

UDK 330.1:005.9

PREGLEDNI RAD

DOI: 10.7251/FIN1802029R

Tajana Serdar Raković*

Osnova vrijednosti kao značajan element procjene vrijednosti

Base of value as an important element of valuation

Rezime

Procjena vrijednosti je suočena s neprestanim preispitivanjem suštine vrijednosti i novim dilemama po pitanju načina procjene. Međunarodni standardi vrednovanja odnose se na konzistentno i transparentno sprovođenje zadataka procjene radi harmonizacije standarda između država, te promovisanja njihovog prihvatanja u cijelom svijetu. Brojna otvorena pitanja, polemike i nedoumice koje je Međunarodni savjet za standarde vrednovanja razmatrao, rezultirala su izdavanjem unaprijeđenih Međunarodnih standarda vrednovanja (MSV) radi rješavanja problema u praksi procjene, te preciznijeg definisanja i obuhvata pojedinih osnova vrijednosti. Osnove vrijednosti u novoj verziji MSV obrađuju se u samo jednom standardu – MSV 104, što olakšava korišćenje Standarda i odlučivanje o primjeni osnova vrijednosti. MSV 104 neuporedivo je širi po obuhvatu i precizniji u određivanju pojedinih kategorija, te uvodi sasvim nove osnove kojih nije bilo u prethodnim verzijama MSV. MSV definišu sljedeće osnove vrijednosti: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost, likvidaciona vrijednost (definisane osnove vrijednosti), te fer tržišna vrijednost i fer vrijednost (druge osnove vrijednosti). Posebno interesantno i značajno je određivanje definicija, primjene i obuhvata najšire korišćenih osnova, na relaciji: tržišna vrijednost – fer vrijednost – fer tržišna vrijednost.

Ključne riječi: Međunarodni standardi vrednovanja, osnove vrijednosti, procjena vrijednosti, tržišna vrijednost, fer vrijednost, fer tržišna vrijednost

Abstract

The valuation is confronted with constant reassessment of the company value essence and new dilemmas regarding the methods of valuation. International valuation standards are related to consistent and transparent implementation of valuation tasks in order to harmonize standards between countries and promote their worldwide acceptance. Numerous open questions, polemics and concerns considered by International Valuation Standards Council, resulted in reissuing improved International Valuation Standards (IVS) to resolve problems in valuation practice and give more precise definition and coverage of individual bases of value. Bases of value in new version of IVS are processed in only one standard - IVS 104, which makes it easier to use the Standards and to decide on implementation of bases of value. IVS 104 is incomparably wider in coverage and more precise in determining of certain categories, and introduces completely new bases of value that did not exist in previous versions of IVS. IVS define the following bases of value: market value, market rent, equitable value, investment value, synergistic value, liquidation value (Defined bases of value), fair market value and fair value (Other bases of value). It is specially interesting and important to determine the definitions, implementation and the coverage of the most widely used bases of value in relation: market value market - fair value - fair market value.

Keywords: International valuation standards, bases of value, valuation, market value, fair value, fair market value.

* Ekonomski fakultet Univerziteta u Banjoj Luci, tajana.serdar-rakovic@ef.unibl.org

UVOD

Savremeni uslovi poslovanja, globalizacija i rastuća otvorenost svjetske privrede nameću dodatne probleme u traženju odgovora na pitanje šta određuje vrijednost i kako tu vrijednost utvrditi. Subjektivno stanovište vrijednosti koje preovladava u savremenoj literaturi podrazumijeva da ne postoji jedna apsolutno tačna ili prava vrijednost, pri čemu na vrijednost mogu da utiču i ekonomski uslovi koji se kontinuirano i brzo mijenjaju, primjera radi, posljedice finansijske i ekonomske krize. Procjene vrijednosti se naširoko koriste i na njih se oslanjaju korisnici na finansijskim i drugim tržištima, bilo zbog donošenja poslovnih odluka, uključivanja u finansijske izvještaje, usklađenosti s propisima ili zbog podrške obezbijeđenim zajmovima i transakcionoj aktivnosti. Radi rješavanja problema vezanih sa procjenom i ujednačavanja pravila i principa stručne prakse procjene vrijednosti u svijetu, Međunarodni savjet za standarde vrednovanja (International Valuation Standards Council) formulisao je Međunarodne standarde vrednovanja – MSV (International Valuation Standards). Međunarodni standardi vrednovanja su standardi za sprovođenje zadataka procjene korišćenjem opšteprihvaćenih koncepata i principa koji promovišu harmonizaciju, transparentnost i konzistentnost u procjenjivačkoj praksi. Jedinstveni standardi, sa jedne strane, olakšavaju međunarodne transakcije i doprinose rastu međunarodnih tržišta, a sa druge strane služe kao smjernice za procjenjivače, omogućavajući pouzdanu procjenu i ispunjavanje zahtjeva finansijskog izvještavanja.

Kao veoma značajan dio Međunarodnih standarda vrednovanja nameću se osnove (koncepti ili standardi) vrijednosti (eng. Bases of Value). Osnove vrijednosti predstavljaju pretpostavke na kojima će se zasnivati izvještavana vrijednost u procjeni i neizostavan su dio svake procjene. Osnove vrijednosti vezane su sa svrhom procjene vrijednosti, utiču na pristupe i metode procjene i konačan ishod procjene vrijednosti. U dosadašnjim MSV postojala su određena otvorena pitanja i nedoumice, naročito u vezi sa definisanjem i primjenom osnova vrijednosti. Posebno nedorečena bila je fer vrijednost i njen odnos sa tržišnom vrijednošću kao preporučenom osnovom za procjene vrijednosti u tržišnim ekonomijama. Iz tih razloga, nakon niza razmatranja i analiziranja prikupljenih mišljenja članica i korisnika MSV, 15. 12. 2016. godine odobreni su novi Međunarodni standardi vrednovanja. Između ostalog, cilj novih MSV jeste rješavanje problema koji su se javljali u praksi i preciznije formulisanje definicija i opsega primjene pojedinih osnova vrijednosti. Kako bi članice Međunarodnog savjeta za standarde vrednovanja imale vremena da se prilagode novim zahtjevima Standarda, efektivni datum primjene ostavljen je za 01. 07. 2017. godine.

Novi MSV imaju sasvim drugačiji pristup i strukturu. Prethodne verzije MSV bile su uopštene i imale manji broj standarda, dok se u novoj jasno razgraničilo na šta se odnosi koji standard, koji su sada znatno konkretniji i užeg obuhvata. Osnove vrijednosti su se obrađivale u MSV 1 i MSV 2 u izdanju iz 2007. godine, te u Okviru MSV u izdanju MSV iz 2011. Osnove vrijednosti u MSV 2011 ostale su iste kao i u MSV 2007: tržišna vrijednost, fer vrijednost, specijalna vrijednost, investiciona vrijednost i sinergijska vrijednost. Nije bilo značajnih izmjena kada je riječ o osnovama vrijednosti u ova dva prijašnja izdanja MSV, osim što su u MSV 2011 osnove vrijednosti obrađivane u Okviru MSV (dakle, nisu ni bile predmet posebnog

standarda). Za razliku od toga, u novoj verziji MSV iz 2017. osnove vrijednosti se prvi put obrađuju u jednom zasebnom standardu (MSV 104), što olakšava snalaženje u standardima i odlučivanje korisnika o primjeni osnove vrijednosti. MSV 104 neuporedivo je širi po obuhvatu i precizniji u definisanju pojedinih kategorija, te uvodi sasvim nove osnove kojih nije bilo u prethodnim verzijama MSV. MSV sada obrađuju sljedeće osnove vrijednosti: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost i likvidaciona vrijednost (definisane osnove vrijednosti). Pored toga, posebno se analiziraju fer tržišna vrijednost i fer vrijednost koje su određene kao druge osnove vrijednosti. Tržišna vrijednost preporučuje se prema MSV kao osnovni standard kod procjene vrijednosti. Međutim, u slučajevima kada Standardi nalažu primjenu fer vrijednosti potrebna je kontinuirana procjena vrijednosti imovine ili obaveza, što spada u nadležnost profesionalnih procjenjivača. Ako je tržište aktivno, fer vrijednost za svrhe finansijskog izvještavanja biće generalno kompatibilna sa sadržinom tržišne vrijednosti iz MSV. Ukoliko se ne može utvrditi tržišna vrijednost u uslovima neaktivnog tržišta, za potrebe procjene vrijednosti koriste se druge osnove vrijednosti iz MSV.

