

Prof. dr Franc Koletnik*

Razumijevanje procjene vrijednosti preduzeća

Rezime

Procjena vrijednosti preduzeća je proces koji vodi do zaključivanja o njegovoj vrijednosti. Postoje dva osnovna pogleda na vrijednost preduzeća i posljedično dvije glavne teorije, to su teorija subjektivne i teorija objektivne vrijednosti. U radu se daje pregled evolutivnog razvoja teorije procjene vrijednosti preduzeća, kao različite svrhe njegove procjene.

Procjena vrijednosti preduzeća je stručni zadatak, odnosno posebna djelatnost, koju realizuju sposobni i stručno nadgledani procjenjivači vrijednosti preduzeća, njihovog kapitala, sredstava i obaveza. Taj posao obavljaju prema individualnoj narudžbi i u skladu sa važećom doktrinom procjene vrijednosti. Profesionalni procjenjivač vrijednosti preduzeća, može biti samo pojedinac, koji je izvrstan poznavalac razvoja i dostignuća u struci i koji na najbolji način realizuje važeće stručne i profesionalno-etičke norme.

Početak posljednje decenije prošlog vijeka na području bivše Jugoslavije došlo je do uvođenja novih društveno-ekonomskih odnosa, novčanih i nenovčanih tržišta, posebno tržišta nekretninama i uopšte uvođenje tržišne ekonomije i kapitalnog poimanja vlasništva preduzeća što je stvorilo uslove za istraživanje i korišćenje teoretskog i praktičnog znanja o procjeni vrijednosti preduzeća.

UVOD

Uspješan procjenjivač vrijednosti može biti samo talentovani i univerzitetski obrazovan pojedinac, koji hrabro donosi odluke o brojnim važnim stvarima i uporno brani svoja mišljenja. On u kontinuitetu izvršava različite zadatke gdje bira ciljeve i puteve za njihovo rješenje. Susreće se sa slučajevima kada mora samostalno i odgovorno prosuđivati i argumentovati svoje odluke. Zato struka procjenjivača privlači kvalitetne pojedince koji se u kontinuitetu bave vrednovanjem preduzeća, njihovog kapitala ili vlasničkih dijelova, kao i sredstava i dugova.

1. RAZUMIJEVANJE PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

U ovom poglavlju upoznaćemo pojmovni horizont vrednovanja i vrijednosti, sa naglaskom na subjektivnu i objektivnu procjenu vrijednosti preduzeća i njegovog kapitala.

Šta je vrednovanje i šta je vrijednost?

Neki postavljaju temeljno pitanje, da li je procjena vrijednosti umjetnost, nauka ili možda vještina.¹ Pitaju da nije možda procijenjenoj vrijednosti dodan samo »naučni plašt« za subjektivno pred-

stavljanje kupovne ili prodajne cijene. Tako pojednostavljen pogled na procjenu vrijednosti je sigurno neprihvatljiv, jer se radi o profesionalnoj aktivnosti, koja ima važeću doktrinu i u okviru iste stručna i etička pravila djelovanja, izgrađena na naučnim činjenicama i najboljoj praksi. Mnogo naučnih zaključaka se prenosi u praksu procjene vrijednosti, što se pokazuje kroz razvoj više teorija, škola, načina i metoda procjene. Ipak, to još ne znači da se procjenjivač vrijednosti dnevno ne susreće sa pitanjima, na koja u aktuelnoj stručnoj literaturi ne može pronaći sve potrebne odgovore. Svaka procjena ima brojne karakteristike, koje zahtijevaju brižno upoznavanje i rješavanje predmetnog zadatka. Pri tome procjenjivaču pomažu aktuelna naučna literatura, stručno znanje, iskustva i praktična rješenja sličnih slučajeva na koje se može ugledati.²

Vrednovanje je stručni zadatak, odnosno posebna informacijska djelatnost, koju realizuju sposobni i stručno nadgledani procjenjivači vrijednosti preduzeća, njihovog kapitala, sredstava i obaveza. Taj posao obavljaju prema individualnoj narudžbi i u skladu sa važećom doktrinom procjene vrijednosti. Obično su to ovlaštene ili barem stručno provjereni specijalisti, koji imaju dovoljno poslovno-ekonomskog i drugog znanja, stručno i etički su primjereni za obavljanje ovakvih privredno povjerljivih zadataka. Rezultat njihovog rada su najčešće nezavisna i nepristrasna stručna mišljenja o tome koliko je predmet procjenjivanja vrijedan. Mogu se pojaviti i u drugim ulogama, kada daju subjektivna mišljenja za naručioca. Više o tome govorićemo u 3. poglavlju.

