao cene sopstvenog kapitala. Međutim, veliki broj naših preduzeća ima nerešeno pitanje dugoročnog duga koji je inicijalno odobren u periodu pre sankcija UN prema našoj zemlji (maj 1991). Konkretno, takva preduzeća neće moći da pripreme Program privatizacije i uđu u proces privatizacije, sve dok se ne reše pitanja eventualnog refinansiranja i/ili delimičnog redukovanja obaveza prema stranim kreditorima.

- Metod likvidacione vrednosti-

Limitirajuće okolnosti prisutne su i kod primene troškovnog pristupa za procenu vrednosti kapitala, odnosno novi propisi (*videti [8], član 3*) predviđaju primenu samo metoda likvidacione vrednosti od mogućih varijantni troškovnog pristupa.

Procenjena vrednost kapitala po ovom metodu dobija se kao razlika između neto likvidacione vrednosti poslovnih sredstava i likvidacione vrednosti obaveze, koje uključuju i troškove likvidacije.

Metod likvidacione vrednosti (*videti [6]*), primenjuje se u situacijama kada preduzeće prestaje sa daljim poslovanjem ili je izrazito neprofitabilno, pa je nastavak poslovanja pod postojećim okolnostima doveden u pitanje. Zbog toga je potpuno neopravdano da se likvidacioni metod koristi za preduzeća koja posluju profitabilno, imaju prinostnu moć, tržište, mogućnosti za dalji razvoj, tradiciju u poslovanju i slično. Primena ovog metoda ima opravdanja kada zaista analize stanja i prinostne moći preduzeća jasno ukažu da ne postoje perspektive za dalji nastavak poslovanja, odnosno da preduzeće ne može izaći iz zone gubitka u relativno kratkom vremenskom periodu.

Dodatni nedostatak u primeni likvidacionog metoda nalazi se u nepotpunoj tehnici koja je propisana Uputstvom. Konkretno, ne uzimaju se u obzir prihodi koji bi se mogli ostvariti u periodu likvidacije i koji bi trebalo da se diskontuju na dan procene. Na isti način bi trebalo tretirati i realne troškove postupka likvidacije. Direktni i indirektni troškovi likvidacije nisu zanemarljiva stavka, a kod nas se do sada nisu uzimali u obzir u nekom realnom iznosu, niti postoje statistički podaci koji bi ukazali na približnu visinu ovih troškova.

Imajući u vidu slabu prinosnu moć velikog broja naših preduzeća kao posledica dugotrajne ekonomske blokade, nedostatka finansijskih sredstava i pada životnog standarda, rezultati dobijeni primenom metoda diskontovanog novčanog toka su najčešće višestruko niži od vrednosti dobijene metodom likvidacione vrednosti. Na taj način se mogu doneti pogrešni zaključci o tome da li zaista postoji opravdanost daljeg poslovanja, kao i o stvarnoj ceni koja bi se mogla postići likvidacijom i gašenjem preduzeća.

3. ZAKLJUČAK

Dodatno ograničenje koje dovodi u pitanje realnost dobijenog rezultata procene, a koje je regulisano zakonskim propisom nalaže da se utvrđuje interval vrednosti u postupku utvrđivanja zaključka o vrednosti ukupnog kapitala. Uzimajući u obzir da se u postupku procene mogu primeniti metod diskontovanog novčanog toka i metod likvidacione vrednosti, na formiranje konačnog intervala vrednosti, mogu uticati jedan ili oba metoda, u zavisnosti koliko iznose njihovi pojedinačni rezultati, naravno ukoliko zanemarimo metod korigovane knjigovodstvene vrednosti.

Donja i gornja granična vrednost dobijena primenom metode diskontovanog novčanog toka će biti prihvaćena kao finalni rezultat procene u slučaju da je donja granica po ovoj metodi veća ili jednaka likvidacionoj vrednosti. Suprotno, donju granicu konačnog intervala predstavljaće osnovna likvidaciona vrednost, ukoliko se ona nalazi između dobijenog intervala po metodi diskontovanog novčanog toka. U tom slučaju će gornja granica biti gornji granični iznos diskontovanog novčanog toka. I poslednja varijanta, predviđa situaciju u kojoj je likvidaciona vrednost veća ili jednaka gornjoj graničnoj vrednosti diskontovanog novčanog toka. Tada će donja granica konačnog intervala biti izračunata kao 80% osnovne likvidacione vrednosti, a gornja granica intervala u nivou od 120% osnovne likvidacione vrednosti.

Takođe, treba napomenuti da istovremena primena metoda diskontovanog novčanog toka i metode likvidacione vrednosti nije metodološki adekvatan pristup. Naime, za profitabilno i tržišno orjentisano preduzeće koje posluje po »going concern« pristupu odgovarajući metod procene ne može biti likvidacioni metod koji polazi od pretpostavke prestanka rada privrednog subjekta. S druge strane, ukoliko je prinosna snaga preduzeća nedovoljana za nastavak poslovanja, tada je uobičajeno da se testira i potencijalna likvidaciona vrednost, ali uzimajući u obzir sve relevantne činjenice i metodološka pravila. S obzirom da je postupak izračunavanja likvidacione vrednosti kapitala nepotpuno definisan Uredbom i Uputstvom, postoji opasnost da će konačan rezultat po ovoj

metodi biti daleko veći nego što bi se u stvarnom procesu likvidacije moglo ostvariti.