Rad se zasniva na osnovama vrijednosti kao dijelu Međunarodnih standarda vrednovanja i veoma značajnom elementu svake procjene vrijednosti. Vršiti se uporedna analiza osnova vrijednosti u prijašnjim i sadašnjim MSV i detaljno obrađuje svaka od osnova vrijednosti. Poseban osvrt dat je na tek uvedene osnove vrijednosti, druge osnove vrijednosti i razgraničavanje pojma tržišne, fer tržišne i fer vrijednosti, koje su do sada izazivale najviše polemika i različitih tumačenja. Pored toga, analiziraju se premise vrijednosti prema pretpostavljenoj upotrebi i dodatne osnove vrijednosti koje nisu definisane u MSV. Na kraju rada data su zaključna razmatranja i pregled literature.

1. OSNOVE VRIJEDNOSTI

Procjena vrijednosti predstavlja utvrđivanje najviše vrijednosti za kupca i najniže vrijednosti za prodavca. Prije pristupanja procjeni potrebno je ne samo navesti šta je predmet procjene, već tačno definisati i osnove vrijednosti koje će se koristiti u procjeni. Najčešće greške koje se tiču procjene vezane su za izostavljanje definisanja standarda odnosno osnova na kojima se procjena zasniva. Različita shvatanja vrijednosti upućuju na postojanje različitih osnova vrijednosti koje se primjenjuju u procjenama. Metodologija i rezultati procjene vrijednosti podliježu preispitivanjima i osporavanjima, te stoga procjena mora da bude utemeljena na Međunarodnim standardima procjene, opšteprihvaćenim osnovama i metodološkim pristupima.

Osnove vrijednosti (nazivaju se i konceptima ili standardima vrijednosti), opisuju osnovne premise na kojima će se zasnivati izvještavana vrijednost. Ključno je da osnova (ili osnove) vrijednosti odgovaraju uslovima i svrsi zadatka procjene, budući da osnova vrijednosti utiče na ili diktira procjenjivačev izbor metoda, inputa i pretpostavki, i konačno mišljenje o vrijednosti. Novi MSV definišu sljedeće osnove vrijednosti: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost, likvidaciona vrijednost, fer tržišna vrijednost i fer vrijednost.

Tabela 1: Osnove vrijednosti prema prijašnjim i novim MSV

Prijašnja verzija MSV (2007)		Prijašnja verzija MSV (2011)		Nova verzija MSV (2017)	
MSV 1	Tržišna vrijednost	Okvir MSV	Tržišna vrijednost	MSV 104: Definisane osnovne vrijednosti	Tržišna vrijednost
MSV 2	Fer vrijednost		Fer vrijednost		Tržišna renta
	Specijalna vrijednost – poseban kupac		Specijalna vrijednost		Pravedna vrijednost
	Investiciona vrijednost		Investiciona vrijednost		Investiciona vrijednost
	Sinergijska vrijednost		Sinergijska vrijednost		Sinergijska vrijednost
					Likvidaciona
				Druge osnove vrijednosti (neiscrpljena lista):	MSV 104: Druge osnove vrijednosti
				Fer vrijednost (Međunarodni standardi finansijskog izvještavanja)	
				Fer tržišna vrijednost (OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj)	
				Fer tržišna vrijednost (Služba internih prihoda Sjedinjenih Američkih Država)	
			Fer vrijednost (pravna/zakonodavna) Model zakona o poslovnim korporacijama, Kanadska sudska praksa (Manning v Haris Steel Group Inc.).		
			Premise vrijednosti – Pretpostavljena upotreba	MSV 104: Premise vrijednosti	
			Premise vrijednosti – Najveća i najbolja upotreba		
			Premise vrijednosti – Tekuća upotreba/ Postojeća upotreba		
			Premise vrijednosti – Redovna likvidacija		
			Premise vrijednosti – Prinudna prodaja		

Izvor: Međunarodni standardi vrednovanja, 2007, 2011. i 2017.

Novi MSV, kako se može uočiti, dijele osnove vrijednosti na definisane i druge osnove vrijednosti. Takođe, MSV sada definišu mnogo veći broj osnova vrijednosti i uvode precizne kategorije premisa vrijednosti u MSV, čime se rješavaju nedoumice u pogledu definicija i obuhvata pojedinih osnova vrijednosti, naročito fer vrijednosti i fer tržišne vrijednosti. Kod prijašnje definicije i obuhvata fer vrijednosti kao osnove postojali su znatni i mnogobrojni nedostaci i nedorečenosti, što je u velikoj mjeri poboljšano novim rješenjima u MSV 2017. Ovakva klasifikacija i detaljna razrada osnova vrijednosti je najveća razlika u odnosu na prijašnje MSV, kao i veliki doprinos novih Standarda procjenjivačkoj praksi. Iako je struktura novih MSV izmijenjena u mnogo čemu, suštinski se najveća promjena odnosi na područje osnova vrijednosti, njihovu definiciju i primjenu.

1.1. Definisane osnove vrijednosti – MSV 104

1.1.1. Tržišna vrijednost

Tržišna vrijednost je široko prihvaćena i najčešće zahtijevana osnova vrijednosti od strane Standarda vrednovanja, sudova, mnogih kontrolnih i regulatornih agencija u svijetu. MSV navode da je tržišna vrijednost najprikladnija osnova vrijednosti koja obuhvata niz primjena. Prije uvođenja novih MSV, u Evropi se koristio pojam tržišna vrijednost, dok se u SAD češće susretao izraz fer tržišna vrijednost¹, kao sinonim. Da bi se riješile nedoumice u definiciji na relaciji: tržišna vrijednost – fer tržišna vrijednost, MSV 2017 potpuno odvajaju ove dvije definicije. Odvojen obuhvat tržišne i fer tržišne vrijednosti koje su do sada posmatrane kao ista vrijednost, jedna je od najznačajnijih izmjena u novim standardima.

¹ MSV 2007, u dijelu Osnovni koncepti opšteprihvaćenih principa procjene: 5. Tržišna vrijednost navode: „U nekim državama, pravni termin fer tržišna vrijednost koristi se kao sinonim za termin tržišna vrijednost“ (paragraf 5.5)

Definicija tržišne vrijednosti prema Međunarodnim standardima vrednovanja (2017) glasi: „Tržišna vrijednost je procijenjeni iznos za koji bi se imovina ili obaveze trebale razmijeniti na dan procjene između voljnog kupca i voljnog prodavca u nezavisnoj transakciji nakon odgovarajućeg oglašavanja, kada su obje strane upućene, djeluju oprezno i bez prinude.“ U odnosu na MSV 2007, dodata je odrednica obaveze koja se prije nije pominjala, što je velika promjena. Time se postiže veća usaglašenost između tržišne vrijednosti i fer vrijednosti prema MSFI. „Procijenjeni iznos“ odnosi se na cijenu izraženu kroz novac koji se plaća za sredstvo u nepristrasnoj tržišnoj transakciji. Tržišna vrijednost je najvjerovatnija cijena koja se razumno može postići na tržištu na datum procjene, u skladu sa definicijom tržišne vrijednosti. To je najbolja cijena koju prodavac razumno može da postigne i najpovoljnija cijena koju kupac može razumno da dobije. Ova procjena konkretno isključuje procijenjenu cijenu korigovanu za inflaciju ili deflaciju u posebnim uslovima ili okolnostima kao što su: atipično finansiranje, prodaja i lizing aranžmani, posebna razmatranja ili koncesije koje odobrava bilo ko povezan sa prodajom ili bilo koji element vrijednosti dostupan samo specifičnom vlasniku ili kupcu (MSV, 2017, paragraf 30.2, a).