* Redovni profesor na Ekonomsko-poslovnom fakultetu Univerziteta u Mariboru; ovlašćeni procjenjivač vrijednosti preduzeća; ovlašćeni revizor i ovlašćeni interni revizor u Republici Sloveniji.

¹ O vrijednosti i o cijenama su i još će se voditi mnoge rasprave privrednih stručnjaka, političara, umjetnika i onih koji zagovaraju drugačija iskustva i istine. Na primjer:

- Oskar Wilde je govorio: "Ein Zyniker ist ein Mensch, der von jedem Ding den Preis und von keinem den Wert kennt."
- Vincent van Gogh kaže: "Ich kann nichts dafür, dass meine Bilder sich nicht verkaufen lassen. Aber es wird die Zeit kommen, da die Menschen erkennen, dass sie mehr wert sind als das Geld fuer die Farbe."
- Benjamin Franklin: „Wenn du den Wert des Geldes kennenlernen willst, versuche, dir welches zu leihen.“

Možda su izrečene misli umjetnika i drugih doprinijele tome da neki u procjenjivanju vrijednosti vide prije umjetnost nego nauku, što naravno nije tako („Valuation is much more an art than a science“). Izvor: Herbert R. Haeseler, Franz W. Hörman: Unternehmensbewertung auf dem Prüfstand. Wissenschaftliche Widerlegung US-amerikanischer Unternehmensbewertungskonzepte. Lexis-Nexis. Verlag ARD Orac, Wien 2008, str. V–VI.

² Dietmar Ernst, Sonja Schneider, Bjoern Thielen: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. 3. Auflage. Verlag Franz Vahlen, München 2008, str. VII

Slika 1: Procjena vrijednosti³

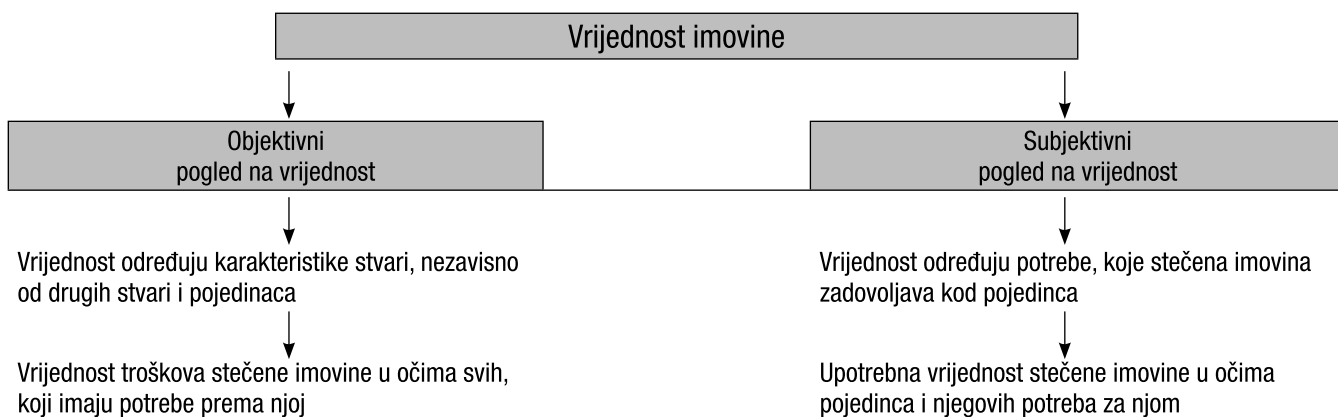
Šta procjenjujemo?	Zašto procjenjujemo?	Gdje procjenjujemo?
↓	↓	↓
→	Procjenjivanje vrijednosti	←
→		←
→	↑	↑
Ko procjenjuje?	Kada procjenjujemo?	Kako procjenjujemo?

Vrednovanje (engl. valuating, valuation, njem. Bewertung) je proces koji vodi do zaključivanja o vrijednosti, a njegova posljedica je određivanje vrijednosti. O vrijednosti postoje dva osnovna pogleda i posljedično dvije glavne teorije, gdje svaka na svoj način utemeljuje poimanje vrijednosti. Radi se o objektivnom i subjektivnom pogledu na vrijednost. **Objektivni način** govori da je vrijednost osobina stvari, koju ona sadrži i ne zavisi od drugih stvari. Radi se o teoriji vrijednosti koja je izgrađena na troškovima, koje imamo prilikom sticanja imovine u stvarnom ili drugom obliku. Objektivnu procjenu vrijednosti preduzeća očekujemo od procjenjivača vrijednosti, koji posao obavlja nezavisno i nepristrasno. Ipak, ni ta vrijednost nije nešto apsolutno, nego rezultat stručnih gledanja pojedinca procjenjivača na postavljeni zadatak; radi se, dakle, o njegovom