I pored svih navedenih nedostataka propisane metodologije za procenu vrednosti kapitala i imovine, ne zaboravimo neka dodatna pitanja, a u vezi sa procenom vrednosti, koja su pravno regulisana Uredbama koje prate pomenute Zakone. Tako, Uredbom o načinu izmirivanja javnih prihoda dospelih za plaćanja do kraja 2001. godine za subjekte koji se privatizuju metodom javne aukcije i metodom javnog tendera («Sl. Glasnik RS» 91/02) koja je stupila na snagu 28.12.2002. godine (*videti [12]*), uređuje se način izmirivanja obaveza po osnovu javnih prihoda dospelih za plaćanje do kraja 2001. godine, sa pripadajućom obračunatom, a ne naplaćenom kamatom. U skladu sa Uredbom obaveze po osnovu javnih prihoda koje su dospele za plaćanje do kraja 2001. godine izmiruju se iz privatizacionih prihoda.

Obavezama po osnovu javnih prihoda subjekta privatizacije smatraju se:

- akcize i porez na promet
- porezi, doprinosi za obavezno socijalno osiguranje i drugi javni prihodi koji se obračunavaju i plaćaju po osnovu zarada
- naknade za korišćenje gradskog građevinskog zemljišta, lokalne komunalne takse čiju naplatu vrše nadležni poreski organi u Republici Srbiji
- obaveze prema Republičkoj direkciji za robne rezerve
- ostali javni prihodi

Po dostavljenoj odluci Agencije za privatizaciju o metodu privatizacije preduzeća, nadležni poreski organ, odnosno organizacija čiji se prihodi izmiruju, u roku od 10 dana utvrđuje iznos obaveza i ukida zabranu raspolaganja sredstvima sa računa pravnih lica po osnovu utvrđenih obaveza. Ovakvo rešenje predstavlja novinu u odnosu na prethodnu uredbu sa direktnim uticajem na povećanje procenjene vrednosti. Naime, procenjivač je u obavezi da ukupnu procenjenu vrednost kapitala uveća za iznos ovih obaveza po zapisniku nadležnog poreskog organa koji sadrži obračun ukupnog duga na dan 31.12.2001. godine i kamate do dana donošenja odluke Agencije za privatizaciju o metodu privatizacije preduzeća.

Opisan postupak je moguće primeniti i pri regulisanju obaveza preduzeća odnosno subjekta privatizacije prema bankama u stečaju, a u skladu sa Uredbom o načinu i uslovima za izmirivanje obaveza određenih pravnih lica prema bankama u stečaju čiji je stečajni upravnik Agencija za osiguranje depozita, sanaciju, stečaj i likvidaciju (*videti [13]*). U skladu sa ovom uredbom Agencija za privatizaciju podnosi zahtev za usaglašavanjem stanja i obaveza Agenciji za sanaciju. Obavezama, u ovoj uredbi, smatraju se neizmirene obaveze subjekta privatizacije dospele do dana stupanja na snagu ove uredbe, sa pripadajućom obračunatom kamatom, a u skladu sa ovom uredbom takođe se izmiruju iz privatizacionih prihoda. Uz obrazloženje "zaštita budućeg kupca", država je propisivanjem ovih uredbi sasvim sigurno obezbedila naplatu ovih sredstava.

LITERATURA

1. Fishman, Jay E., Guide to Business Valuations, Texas USA, Practitioners Publishing, 1999.
2. Leko Vera, Poznanić Vladimir, Vlahović Aleksandar, Procena vrednosti kapitala, metodologija i primeri, Ekonomski institut, Beograd, 1997.
3. Premija za rizik na ulaganje u SRJ za period oktobar 2000 – april 2001, Sl. glasnik RS br. 60/2001
4. Radović-Janković Branka, Priručnik za privatizaciju preduzeća u Republici Srbiji: privatizacija-pravni okvir sa komentarom zakonskih propisa, Beograd, CES MECON, 2001
5. Realna stopa prinosa na ulaganje bez rizika za period oktobar 2001 - april 2002, Sl. Glasnik br. 60/2001
6. Stefanović Vesna: Pravna regulativa za procenu vrednosti kapitala – komparativna analiza, magistarska teza, Ekonomski fakultet, Beograd, 2002.
7. Uputstvo o načinu primene metoda za procenu vrednosti kapitala i načinu iskazivanja procenjene vrednosti, "Službeni glasnik RS" br. 51/97 i "Službeni glasnik RS" br. 57/01.
8. Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine, "Službeni glasnik RS", broj 38/2001.
9. Uredba o izmenama i dopunama uredbe o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine, "Službeni glasnik RS", broj 45/01, član 3.
10. Uredba o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom, Sl. Glasnik RS, br. 45/2001.
11. Uredba o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom, Sl. Glasnik RS, br. 45/2001.
12. Uredba o načinu izmirivanja javnih prihoda dospelih za plaćanje do kraja 2001. godine za subjekte koji se privatizuju metodom javne aukcije i metodom javnog tendera, Sl. Glasnik RS, br. 91/2001.
13. Uredba o načinu i uslovima za izmirivanje obaveza određenih pravnih lica prema bankama u stečaju čiji je stečajni upravnik Agencija za osiguranje depozita, sanaciju, stečaj i likvidaciju
14. Zakon o privatizaciji, Sl. Glasnik RS, br. 38/2001.
15. Zakon o izmenama i dopunama zakona o privatizaciji, Sl. Glasnik RS, br. 18/2003
16. Zakon o Akcijskom fondu, Sl. Glasnik RS, br. 38/2001.
17. Zakon o Agenciji za privatizaciju, Sl. Glasnik RS, br. 38/2001.