U većini slučajeva pojmovi „voljnog kupca“ i „voljnog prodavca“ odnose se na hipotetičke osobe, a ne na konkretnog (pojedinačnog) kupca ili prodavca. Osnova tržišne vrijednosti pretpostavlja cijenu za koju se pregovara na otvorenom i konkurentnom tržištu na kom učesnici djeluju slobodno. Tržišna vrijednost sredstva odražavaće njegovu najveću i najbolju upotrebu (MSV 2017, paragraf 30.4, vidjeti 140.1–140.5). Najveća i najbolja upotreba je upotreba sredstva koja maksimizira njegove potencijale kada je to moguće, zakonski dozvoljeno i finansijski izvodljivo.

Priroda i izvori inputa procjene moraju biti konzistentni sa osnovama vrijednosti, koje zauzvat moraju da budu u vezi sa svrhom procjene. Npr., razni pristupi i metode procjene mogu da se koriste da bi se došlo do mišljenja o vrijednosti sve dok oni koriste tržišno izvedene podatke. Tržišni pristup će, po definiciji, koristiti tržišno izvedene inpute. Da bi ukazao na tržišnu vrijednost, prinosni pristup treba da se primijeni koristeći inpute i pretpostavke koje su usvojili učesnici na tržištu. Kako bi se ukazalo na tržišnu vrijednost korišćenjem troškovnog pristupa, trošak sredstva jednake korisnosti i odgovarajuće obezvređenje treba da budu determinisani analizom tržišno zasnovanih troškova i obezvređenja. Dostupni podaci i okolnosti koje se tiču tržišta za procjenjivano sredstvo moraju determinisati koja metoda ili metode procjene su najrelevantnije i odgovarajuće. Ako su zasnovani na odgovarajuće analiziranim tržišno izvedenim podacima, svaki korišćeni pristup i metoda treba da obezbijede indikaciju tržišne vrijednosti (MSV 2017, paragrafi 30.5 i 30.6).

U SAD se za procjenu vrijednosti nekretnina kao standard vrijednosti koristi tržišna vrijednost. Ekonomska kao i pravna definicija su usvojene i prečišćene, pri čemu sadašnja ekonomska definicija tržišne vrijednosti američke Fondacije za procjenu vrijednosti glasi: „To je najvjerovatnija cijena po kojoj će se imovina iznijeti na konkurentno i otvoreno tržište uz sve uslove neophodne za fer trgovinu, pri čemu se kupac i prodavac ponašaju razborito i obaviješteno, pod pretpostavkom da cijena nije izvještačena neprikladnim podsticajima.“ (The Appraisal Foundation, 2014–2015). Suština definicije je da se trgovina vezuje za specifičan datum i da pritom vlasništvo prelazi sa prodavca na kupca pod sljedećim uslovima (Pratt, 2008, p. 42):

- kupac i prodavac su tipično motivisani;
- obje strane su dobro informisane, obaviještene i ponašaju se u skladu sa svojim najboljim interesom;
- omogućeno je razumno vrijeme za izlazak na otvoreno tržište;
- plaćanja se vrše gotovinski ili preko finansijskih aranžmana u domaćoj valuti;
- cijena je vezana za uobičajeni postupak prodaje imovine koja

nije obuhvaćena specijalnim ili kreativnim finansiranjem ili prodajnim ustupcima od strane bilo koje osobe uključene u prodaju.

Procjenivači i drugi stručnjaci uključeni u procjenu mogu biti učesnici u postupku pred Sudom i stoga se upozoravaju da koriste tačne pravne definicije tržišne vrijednosti koje se primjenjuju u sudovima pod čijom jurisdikcijom se nalaze predmeti njihove konkretne procjene. Najistaknutija promjena u definiciji u odnosu na definicije tržišne vrijednosti koje su bile široko prihvaćene u ranijim godinama je zamjena pojma najviša cijena pojmom najvjerovatnija cijena.

1.1.2. Tržišna renta

Tržišna renta je nova osnova vrijednosti koja se pojavljuje u MSV iz 2017. To je procijenjeni iznos za koji se interes vezan za nekretnine treba izdati u zakup na dan procjene između voljnog zakupodavca i zakupoprimca po odgovarajućim uslovima zakupa u nepristrasnoj transakciji, nakon odgovarajućeg oglašavanja, i gdje su obje strane djelovale upućeno, oprezno i bez prinude. „Odgovarajući uslovi zakupa“ su uslovi koji bi tipično bili dogovoreni na tržištu za datu vrstu imovine na dan procjene između tržišnih učesnika. Tržišna renta može biti korišćena kao osnova vrijednosti kada se procjenjuje zakup ili interes kreiran u zakupu. U takvim slučajevima, neophodno je razmotriti ugovorenu rentu (renta koja se plaća pod uslovima stvarnog zakupa) i, kada je ona različita, tržišnu rentu.

Konceptualni okvir koji podržava definiciju tržišne vrijednosti može biti primijenjen da bi se pomoglo interpretaciji tržišne rente. Konkretno, procijenjeni iznos isključuje rentu korigovanu za inflaciju ili deflaciju u posebnim uslovima, razmatranjima ili koncesijama. U nekim okolnostima tržišna renta može da bude procijenjena na osnovu uslova postojećeg zakupa. U izračunavanju tržišne rente, procjenjivač mora razmotriti sljedeće (MSV 2017, paragraf 40.6):

- (a) U vezi sa tržišnom rentom koja je predmet zakupa, uslovi i kriterijumi tog zakupa su odgovarajući uslovi zakupa ukoliko dati uslovi i kriterijumi nisu ilegalni ili suprotni sveobuhvatnom zakonodavstvu, i
- (b) U vezi sa tržišnom rentom koja nije predmet zakupa, pretpostavljeni uslovi i kriterijumi su uslovi nominalnog zakupa koji bi tipično bio dogovoren na tržištu za tu vrstu imovine na datum procjene između tržišnih učesnika.

Tržišna renta kao osnova uvedena je da bi se napravila razlika u odnosu na tržišnu vrijednost, odnosno da se definiše posebna osnova kod procjene zakupa odnosno nekretnina izdatih u zakup, imajući u vidu razliku između interesa vezanog za zakup i vlasništva nad sredstvima/nekretninama.

1.1.3. Pravedna vrijednost

Pravedna vrijednost (eng. Equitable value) je procijenjena cijena razmjene sredstva ili obaveze između identifikovanih obaviještenih i voljnih strana, koja odražava respektivne interese tih strana. Pravedna vrijednost zahtijeva procjenu cijene koja je fer između dvije specifične, identifikovane strane s obzirom na respektivne prednosti ili nedostatke koje će svaka strana imati iz transakcije. Suprotno tome, tržišna vrijednost zahtijeva da se uopšteno zanemare bilo koje prednosti ili nedostaci koji ne bi bili dostupni ili izazvani od strane tržišnih učesnika.

Pravedna vrijednost je šira osnova od tržišne vrijednosti. Iako će u mnogim slučajevima cijena koja je fer između dvije strane biti izjednačena sa onom ostvarivom na tržištu, postojaće slučajevi gdje će procjena pravedne vrijednosti uobziriti pitanja koja su bila zanemarena u procjeni tržišne vrijednosti, kao što su određeni elementi sinergijske vrijednosti proistekli iz kombinacije interesa. Primjeri upotrebe pravedne vrijednosti uključuju (MSV, 2017, paragraf 50.4):

- (a) Određivanje cijene koja je pravedna za akcionarsko društvo koje ne kotira na berzi, gdje vlasništva dvije specifične strane mogu

da znače da je cijena koja je pravedna između njih različita od cijene koja može biti ostvariva na tržištu, i

- (b) Određivanje cijene koja bi bila pravedna između zakupodavca i zakupoprimca, bilo za trajni transfer iznajmljenog sredstva ili za otkazivanje obaveze zakupa.