ličnom procjenjivanju vrijednosti. Drugačiju ulogu ima procjenjivač koji nastupa u ulozi zavisnog procjenjivača i zastupa samo interese naručioca, zato govorimo o subjektivnoj procjeni vrijednosti. **Subjektivni način** govori da je vrijednost imovine u očima potreba i htijenja pojedinaca. Vrijednost determinišu različite potrebe pojedinaca i zavisi od toga, kakve koristi vidi pojedinac u imovini. Iste zavise od mnogih činilaca, kao i od određenih vrijednosti u određenoj okolini.⁴

U poslovnom i privatnom životu prevladava subjektivni način i na vrijednost gledamo s tačke gledišta koristi, koje zadovoljavaju potrebe vlasnika imovine. U ovom slučaju vrijednost imovine nije nužno jednaka troškovima prilikom sticanja iste.

Slika 2: Teorije o vrijednosti imovine



Vrijednost je, dakle, karakteristika imovine, robe ili usluge sa kojima zadovoljavamo fizičke, fiziološke, estetske, duhovne, zdravstvene, socijalne ili druge potrebe. Možemo je mjeriti na različite načine:

- količinom dobijenog novca prilikom prodaje ili datog novca prilikom kupovine, na primjer tržišna vrijednost prodate, odnosno kupljene vrijednosti robe ili usluge;
- priznatim troškovima prilikom pribavljanja robe ili usluge, na primjer vrijednost obavljenog posla i drugih troškova;
- količinom toplote koju daje gorivo prilikom sagorijevanja, na primjer toplotna vrijednost goriva;

- količinom dobijenih kalorija, na primjer kaloričnom vrijednošću hrane;
- količinom dobijenih bjelančevina, na primjer biološka vrijednost bjelančevina;
- dokumentarnom vrijednošću gradiva;
- estetskim mjerilima, na primjer estetska vrijednost proizvoda;
- pozitivnim osobinama, na primjer vrijednost zdravlja, priznanja, razumijevanja, osjećajnosti, prijateljstva i drugo;
- ostalim mjerilima sa kojima mjerimo vrijednost nečega, na primjer temperature, oktanska vrijednost benzina i slično.

³ "I keep six honest serving-men / (They taught me all I knew); / Their names are What and Why and When / And How and Where and Who." Rudyard Kipling. Prevod: "Imao sam šest poštenih službenika, koji su me naučili svemu što sam znao. Njihova imena su bila: **Gdje i Šta i Kada i Zašto i Kako i Ko.**"

⁴ "Der "subjektive" Wert ist der Wert, den der Gegenstand für eine ganz bestimmte einzelne Person hat (pretium singulare). Er wird synonym als "Interesse" und "Liebhaberwert" bezeichnet und ist grundsätzlich nur im Schadenersatz von Bedeutung. Hingegen ist der "objektive" Wert der Wert, den der Gegenstand allgemein, d.h. für jedermann hat (pretium commune). Er wird durch den im gewöhnlichen Geschäftsverkehr erzielbaren Verkaufserlös bestimmt. Synonym wird er als "Verkehrswert", als "Verkaufswert", als "Normalverkaufswert", als wahrer oder wirklicher Wert, als "objektiver", "tatsächlicher", als "innerer Wert", als, "gemeiner Wert", als "Marktwert" bezeichnet (Piltz, Die Unternehmensbewertung in der Rechtsprechung, 93). Gl. v: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 26.

Govorimo i o apsolutnoj vrijednosti, funkcionalnoj vrijednosti, srednjoj vrijednosti, notnoj vrijednosti, toplotnoj vrijednosti, brojčanoj vrijednosti, nultoj vrijednosti i o drugim vrijednostima.⁵

Za naše proučavanje je najvažnija privredna vrijednost, koju determinišu korisna vrijednost, rijetkost i vrijednost zamjene. Korisnu vrijednost mjerimo korisnošću tj. upotrebljivošću za vlasnika, rijetkost shvatamo kao ograničenu ponudu nekog dobra, odnosno robe ili usluge, a vrijednost zamjene znači da možemo istim dobrom i trgovati.

1.1. Šta je vrijednost preduzeća, njegovih sredstava i obaveza i kakav je opšti cilj takve procjene?