Pravedna vrijednost je nova osnova vrijednosti, uvedena u MSV 2017. Dijelom zamjenjuje specijalnu vrijednost kao osnovu, ali ima mnogo sličnosti sa fer vrijednošću u prijašnjim standardima. Pravedna vrijednost u MSV mijenja fer vrijednost za potrebe procjene vrijednosti preduzeća koja se koristi u SAD.

1.1.4. Investiciona vrijednost

Investiciona vrijednost je vrijednost sredstva za određenog vlasnika ili mogućeg vlasnika za individualnu investiciju ili operativne ciljeve (MSV, 2017, paragraf 60.1). Investiciona vrijednost je specifična vrijednost ulaganja određenog investitora ili grupe investitora zasnovana na individualnim investicionim zahtjevima i razlikuje se od tržišne vrijednosti koja je impersonalna i nezavisna (The Appraisal Foundation, 2014–2015).

Investiciona vrijednost je osnova vrijednosti specifična za entitet, tj. odražava koristi entiteta proistekle iz držanja sredstva i time ne uključuje pretpostavljenu razmjenu. Ista definicija koristi se pri procjeni vrijednosti nekretnina i procjeni vrijednosti preduzeća. Investiciona vrijednost odražava subjektivni odnos između određenog investitora i date investicije. Često se koristi za mjerenje investicionih performansi. Ako su zahtjevi investitora tipični za tržište, investiciona vrijednost biće jednaka tržišnoj vrijednosti. Nepodudarnost između investicione vrijednosti jednog specifičnog ili potencijalnog investitora i tržišne vrijednosti ima više uzroka: razlike u procjeni buduće zarađivačke moći, razlike u percepciji stepena rizika i očekivane stope prinosa, razlike u troškovima finansiranja i poreskom statusu, te sinergija sa drugim vlasničkim ili kontrolisanim operacijama (Pratt, 2008, p. 44).

Procjena investicione vrijednosti i njeno poređenje sa tržišnom vrijednošću služi kao kriterijum pri donošenju odluka o kupoprodaji preduzeća. Ukoliko investiciona vrijednost za postojećeg vlasnika nadilazi tržišnu vrijednost, racionalna odluka bila bi da se prodaja odgodi dok se ne pronađe kupac koji će biti spreman da plati investicionu vrijednost koja je viša od usaglašene vrijednosti šire grupe tipičnih kupaca. Iako je investiciona vrijednost zasnovana na pojedinačnim zahtjevima, ona nije u potpunosti odvojena od tržišne vrijednosti. Naime, potezi velikog broja pojedinačnih investitora u završnici će voditi ka ujednačavanju ponude i tražnje uspostavljanjem ravnotežne tržišne cijene koja predstavlja usaglašenu vrijednost svih investitora ili tržišnu vrijednost.

1.1.5. Sinergijska vrijednost

Sinergijska vrijednost je rezultat kombinacije dva ili više sredstava ili interesa, gdje je kombinovana vrijednost veća od zbira vrijednosti pojedinačnih interesa (MSV, 2017, paragraf 70.1). Ako su sinergije dostupne samo za specifičnog kupca, onda će se sinergijska vrijednost razlikovati od tržišne vrijednosti, jer će sinergijska vrijednost odražavati određena svojstva sredstva koja imaju vrijednost samo za specifičnog kupca. Dodata vrijednost iznad zbira respektivnih interesa često se naziva „vrijednost braka“.

1.1.6. Likvidaciona vrijednost

Likvidaciona vrijednost je iznos koji bi bio realizovan kada bi se sredstvo ili grupa sredstava prodala pojedinačno. Likvidaciona vrijednost treba uzeti u obzir troškove dovođenja sredstva u prodajno stanje, kao i troškove aktivnosti odgađanja. Likvidaciona vrijednost se može odrediti na temelju dvije različite premise vrijednosti: redovne transakcije sa tipičnim periodom oglašavanja ili prinudne transakcije sa skraćenim periodom oglašavanja (MSV 2017, paragraf 80.1).

1.1.7. Specijalna vrijednost

Specijalna vrijednost predstavlja osnovu vrijednosti koja odražava konkretne karakteristike određene imovine koja ima vrijednost samo za posebnog kupca. Ova osnova vrijednosti susreće se u staroj verziji MSV. Specijalna vrijednost je veća od tržišne vrijednosti, imajući u vidu da određene karakteristike sredstva (ekonomske, pravne, fizičke, geografske) čine to sredstvo privlačnijim za određenog kupca ili jednu grupu kupaca na tržištu. Poseban kupac u ovom smislu je kupac za koga određena sredstva imaju specijalnu vrijednost zbog prednosti koje će ostvariti vlasništvom nad tim sredstvima, a koja ne bi bila dostupna standardnom kupcu na tržištu. Tržišna vrijednost traži zanemarivanje svih elemenata specijalne vrijednosti, jer se prema tržišnoj vrijednosti na bilo koji datum pretpostavlja da postoji voljan kupac, a to ne podrazumijeva nekog konkretnog odnosno posebnog kupca.

U novim MSV nema specijalne vrijednosti kao osnove, tj. izbačena je iz Standarda, ali smatramo za shodno navesti definiciju iz prijašnje verzije radi preglednosti i upoređivanja sa novim osnovama vrijednosti.

1.2. Druge osnove vrijednosti – MSV 104

Prethodnih šest osnova vrijednosti prema novim MSV predstavljaju definisane osnove vrijednosti. Novi MSV uvode tržišnu rentu i pravednu vrijednost, kao nove osnove, dok izbacuju specijalnu vrijednost. U prijašnjim Standardima, fer vrijednost kao jedna od veoma važnih osnova takođe je bila u ovoj grupaciji, ali sada se analizira u okviru drugih osnova vrijednosti. Razlog za ovo je kompleksnost fer vrijednosti i njena upotreba za različite svrhe, pa u skladu s tim i različito podrazumijevane definicije. Umjesto fer vrijednosti kao definisane osnove, u MSV se sada uvodi pravedna vrijednost.

Fer tržišna vrijednost se takođe obrađuje kao posebna, što je ključna razlika u odnosu na dosadašnju praksu kada je fer tržišna vrijednost posmatrana kao sinonim tržišne vrijednosti. MSV sada razgraničavaju upotrebe i definicije fer tržišne vrijednosti po pravnim oblastima i područjima primjene, dakle, posmatraju fer tržišnu vrijednost sa dva aspekta: prema viđenju OECD-a i Službe internih prihoda SAD.

1.2.1. Fer vrijednost (MSFI)

Fer vrijednost prema MSFI 13 je cijena koja bi se ostvarila u prodaji sredstva ili koja bi bila plaćena za prenos obaveze u redovnoj transakciji između tržišnih učesnika na datum odmjeravanja. Za svrhe finansijskog izvještavanja, preko 130 zemalja zahtijeva ili dozvoljava korišćenje Međunarodnih računovodstvenih standarda koje izdaje Odbor za Međunarodne računovodstvene standarde. Dodatno, Odbor za standarde finansijskog računovodstva u SAD koristi istu definiciju fer vrijednosti u temi 820². Fer vrijednost za potrebe finansijskog izvještavanja prema američkim Standardima finansijskog računovodstva (Financial Accounting Standards [FAS])³ je iznos za koji se neko sredstvo može razmijeniti ili obaveza izmiriti u redovnoj transakciji između voljnih tržišnih učesnika na tržištu koje je najpovoljnije za dato sredstvo ili obavezu (FASB, 2010). Fer vrijednost je ovdje tržišno zasnovana mjera.

Zanimljivo je da je fer vrijednost korišćena za finansijsko izvještavanje konzistentna sa sličnim definicijama fer tržišne vrijednosti za potrebe procjene vrijednosti preduzeća u SAD. Prema američkim US-PAP standardima (Uniformni standardi profesionalne procjenjivačke prakse), fer tržišna vrijednost za potrebe procjene je najvjerovatnija cijena po kojoj imovina prelazi iz vlasništva prodavca u vlasništvo kupca na otvorenom i konkurentnom tržištu, pri čemu nijedan nije pod prisilom da izvrši transakciju, obje strane su voljne, razborite

² Vidjeti detaljnije: Financial Accounting Foundation. (2011). Fair Value Measurement (Topic 820) [Online] Preuzeto 10. 06. 2018. sa: <https://asc.fasb.org/imageRot/00/7534500.pdf>

³ Standarde finansijskog računovodstva (FAS) izdaje Odbor za standarde finansijskog računovodstva (FASB) kao okvir za primjenu fer vrijednosti u Opšteprihvaćenim računovodstvenim standardima (GAAP). FAS, kao i GAAP standardi, primjenjuju se u Sjedinjenim Američkim Državama.

i obaviještene o relevantnim činjenicama. Razlika između ove definicije fer tržišne vrijednosti i definicije fer vrijednosti za potrebe finansijskog izvještavanja je u tome što se fer tržišna vrijednost odnosi isključivo na imovinu (ne i obaveze) i izvedena je u kontekstu regulacije poreza i interpretacije parničnog zakona. To je bio razlog zbog kog Odbor za standarde finansijskog računovodstva nije usvojio definiciju fer tržišne vrijednosti za potrebe finansijskog izvještavanja.

1.2.2. Fer vrijednost (pravna/zakonska) u različitim nadležnostima

Mnoge nacionalne, državne i lokalne agencije koriste fer vrijednost kao osnovu vrijednosti u pravnom kontekstu. Definicije mogu da značajno variraju i mogu da budu rezultat akcije zakonodavca ili onih uspostavljenih na sudovima u prethodnim slučajevima. Primjeri definicija fer vrijednosti SAD i Kanade su sljedeći (MSV, 2017, paragraf 120.2):

(a) **Model zakona o poslovnim korporacijama (MBCA)** je model sastavljen od zakona koje je pripremio Komitet za korporativno pravo Odjeljenja poslovnog prava pri Američkoj advokatskoj komori i praćen je od strane 24 savezne države u SAD. Definicija fer vrijednosti iz MBCA je vrijednost akcija korporacije određena:

- (1) neposredno prije ostvarenja korporativne akcije kojoj se akcionar protivi,
- (2) korišćenjem uobičajenih i tekućih koncepata i tehnika procjene obično upotrebljivanih za slične poslove u kontekstu transakcije koja zahtijeva procjenu, i
- (3) bez diskontovanja za nedostatak utrživosti ili za manjinski status, osim, ako je odgovarajuće, za amandmane članova u skladu sa odjeljkom 13.02(a)(5).

(b) **Kanadska sudska praksa (Manning protiv Haris Steel Group Inc.)** – 1986. godine, Vrhovni sud Britanske Kolumbije u Kanadi donio je presudu u slučaju Manning vs Harris Steel Group Inc. koja je glasila: „Prema tome, ‘fer’ vrijednost je ona koja je pravična i pravedna. Ta terminologija sadrži u sebi koncept odgovarajuće kompenzacije (obeštećenja) u skladu sa zahtjevima pravde i jednakosti.”

Sa stanovišta literature, fer vrijednost predstavlja najkontroverzniju osnovu vrijednosti, jer je suštinski dvosmislena. Kako navodi Pratt (2008), fer vrijednost predstavlja jedan pojam u slučaju primjene za potrebe finansijskog izvještavanja, kako to nalažu GAAP standardi u SAD i američka Komisija za hartije od vrijednosti (U. S. Securities and Exchange Commission [SEC]), a sasvim drugi u kontekstu državnih zakona pri definisanju vrijednosti akcija manjinskih i nesaglasnih akcionara. Sam kontekst upotrebe osnove definiše fer vrijednost. Ovaj problem prepoznao je IVSC, tako da je u MSV 2017 razdvojio fer vrijednost na: fer vrijednost koja se koristi za potrebe finansijskog izvještavanja prema MSFI i fer vrijednost za potrebe procjene (pravni/zakonski aspekt).

Naime, u praksi SAD, u postupku procjene vrijednosti, pod fer vrijednošću podrazumijeva se pravno uspostavljen standard vrijednosti koji se primjenjuje u određenim specifičnim transakcijama. U većini američkih država fer vrijednost je standard u slučajevima procjene prava nesaglasnih i manjinskih akcionara. Kada dođe do spajanja ili pripajanja preduzeća ili drugih značajnih akcija, a manjinski akcionar smatra da je prisiljen da prihvati manju vrijednost od adekvatne za svoje akcije, isti ima pravo na procjenu svojih akcija i gotovinsku isplatu fer vrijednosti. Ovdje bi „fer vrijednost bila vrijednost akcija nesaglasnog akcionara neposredno prije realizacije sporne korporativne odluke kojoj se akcionar protivio, isključujući precjenjivanje ili potcjenjivanje u iščekivanju korporativne akcije osim ako bi isključenje bilo nepravedno“ (Revidirani Zakon države Oregon; vidjeti Pratt, 2008, p. 45).

Međutim, bez obzira na činjenicu da je prethodna definicija prihvaćena, ne postoji usaglašenost oko interpretacije fer vrijednosti

u kontekstu zakona i sudske prakse, pa se u slučaju parnica zbog nesaglasnosti mora utvrditi koju definiciju fer vrijednosti sud priznaje u konkretnom slučaju. Fer vrijednost varira u zavisnosti od pravne regulative koja se primjenjuje u pojedinim slučajevima i ne može u pravilu da se izjednači sa fer tržišnom vrijednošću. Recimo, po standardu fer vrijednosti sudske odluke ne iskazuju diskont na nedostatak utrživosti kod privatnih preduzeća, dok se po standardu fer tržišne vrijednosti ovaj diskont priznaje (Mikerević, 2009, str. 9).

1.2.3. Fer tržišna vrijednost (OECD – Organizacija za ekonomsku saradnju i razvoj)

OECD definiše fer tržišnu vrijednost kao cijenu koju bi voljni kupac platio voljnom prodavcu u transakciji na otvorenom tržištu. OECD smjernice koriste se u mnogim angažmanima za svrhe međunarodnog oporezivanja.

1.2.4. Fer tržišna vrijednost (Služba internih prihoda Sjedinjenih Američkih Država)

Za svrhe oporezivanja u SAD, Regulacija §20.2031-1 navodi: „Fer tržišna vrijednost je cijena po kojoj bi imovina bila razmijenjena između voljnog kupca i voljnog prodavca, od kojih nijedan nije pod prinudom da kupi ili da proda i oba imaju razumne spoznaje o relevantnim činjenicama.” Pored primjene u procjeni vrijednosti preduzeća, u SAD ova osnova se koristi po federalnim i državnim poreskim pitanjima kao što su državni porezi, porezi na poklone i nasljeđe, porezi na prihod i na dodatnu vrijednost. Fer tržišna vrijednost definiše se kao iznos za koji se neko sredstvo može razmijeniti između voljnog kupca i voljnog prodavca u nezavisnoj transakciji pri čemu nijedan ne djeluje pod prinudom da kupi ili proda i obojica su razboriti i odgovarajuće obaviješteni o relevantnim činjenicama (American Society of Appraisers [ASA], 2009, p. 27).