Glavni predmet našeg proučavanja su one vrijednosti, koje su povezane sa količinom dobijenog ili datog novca, koji očekujemo prilikom zamjene vlasnika preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Nas zanima u novcu izražena vrijednost preduzeća, njegovih sredstava, odnosno obaveza, koju je moguće očekivati kod poslovnih transakcija, tj. prilikom njihove kupovine, odnosno prodaje. Ova vrijednost predstavlja vrijednost vlasničkog udjela, koji ima njegov većinski ili manjinski vlasnik u nekom preduzeću. Može biti procijenjena ali i ostvarena i sa teoretskog aspekta znači novčanu korist za ulagača, u našem slučaju je to vlasnik kapitalnog udjela. Prva nas usmjerava na poslovnu odluku, a druga je već realizovana i posljedica je usvojene odluke i predstavlja kupoprodajnu cijenu. Donosioci odluka u preduzeću stalno se suočavaju sa problemom donošenja pravih odluka, kako vrijednost robe ili usluga ne bi bila smanjena, već da bi rasla. Ako na primjer želimo prodati neku robu, moramo se potruditi da istu ne prodajemo po vrijednosti koja ne pokriva sve troškove i ne doprinosi poslovnom uspjehu preduzeća.

Svaka poslovna odluka neposredno ili posredno utiče na vrijednost preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Ako je odluka racionalna, onda sa njom vrijednost preduzeća i njegovih sredstava nećemo smanjivati, već ćemo ih sačuvati ili čak povećati, a smanjiti vrijednost obaveza. Ovakve odluke prihvataju uspješni vlasnici i menadžeri, koji upravljaju preduzećem i konstantno brinu za ovakve usmjerene i usklađene odluke koje čuvaju i jačaju njegovu vrijednost. Posebno vlasnici i njihovi menadžeri se više puta susreću sa potrebom upoznavanja realne vrijednosti preduzeća, pojedinačnog pogona ili druge organizacione jedinice, mašina, opreme, prostora i slično. Željeli bismo znati, koliko novca možemo dobiti za nenovčano sredstvo prilikom razmjene odnosno prodaje. Odgovor na to pitanje nije moguće tražiti u računovodstvenim podacima i izvještajima o vrijednosti stalnih i obrtnih sredstava i njihovih izvora. Knjigovodstvene vrijednosti mogu biti drugačije od tržišnih, koje se češće mijenjaju, zato nas bilansni i drugi računovodstveni podaci ne mogu zadovoljiti u potpunosti. U njima se kriju rezultati višegodišnjih računovodstvenih politika i ne prikazuju nam uvijek aktualne tržišne vrijednosti sredstava, obaveza i kapitala.

Prilikom procjene vrijednosti preduzeća⁶ potrebno je razlikovati vrijednost preduzeća od vrijednosti kapitala. Vrijednost preduzeća (engl. enterprise value) je novčani ekvivalent njegove sposobnosti ostvarivanja poslovnih koristi, bez obzira na izvor finansiranja. Radi se, dakle, o procijenjenoj, odnosno tržišnoj vrijednosti kapitala i obaveza. Kod vrijednosti kapitala (engl. equity value) se radi o procijenjenoj, odnosno tržišnoj vrijednosti kapitala. U teoriji i praksi procjene vrijednosti preduzeća, vrijednost preduzeća se obično shvata kao vrijednost kapitala. I mi ćemo u nastavku tako posmatrati procjenu vrijednosti preduzeća, osim u slučajevima kada ćemo čitaoca upozoriti na potrebno razlikovanje.

Prilikom vrednovanja, u centru pažnje je prije svega finansijska strana, odnosno finansijski položaj i uspjeh preduzeća, kada moramo sabrati i proučiti skup vrijednosnih i drugih podataka o preduzeću i njegovom okruženju i primjernim korištenjem izabranih načina, metoda i tehnika procijeniti vrijednost preduzeća. Drugačije je kod detaljnog pregleda (engl. due diligence), gdje je u prvom planu proučavanje i procjena šireg privredno-pravnog položaja preduzeća.

2. RAZVOJNI HORIZONT PROCJENE VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

Od sedamdesetih godina prošlog vijeka, teorija i praksa procjene vrijednosti imaju više razvojnih faza i u poimanju vrijednosti preduzeća su nastupile važne promjene.⁷ Glavnu ulogu dobijaju subjektivne teorije o vrijednosti preduzeća, zato ne možemo govoriti o objektivnoj vrijednosti, iako pravna i poslovno-ekonomska struka očekuju od procjenjivača objektivnu vrijednost. Mada nijedna procjena vrijednosti ne može biti potpuno objektivna, jer se radi o procjeni vjerovatnoće i same vrijednosti, koju obavi stručno osposobljeno lice. U centru pažnje je subjekat procjene, koji može reći (odlučiti), koliko je po njegovoj nezavisnoj i nepristrasnoj ocjeni vrijedan procjenjivani objekat. Iako pri tome ne smijemo stvarati dogme da postoji samo jedna objektivna ili jedna subjektivna vrijednost, jer je ona zavisna od svrhe i cilja procjene i naravno od mogućnosti prognoziranja samog procjenjivača. Na primjer, prilikom utvrđivanja vrijednosti objekta za poslovne potrebe (njem. Entscheidungswert) glavna pažnja usmjerena je na individualnu presudu (procjenjivanje) budućih poslovnih koristi (poslovnih rezultata i neto novčanih tokova) i rizika procjenjivača, koji su u skladu sa očekivanjima posloводства preduzeća. Radi se o subjektivnoj procjeni vrijednosti izabranog objekta, pri čemu prodajna cijena ne bi trebalo da prelazi donje (kod prodavača) odnosno gornje (kod kupca) procijenjene vrijednosti. Kod zaključivanja vrijednosti (njem. Schiedswert) radi se o kompromisu između kupca i prodavca o vrijednosti objekta i osnova je za definisanje kupovne ili prodajne cijene, kao i za pravnu osnovu poštene i primjerene vrijednosti objekta. Zamišljena vrijednost se može bitno razlikovati.⁸

⁵ Apsolutna vrijednost je vrijednost broja bez obzira na predznak; funkcijska vrijednost je korisna vrijednost neke robe ili usluge; srednju vrijednost dobijamo djeljenjem sume dvije ili više istovrsnih količina sa njihovim brojem; notna vrijednost je vrijednost trajanja note; toplotna vrijednost je količina toplote, koju daje gorivo pri gorenju; brojčana vrijednost je vrijednost nekog broja na određenom mjestu u broju, apsolutna nula je na -273 °C.

⁶ Slov. vrijednotenje preduzeća; engl. valuation, business valuation; njem. Unternehmensbewertung; franc. évaluation d'entreprise;

⁷ Njemački autor Piltz je još u osamdesetim godinama govorio o dvije faze prilikom procjenjivanja za potrebe zaključivanja primjerene cijene: u prvoj fazi (njem. Feststellungsphase) objektivno ocijenimo osnovnu vrijednost (njem. Grundwert), a u drugoj fazi (njem. Verhandlungsphase) subjektivno ocijenimo očekivane mogućnosti i učinke kod kupca preduzeća. Objektivna vrijednost se vidi u mogućnosti sadašnjeg vlasika preduzeća (šta je sadašnji vlasnik sposoban napraviti sa postojećim preduzećem), ne zanima nas sposobnost budućeg vlasnika preduzeća (šta će sa ovim preduzećem činiti budući vlasnik).

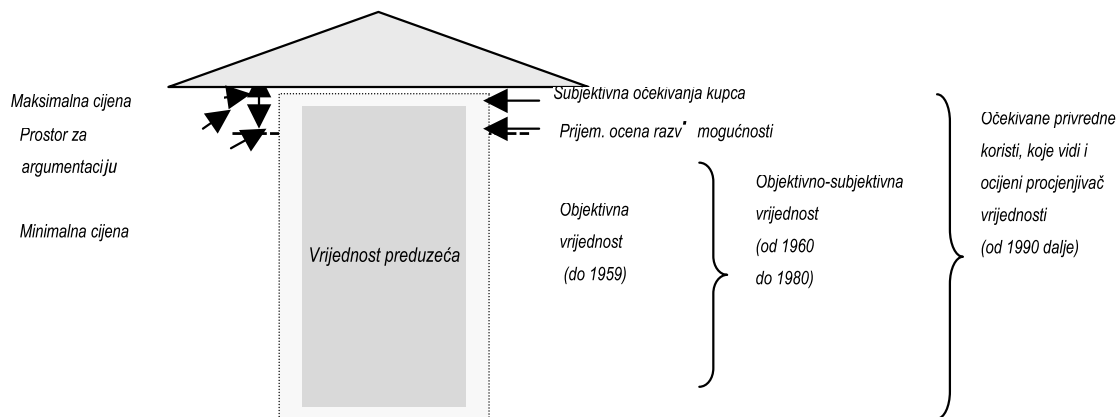
„Der objektivierte Unternehmenswert ist ein typisierter Zukunftserfolgswert, der sich bei Fortführung des Unternehmens in unverändertem Konzept und mit allen realistischen Zukunftserwartungen im Rahmen seiner Marktchancen und -risiken, finanziellen Möglichkeiten sowie sonstigen Einflussfaktoren ergibt“. Više o tome u: Romuald Bertl, Alexander Schiebel: Es gibt keinen objektivierte Unternehmenswert. Auch wenn es sich die betriebswirtschaftliche Bewertungspraxis bei der Schiedswertermittlung noch so sehr wünscht. Recht & Rechnungswesen – RWZ 12/03. Orac Verlag, Wien, str. 355.