Definicija tržišne vrijednosti prema MSV glasi: „Tržišna vrijednost je procijenjeni iznos za koji bi se imovina ili obaveze trebale razmijeniti na dan procjene između voljnog kupca i voljnog prodavca u nezavisnoj transakciji nakon odgovarajućeg oglašavanja, kada su obje strane upućene, djeluju oprezno i bez prinude.” Osnovna razlika između fer tržišne i tržišne vrijednosti je u tome što se fer tržišna vrijednost odnosi samo na razmjenu imovine, dok tržišna vrijednost podrazumijeva razmjenu imovine ili obaveza. U većini slučajeva pojmovi „voljnog kupca“ i „voljnog prodavca“ odnose se na hipotetičke osobe, a ne na konkretnog (pojedinačnog) kupca ili prodavca. Cijena neće biti reprezent fer tržišne vrijednosti ukoliko je pod uticajem posebnih motivacija, nekarakterističnih za tipičnog kupca i prodavca.

Osnova fer tržišne vrijednosti polazi od preovlađujućih ekonomskih i tržišnih uslova na dan konkretne procjene vrijednosti. Prilikom prevoda na srpski jezik treba biti pažljiv i voditi računa o stvarnom značenju pojmova u anglosaksonskoj teoriji i praksi. Upotreba osnove vrijednosti pod uticajem je vrste sredstva, imovine ili poslovnog interesa preduzeća koje se procjenjuje.

2. PREMISE VRIJEDNOSTI – PRETPOSTAVLJENA UPOTREBA

Premisa vrijednosti ili pretpostavljena upotreba opisuje okolnosti načina na koji se sredstvo ili obaveza koristi. Različite osnove vrijednosti mogu da zahtijevaju određenu premisu vrijednosti ili da dozvole razmatranje više premisa vrijednosti. MSV 2017 razlikuju nekoliko premisa vrijednosti (paragrafi 140–170):

- (a) najveća i najbolja upotreba,
- (b) tekuća upotreba/postojeća upotreba,
- (c) redovna likvidacija i
- (d) prinudna prodaja.

Najveća i najbolja upotreba, iz perspektive učesnika, jeste ona koja će imati za rezultat najveću vrijednost sredstva. Iako se najučestalije primjenjuje na nefinansijska sredstva, jer finansijska sredstva često nemaju alternativnu upotrebu, mogu postojati okolnosti gdje treba razmotriti najveću i najbolju upotrebu finansijskih sredstava. Najveća i najbolja upotreba za sredstvo može biti tekuća ili postojeća upotreba kada se ona koristi na optimalan način. Međutim, najveća i najbolja upotreba može da se razlikuje od tekuće upotrebe ili čak može da bude redovna likvidacija. Ako je različita od tekuće upotrebe, troškovi konvertovanja sredstva u njenu najveću i najbolju upotrebu imaće uticaja na vrijednost.

Određivanje najveće i najbolje upotrebe uključuje razmatranje sljedećeg (MSV, 2017, paragraf 140.5):

- Utvrđiti da li je upotreba fizički moguća, gdje treba uzeti u obzir šta bi učesnici smatrali razumnim.
- Kako bi se ispunio zahtjev za pravnom dopuštenošću, bilo koja pravna ograničenja upotrebe sredstva, npr. urbanističko planiranje/oznake gradskih zona treba da se uzmu u obzir, kao i vjerovatnoća da će se ova ograničenja promijeniti.
- Zahtjev da upotreba bude finansijski izvodljiva uzima u obzir da li će alternativna upotreba koja je fizički moguća i pravno dopuštena generisati dovoljan povrat tipičnom učesniku, poslije uračunavanja troškova konverzije na tu upotrebu, preko i iznad povrata na postojeću upotrebu.

Tekuća upotreba/Postojeća upotreba. Tekuća upotreba/postojeća upotreba je tekući način na koji se neko sredstvo, obaveza ili grupa sredstava i/ili obaveza koristi. Tekuća upotreba može biti, ali ne nužno, i najveća i najbolja upotreba.

Redovna likvidacija. Redovna likvidacija opisuje vrijednost grupe sredstava koja bi mogla biti realizovana u likvidacionoj prodaji, uz razuman period vremena da se pronađe kupac (ili kupci), sa prodavcem koji je prinuđen da proda na kako-jeste i gdje-jeste osnovi. Razuman vremenski period da se pronađe kupac (ili kupci) može da varira u zavisnosti od vrste sredstva i tržišnih uslova.

Prinudna prodaja. Termin „prinudna prodaja“ se često koristi u okolnostima kada je prodavac pod prinudom da proda i, kao posljedica, odgovarajući period oglašavanja nije moguć i kupci možda neće biti u stanju da preuzmu odgovarajuće akcije s dužnom pažnjom. Cijena koja se može postići u ovim okolnostima zavisice od prirode pritiska na prodavca i razloga zbog kojeg odgovarajuće oglašavanje ne može biti preduzeto. To takođe može da se odrazi na posljedice neuspješne prodaje u dostupnom periodu po prodavca. Osim ako priroda i razlozi ograničenja po prodavca nisu poznati, cijena koja se može postići u prinudnoj prodaji ne može biti realno procijenjena. Cijena koju će prodavac prihvatiti u prinudnoj prodaji odražavaće njene posebne okolnosti, prije nego one vezane za hipotetičkog voljnog kupca u definiciji tržišne vrijednosti. „Prinudna prodaja“ je opis situacije u kojoj se razmjena obavlja, a ne različita osnova vrijednosti (MSV, 2017, paragraf 170.1). Ako se zahtijeva naznaka cijene koja je ostvariva u okolnostima prinudne prodaje, biće neophodno da se jasno identifikuju razlozi ograničenja po prodavca, uključujući posljedice neuspješne prodaje u navedenom periodu postavljanjem odgovarajućih pretpostavki.

Prodaje na neaktivnom ili opadajućem tržištu nisu automatski „prinudne prodaje“ jednostavno zbog toga što prodavac može da se nada boljoj cijeni ako se uslovi poboljšaju. Ukoliko prodavac nije

prinuđen da proda do određenog roka koji sprečava odgovarajuće oglašavanje, prodavac će biti voljni prodavac u okviru definicije tržišne vrijednosti.

Pored navedenih premisa u MSV, susrećemo i drugačije klasifikacije. Pratt (2008) smatra da se preduzeća ili udjeli u istima mogu procijeniti preko svake od sljedeće četiri alternativne premise vrijednosti⁴: vrijednost kontinuiranog poslovanja ili uspješnosti preduzeća (tzv. going-concern princip), vrijednost kao zbir sredstava, vrijednost redovnog rasporeda i likvidaciona vrijednost.

Vrijednosti do kojih će se doći primjenom navedenih pojedinačnih premisa biće veoma različite. Svaka od alternativnih premisa vrijednosti, međutim, mogu da se primijene uz istu osnovu vrijednosti. Izbor premisa vrijednosti je važan korak u određivanju zadatka procjene vrijednosti. U procjenama vrijednosti kontrolnog interesa premisa je u funkciji najvišeg i najboljeg korišćenja ukupnih sredstava preduzeća. Kod procjene vrijednosti manjinskih vlasničkih interesa usvaja se premisa kontinuiranog poslovanja, ukoliko ne postoji konkretan razlog za suprotno. Odluku o tome koju će premisu vrijednosti koristiti donosi procjenjivač na bazi iskustva, procjene i analize⁵, ali se u određenim slučajevima premisa daje procjenjivaču (npr. kada se preduzeće procjenjuje radi prodaje).

3. DODATAK: VRIJEDNOSTI KOJE NISU DEFINISANE U MSV

Pored navedenih osnova vrijednosti definisanih u MSV, postoje i druge koje se striktno ne definišu kao posebni MSV, ali MSV svakako podrazumijevaju njihovo postojanje, a primjena MSV zahtijeva njihovo razumijevanje. Stoga navodimo još nekoliko osnova vrijednosti koje se susreću u naučnoj i stručnoj literaturi i praksi.