⁸ „Genauso falsch wie das Dogma eines einzigen objektivierte Unternehmenswertes ist allerdings auch das Dogma eines einzigen subjektorientierten Unternehmenswertes, da u.a. dominierte transaktionsbezogene Bewertungsanlässe so nicht lösbar sind. Vielmehr ist der subjektorientierte Unternehmenswert untrennbar mit dem Bewertungsanlass und in weiterer Folge mit dem Bewertungszweck verbunden und verändert sich demgemäß mit einem sich ändernden Bewertungszweck...“ Več o tem gl: Romuald Bertl, Alexander Schiebel: Es gibt keinen objektivierte Unternehmenswert. Auch wenn es sich die betriebswirtschaftliche Bewertungspraxis bei der Schiedswertermittlung noch so sehr wünscht. Recht & Rechnungswesen – RWZ 12/03. Orac Verlag, Wien, str. 353. i dalje.

Današnje poimanje vrijednosti preduzeća izgrađeno je na funkcionalnom vrednovanju koje se ne obazire na objekat procjene, nego na svrhu i cilj procjene kao i ulogu procjenjivača u predmetnom zadatku (nezavisni i nepristrasni procjenjivač, savjetnik ili medijator) i naravno za razvojnu fazu, u kojoj se preduzeće nalazi (u početnoj fazi, fazi rasta, fazi stagnacije ili čak nazadovanja). Vrijednost

preduzeća, dakle, nije više opštevažeća i nije statična, nego proizlazi iz svrhe procjene i tome danas u pretežnoj mjeri odgovara procjena funkcionalne vrijednosti preduzeća pomoću dohodovnog i/ili tržišnog načina procjene (engl. income approach i/ili market approach).

Slika 3: Razvojni horizont procjene vrijednosti u Evropi



Razvojni horizont procjene vrijednosti u Evropi	do 1959.	1960 – 1980.	od 1990. dalje
1. Teorija procjene vrijednosti preduzeća	Teorija objektivne vrijednosti	Teorija subjektivne vrijednosti	Teorija funkcionalne vrijednosti
2. Vrste procjene vrijednosti preduzeća	Statička procjena	Statička i dinamička procjena	Dinamička procjena

3. PROFESIONALNI PROCJENJIVAČI VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

U ovom poglavlju ćemo predstaviti nosioce djelatnosti procjene vrijednosti preduzeća, dakle profesionalne procjenjivače vrijednosti u tri različite uloge.

3.1. Ko se bavi procjenjivanjem vrijednosti preduzeća, sredstava i obaveza?

Potrebu za procjenom vrijednosti ima svako, ko u vlasništvu ima i/ili posjeduje preduzeće, njegova sredstva ili obaveze i posljedično mora donositi poslovne odluke; mora obezbijediti na primjer poslovnu uspješnost preduzeća, njegovih proizvoda i usluga, dostići primjerenu vrijednost prodatog preduzeća, odnosno njegovog organizacionog dijela ili njegovog vlasničkog udjela i slično. Ovakva procjena vrijednosti je prisutna:

- prilikom obezbjeđivanja novčanih izvora i ulaznih predmetnih i nepredmetnih sredstava i ostalih dobara;
- prilikom pretvaranja ulaznih sredstava i drugih ulaznih dobara u poslovne učinke, u proizvode i usluge;
- prilikom prodaje, odnosno trženja ostvarenih proizvoda i usluga;
- prilikom prodaje predmetnih i nepredmetnih sredstava i vraćanja pozajmljenih novčanih sredstava;
- prilikom kupovine ili prodaje preduzeća, njegovih organizacionih jedinica, vlasničkih udjela i slično.

Prilikom analize poslovnih događaja potrebno nam je znanje o vrijednosti sredstava, dugova ili preduzeća, da bi mogla uslijediti

pravilna odluka. To znanje onaj koji odlučuje stiče učenjem i vještinama, a mogu ga podržavati i specijalisti u preduzeću ili izvan njega, koji se profesionalno bave proučavanjem i posredovanjem spoznaja (= informacija) za usmjeravanje i/ili usklađivanje odluke. Izvan preduzeća su to profesionalni procjenjivači vrijednosti, ovlašćeni revizori i savjetnici, a u preduzeću menadžerske računovođe odnosno kontrolori (engl. Controllers), interni revizori, privredni analitičari i planeri i ostali, koji pomoću analize i procjene podataka mogu procijeniti vrijednost nekog sredstva, obaveze ili preduzeća. U većim bankama i drugim preduzećima možemo imati i posebnu organizacionu jedinicu (na primjer odjeljenje), koja se isključivo bavi procjenom vrijednosti, posebno za potrebe računovodstvenog izvještavanja (bilansiranja) i usputnog obezbjeđivanja odgovarajućih tržišnih vrijednosti nekretnina kod hipotekarnih kredita.

Prilikom procjene ovih sredstava, obaveza ili preduzeća, koja nisu predmet čestih kupovina i prodaja na tržištu, manje je prisutno znanje, jer su ovakve informacije rijetke i obično nisu dostupne svima, a na kraju još mnogo rizikujemo da li uopšte imamo prave spoznaje o vrijednosti. Moramo na primjer znati da li je dobijeno znanje o vrijednosti upoređenog sredstva, obaveze ili preduzeća korisno za dati slučaj. Posebno tada, kada želimo spoznati vrijednost sredstava, duga ili preduzeća, teško ćemo naći jednake ili slične slučajeve (realizovane transakcije), koje bismo mogli uporediti.

Prvo ćemo morati proučiti u kojim dijelovima se određeno preduzeće ili sredstvo razlikuje od našeg i u vezi s tim obaviti potrebna prilagođavanja. Ako ne budemo imali ni takvih slučajeva, oslonićemo se na profesionalne procjenjivače, koji će procijeniti i reći svoje nezavisno i nepristrasno mišljenje o tome kakva je očekivana vri-

jednost sredstva, obaveze ili preduzeća, kada realizujemo kupovnu ili prodajnu svrhu.⁹

U poslovnom svijetu imamo, dakle, posebne stručnjake (specijaliste), koji imaju teoretsko i praktično znanje, potrebno za vjerodostojnu¹⁰ procjenu preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Radi se o eksternom (engl. valuer) ili unutrašnjem (engl. internal valuer) procjenjivaču vrijednosti, koji ispunjava sve zahtjeve nezavisnosti i stručne nepristrasnosti, kao što to zahtijeva važeća doktrina stručnog procjenjivača vrijednosti. Profesionalni procjenjivač je (engl. professional valuer), onaj koji pomoću izbora i korištenja odgovarajućih načina, metoda i tehnika vrednovanja može reći naručiocu kolika je prihvatljiva vrijednost preduzeća, njegovog rada, njegovih sredstava i dugova. Procijenjenu vrijednost mnogo puta koristimo kao osnovu prilikom dogovaranja o prodajnoj cijeni između kupca i prodavca. Inače, ona se oblikuje na tržištu prilikom suočavanja prodavca i kupca za prodaju i kupovinu preduzeća, njegovog sredstva ili obaveze; ali prilikom trgovanja potrebna je osnova ili prethodna procjena vrijednosti, da bi znali kakvu prodajnu odnosno kupovnu cijenu preduzeće ima.

Specijalista (ekspert) je razumna, iskusna i ličnost od povjerenja, od kojeg druga strana zahtijeva da da svoje nezavisno i nepristrasno mišljenje o nekoj stvari. U našem slučaju ima zadatak da da svoje stručno mišljenje (ekspertizu) o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, njegovog posla, sredstva ili obaveze. Radi se o izražavanju stručnog mišljenja, a ne o tvrdnji, jer nije moguće govoriti o jednoj samoj realnoj, odnosno apsolutnoj vrijednosti. Mnogo puta su specijalisti i stručni saradnici na sudovima, gdje učestvuju kao važni činioци prilikom presuđivanja spornih slučajeva i njihova nepristrasna procjena odlučujuće utiče na presudu sudije.

U poslovnom životu postoje brojni razlozi kada je potrebno znanje stručnjaka za procjenu vrijednosti. Mnogi od tih zahtijevaju angažovanje specijalista, koji dobro poznaju poslovnu ekonomiju, dakle, teoretske i praktične vidike djelovanja preduzeća, pa mogu uz odgovarajuća poslovno-ekonomska, matematičko-statistička i empirijska znanja i iskustva, ocijeniti njihovu privrednu moć i vrijednost. Među tim specijalistima je i procjenjivač vrijednosti preduzeća (engl. business valuer, njem. Unternehmensbewerter). To je lice koje zbog svog obrazovanja, osposobljenosti i iskustva može procijeniti vrijednost preduzeća, vlasničkih udjela u preduzeću i/ili nepredmetnih sredstava¹¹.