Unutrašnja (fundamentalna) vrijednost predstavlja analitičku procjenu vrijednosti zasnovanu na uočenim karakteristikama investicije, koja nije određena karakteristikama jedinstvenim za bilo kog investitora, već načinom na koji su te uočene karakteristike interpretirane od strane jednog u poređenju sa drugim analitičarom. Unutrašnja vrijednost akcije predstavlja odgovarajuću cijenu akcije prema mišljenju analitičara hartija od vrijednosti, koji je izvršio fundamentalnu analizu⁶ sredstava i zarađivačke moći preduzeća, te drugih bitnih faktora (Pratt, 2008, p. 44). Unutrašnja vrijednost je iznos za koji investitor na bazi analize bitnih faktora smatra da je istinska ili realna vrijednost sredstva, obično akcije. Ova vrijednost će postati tržišna kada i drugi investitori dođu do istog zaključka. Različiti pristupi utvrđivanju unutrašnje vrijednosti većinom su zasnovani na očekivanjima i diskontovanim novčanim tokovima. Razlika između tržišne vrijednosti i unutrašnje vrijednosti HOV, odnosno vrijednosti koju bi HOV trebalo da ima, nestaje kada drugi investitori postignu isti pogled i znanje kao analitičar. Ako je tržišna vrijednost ispod unutrašnje, zaključak je da akcija treba da se kupi, i obrnuto.

Osnova unutrašnje vrijednosti ne može sasvim da se razdvoji od osnove tržišne vrijednosti. Razlog ovome su potezi kupaca i prodavaca zasnovani na njihovim specifičnim percepcijama unutrašnje vrijednosti koji vode ka generalno usaglašenoj tržišnoj vrijednosti, a time i konstantnim promjenama tržišne vrijednosti tokom vremena. U SAD, parnično pravo često pominje pojam unutrašnje vrijednosti;

⁴ Premise vrijednosti se spominju u stručnoj literaturi i prije uvođenja u MSV (2017). Pratt smatra da se sva preduzeća ili udjeli u njima mogu procijeniti preko četiri alternativne premise vrijednosti. Vidjeti više: Pratt (2008). Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. New York: Mc Graw Hill.

⁵ Postoje situacije kada se vrijednost preduzeća mora procijeniti pod nekoliko alternativnih premisa vrijednosti, kao u slučaju procjena koje služe za donošenje odluke da li ići u stečaj ili reorganizaciju, odnosno za svrhe finansiranja sekjuritizacije ili kolateralizacije.

⁶ Fundamentalna analiza je jedan od pristupa u analizi hartija od vrijednosti koji polazi od stava da HOV ima unutrašnju vrijednost koja može da se utvrdi procjenom relevantnih faktora (od kojih su najvažniji očekivane zarade, struktura kapitala, očekivane dividende, stopa rasta, vrijednost aktive i sl.). Fundamentalnom analizom utvrđena unutrašnja vrijednost HOV poredi se sa tekućom tržišnom cijenom HOV radi donošenja investicionih odluka.

ipak, u ovom smislu termin je nejasan i nedefinisan, te se može susresti u slučajevima kada ne postoji zakonski standard vrijednosti ili kada je standard vrijednosti definisan kao fer vrijednost ili čak fer tržišna vrijednost. U parničnim postupcima stoga se analitičarima preporučuje da obrate pažnju na standard odnosno značenje koje je u konkretnom slučaju pripisano osnovi unutrašnje vrijednosti.

Knjigovodstvena vrijednost preduzeća je vrijednost kapitala iskazana u bilansu koji je sastavljen na bazi inventarnih podataka, odnosno razlika između aktive umanjene za iznos gubitka u aktivu, s jedne, i obaveza, dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja, s druge strane (Mikerević, 2009, str. 12). Bilans se sastavlja da bi uprava preduzeća izvjestila zainteresovane strane o stanju i uspjehu preduzeća. Samim tim, bilansi sadrže latentne rezerve i skrivene gubitke, te knjigovodstvena vrijednost ne može poslužiti kao standard vrijednosti. Problem sa knjigovodstvenom vrijednošću javlja se pošto je ona vezana za prošle događaje i razlikuje se od sadašnje vrijednosti sredstva, a pritom isključuje vrijednost budućih investicija. Knjigovodstvena vrijednost se u postupku procjene vrijednosti koristi kao osnova od koje treba da se započne postupak (pod pretpostavkom da su bilansi tačni i sastavljeni u skladu sa standardima prakse). Treba spomenuti još neke vrijednosti vezane prije svega za računovodstvenu teoriju i praksu. Korigovana knjigovodstvena vrijednost (Rodić i Filipović, 2010) utvrđuje se ako bilans nije sastavljen u skladu sa MSFI/MRS, isključivanjem materijalnih grešaka iz finansijskog izvještaja. Korekciju bilansa može da vrši revizor ili sam procjenjivač, utvrđujući vrijednost pozicija prema zahtjevima računovodstvenih standarda i propisa.

Imovinska (reproduktivna) vrijednost utvrđuje se iz imovinskog bilansa, odnosno bilansa koji ne sadrži latentne rezerve niti skrivene gubitke (Rodić i Filipović, 2010, str. 2). Pozicije aktive se procjenjuju po fer vrijednosti, a pozicije obaveza, dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja po iznosima gotovinske isplate potrebne za njihovo podmirenje na dan procjene (Mikerević, 2009). Zatim se sastavlja imovinski (reproduktivni) bilans stanja. Razlika između reproduktivne vrijednosti aktive i reproduktivne vrijednosti obaveza uvećanih za reproduktivnu vrijednost dugoročnih rezervisanja i pasivnih vremenskih razgraničenja predstavljaće imovinsku (reproduktivnu) vrijednost sopstvenog kapitala odnosno reproduktivnu neto imovinu.

Poslovna vrijednost (gudvil) predstavlja nematerijalnu imovinu koja nema fizičku odnosno materijalnu supstancu, već zavisi od prava koja posjeduje vlasnik. Za razliku od nematerijalne imovine, gudvil predstavlja buduće ekonomske koristi koje proističu iz imovine i načina na koji se ona koristi, ali se ne mogu pojedinačno identifikovati i odvojeno priznati (Mikerević, 2009). Stoga se gudvil tretira odvojeno od materijalne imovine i do njegovog priznavanja može doći samo u okviru poslovnih kombinacija koje obrađuje MSFI 3.

ZAKLJUČAK

Procjena vrijednosti je sveobuhvatna analiza svih informacija o preduzeću, finansijskih izvještaja, statističkih predviđanja, determinanti vrijednosti i pokazatelja, te primjena metoda procjene čiji je cilj iznošenje mišljenja eksperata o vrijednosti preduzeća na određeni dan. U savremeno doba, procjena vrijednosti je suočena sa neprestanim preispitivanjem suštine vrijednosti preduzeća i novim problemima u vezi sa načinom procjene. Međunarodni standardi vrednovanja (MSV) kao najznačajniji standardi u oblasti procjene formulirani su upravo radi harmonizacije principa i zadataka procjene vrijednosti u svijetu, te usklađivanja sa zahtjevima koji se traže od procjenjivača u drugim međunarodnim standardima. Bez obzira na očigledan doprinos MSV procjenjivačkoj profesiji, Standardi su ostavili brojna otvorena pitanja i nedoumice, naročito

u vezi sa definisanjem i primjenom osnova vrijednosti. Nakon niza razmatranja, rasprava i analiziranja mišljenja članica, Međunarodni savjet za standarde vrednovanja odobrio je novo izdanje MSV (u decembru 2016. godine, s primjenom od 01. 07. 2017), radi rješavanja problema u praksi i preciznijeg formulisanja definicije i obuhvata primjene pojedinih osnova vrijednosti.

Iako je struktura novih MSV izmijenjena u mnogo čemu, suštinski se najveća promjena odnosi na područje osnova vrijednosti, njihovu definiciju, obuhvat i primjenu. Osnove vrijednosti opisuju najvažnije pretpostavke na kojima će se zasnivati izvještavana vrijednost. Ključno je da osnova (ili osnove) vrijednosti odgovaraju uslovima i svrsi procjene, pošto osnova vrijednosti utiče na izbor metoda, inputa i pretpostavki, i konačno mišljenje o vrijednosti. Osnove vrijednosti u novoj verziji MSV prvi put se obrađuju u samo jednom standardu – MSV 104. Navedeno rješenje olakšava pretrage i snalaženje u Standardima kod odlučivanja o primjeni osnove vrijednosti.

MSV 104 mnogo je širi po obuhvatu i konkretniji u definisanju pojedinih kategorija, te uvodi sasvim nove osnove kojih nije bilo u prethodnim verzijama MSV. MSV 104 dijeli osnove vrijednosti na definisane i druge osnove vrijednosti, te uvodi posebnu kategoriju premisa vrijednosti: najveća i najbolja upotreba, tekuća upotreba/postojeća upotreba, redovna likvidacija i prinudna prodaja. Premisa vrijednosti ili pretpostavljena upotreba opisuje okolnosti načina na koji se sredstvo ili obaveza koristi. Osnove vrijednosti mogu da se koriste uz jednu ili više premisa vrijednosti, a procijenjene vrijednosti do kojih će se doći zavise u velikoj mjeri od izabrane premise.

Osnove vrijednosti u MSV 104 su: tržišna vrijednost, tržišna renta, pravedna vrijednost, investiciona vrijednost, sinergijska vrijednost, likvidaciona vrijednost (definisane osnove vrijednosti), te fer vrijednost i fer tržišna vrijednost (druge osnove vrijednosti). Pored tržišne vrijednosti kao najšire prihvaćene i najčešće zahtijevane osnove, uvode se nove osnove: tržišna renta, pravedna vrijednost i likvidaciona vrijednost. Tržišna renta pravi razliku u odnosu na tržišnu vrijednost, kod procjene zakupa odnosno nekretnina izdatih u zakup. Pravedna vrijednost dijelom zamjenjuje specijalnu vrijednost koja je izbačena iz novih MSV, ali ima mnogo sličnosti sa fer vrijednošću u prijašnjim standardima. Investiciona i sinergijska kao osnove nisu pretrpjele značajnije izmjene u MSV 2017.

Fer vrijednost kao jedna od veoma važnih osnova analizira se u okviru drugih osnova vrijednosti. Razlog za ovo je kompleksnost fer vrijednosti i njena upotreba za različite svrhe, pa u skladu s tim MSV razdvajaju dvije podrazumijevane definicije: fer vrijednost prema MSFI za potrebe finansijskog izvještavanja i fer vrijednost u pravnom/zakonodavnom smislu za potrebe procjene. MSFI 13 definiše fer vrijednost kao cijenu koja bi se ostvarila u prodaji sredstva ili koja bi bila plaćena za prenos obaveze u redovnoj transakciji između tržišnih učesnika na datum odmjerenja. Definicije fer vrijednosti u pravnom kontekstu mogu da značajno variraju i mogu da budu rezultat akcije zakonodavca ili onih uspostavljenih na sudovima u prethodnim slučajevima. Primjeri definicija fer vrijednosti SAD i Kanade su Model zakona o poslovnim korporacijama i sudska praksa (Manning vs Haris Steel Group Inc).

Fer tržišna vrijednost se obrađuje kao izdvojena osnova, što je ključna razlika u odnosu na dosadašnju praksu kada je fer tržišna vrijednost posmatrana kao sinonim tržišne vrijednosti. Slično tretmanu fer vrijednosti, MSV sada razgraničavaju upotrebe i definicije fer tržišne vrijednosti po pravnim i oblastima primjene: fer tržišna vrijednost prema viđenju OECD-a i fer tržišna vrijednost prema Službi internih prihoda SAD. Osnovna razlika između fer tržišne i tržišne vrijednosti je u tome što se fer tržišna vrijednost odnosi samo na razmjenu imovine, dok tržišna vrijednost podrazumijeva razmjenu imovine ili obaveza.

Pored osnova vrijednosti definisanih u MSV, u naučnoj literaturi i procjenjivačkoj praksi postoje i druge vrijednosti. MSV ne definišu

ove osnove u okviru posebnih standarda, ali svakako podrazumijevaju njihovo postojanje i razumijevanje: unutrašnja (fundamentalna) vrijednost, knjigovodstvena vrijednost, imovinska (reproduktivna) vrijednost i poslovna vrijednost (gudvil).

Naposljetku, zaključujemo da su najčešće korišćene osnove vrijednosti za potrebe procjene vrijednosti: tržišna vrijednost, fer vrijednost i fer tržišna vrijednost (osim u slučajevima likvidacije kada se primjenjuje osnova likvidacione vrijednosti). Fer vrijednost je šira osnova od tržišne vrijednosti i može da se koristi za izvještavanje i tržišne i netržišne vrijednosti (u specifičnim slučajevima prava manjinskih akcionara, i sl.). Za potrebe procjene vrijednosti, pod fer vrijednošću podrazumijeva se pravno uspostavljen standard koji se primjenjuje u određenim specifičnim transakcijama. Osnova fer tržišne vrijednosti polazi od preovlađujućih ekonomskih i tržišnih uslova na dan konkretne procjene vrijednosti. Stoga je tržišna vrijednost koja odražava kretanja na tržištu i tržišne cijene najprikladnija kao osnova procjene u tržišno-zasnovanim ekonomijama. Sa druge strane, u uslovima nepostojanja aktivnog tržišta i nemogućnosti utvrđivanja tržišne vrijednosti sredstva (ili obaveze), za procjenu vrijednosti koriste se fer vrijednost i fer tržišna vrijednost.

IZVORI

1. American Society of Appraisers [ASA]. (2009). ASA Business Valuation Standards. [Online] ASA. Preuzeto 24. 05. 2018. sa: http://www.appraisers.org/docs/default-source/discipline_bv/bv-standards.pdf?sfvrsn=0
2. The Appraisal Foundation. (n. d.). [Online] Dostupno na: www.appraisalfoundation.org
3. The Appraisal Foundation. (2018–2019). Uniform Standards of Professional Appraisal Practice (USPAP). [Online] Appraisal Standards Board. Preuzeto 24. 05. 2018. sa: <http://www.uspap.org/#/1/>
4. Financial Accounting Foundation. (2011). Fair Value Measurement (Topic 820) [Online] Preuzeto 10. 06. 2018. sa: <https://asc.fasb.org/imageRoot/00/7534500.pdf>
5. Financial Accounting Standards Board [FASB]. (n. d.). [Online] Dostupno na: <http://www.fasb.org/>
6. Financial Accounting Standards Board [FASB]. (2010). Statement of Financial Accounting Standards no. 157. [Online] FASB. Preuzeto 25. 05. 2018. sa: <http://www.fasb.org/cs/BlobServer?blobkey=id&blobwhere=1175823288587&blobheader=application/pdf&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs>.
7. International Accounting Standards Board. (2013). IFRS 3 – Business Combinations. London: IASB.
8. International Accounting Standards Board. (2013). IFRS 13 – Fair Value Measurement. London: IASB.
9. International Valuation Standards Council [IVSC]. (n. d.). [Online] Dostupno na: <http://www.ivsc.org/>
10. International Valuation Standards Council [IVSC]. (2007). Međunarodni standardi vrednovanja. Osmo izdanje. Banja Luka: Savez računovođa i revizora Republike Srpske i Finrar.
11. International Valuation Standards Council [IVSC]. (2011). International Valuation Standards [Online] IVSC. Preuzeto 05. 06. 2018. sa: http://iopcg.me/images/IVS_2011.pdf
12. International Valuation Standards Council [IVSC]. (2017). International Valuation Standards. London: IVSC.
13. Mikerević, D. (2009). Principi i praksa procjene vrijednosti preduzeća. Banja Luka: Finrar.
14. Pratt, S. (2008). Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. New York: Mc Graw Hill.
15. Rodić, J., Filipović, M. (2010). Procena vrijednosti preduzeća. Beograd: Asimeks.
16. U. S. Securities and Exchange Commission [SEC]. (n. d.). [Online] Dostupno na: <https://www.sec.gov>