Procjena vrijednosti je osnovni zadatak procjenjivača preduzeća, njihovih organizacionih dijelova, sredstava i obaveza. Pored ovog osnovnog zadatka ima i druge, zato procjenjivači mogu nastupati i u drugim ulogama (kao savjetnici, posrednici, zastupnici i drugi u ime naručioca), ali mogu koristiti stručni naziv i predstavljati se kao ovlašteni procjenjivač samo onda, kada obave procjenjivačke zadatke nezavisnog specijaliste. Procjenjivač mora uvijek saopštiti u kakvoj ulozi nastupa; to mu nalažu i pravila Međunarodnih standarda vrednovanja (MSV 3 – Izvještavanje o procjeni vrijednosti),

prema kojim se procjenjivač vrijednosti ne smije predstavljati, potpisivati i pozivati se na to da je ovlašteni procjenjivač.¹²

Procjenjivač vrijednosti može nastupati u sljedećim ulogama:

- nezavisni procjenjivač (engl. independent valuer, njem. neutraler Gutachter) za procjenu vrijednosti preduzeća, njegove organizacione jedinice, vlasničkog udjela, njegovih sredstava ili obaveza; radi se o objektivnoj procjeni vrijednosti preduzeća koja je namijenjena poslovnim odlukama u vezi sa vrijednošću preduzeća;
- savjetnik (engl. consultant, njem. Berater, Parteiengutachter) naručiocu za zaključivanje i/ili postizanje željene vrijednosti i/ili tržišne cijene preduzeća, sredstva ili duga; radi se o subjektivnoj procjeni vrijednosti preduzeća i namijenjena je poslovnim odlukama u vezi sa vrijednošću preduzeća;
- moderator (engl. moderator, njem. Schiedsgutachter) ili posrednik (engl. mediator, njem. Vermittler) prilikom usklađivanja mišljenja partnera (stranaka) sa različitom predstavom o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, sredstva ili obaveza;¹³ radi se o opredjeljenju poštene, odnosno pravične vrijednosti, odnosno cijene između dvije subjektivne predstave o vrijednosti preduzeća (njem. "fairer" Einigungspreis aus zwei subjektiven Unternehmenswerten) i namijenjeno je povezivanju i zbližavanju interesa dvije stranke u vezi sa vrijednošću preduzeća.

Nezavisni procjenjivač vrijednosti je onaj koji:

- daje naručiocu objektivna (nezavisna i nepristrasna) i odgovorna pismena mišljenja (= iskaze) o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, njegovog rada, kapitalnog odnosno vlasničkog udjela, sredstava ili obaveza u vezi sa poslovnim (komercijalnim), pravnim, poreskim ili drugim namjerama;
- ima (javno) ovlašćenje za stručni rad i dosljedno poštuje važeću doktrinu nezavisne i nepristrasne procjene vrijednosti preduzeća, njegove organizacione jedinice, kapitalnog udjela, sredstava ili obaveza;
- kome stručna i ostala javnost vjeruje, ima povjerenje u njegovo stručno mišljenje, jer djeluje kao specijalista sa visokim nivoom procjene i znanja;
- djeluje nezavisno i naručiocu nudi potpuno nepristrasna i nezavisna znanja o realnoj i poštenoj vrijednosti preduzeća, njegovog posla, kapitalnog udjela, sredstva ili duga.¹⁴

Savjetnik naručioca za postizanje željene vrijednosti i cijene je onaj koji:

- daje naručiocu subjektivne pismene ili usmene stručne inicijative, kako postići željenu vrijednost i/ili cijenu prilikom kupovine ili prodaje (posla) preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili duga; daje savjete koji se tiču promjene vrijednosti, najboljeg načina izvođenja posla (na primjer kupovine ili prodaje), upisa vrijednosti u poslovne knjige i ostalo;

⁹ Znanje, odnosno informaciju stiče svaki pojedinac sam, drugi nam mogu saopštiti samo pouzdana obavještenja ili poruke, pomoću kojih stičemo znanje. Primjer: novinar nam ne dostavlja informacije, nego nas izvještava o činjenicama, a čitaoci oblikuju informaciju; za neke čitaoce to uopšte neće biti informacija, već obavještenje, koja za njih neće imati značaj nove poruke.

¹⁰ Vjerodostojna procjena je kada je neko obavio profesionalno, odnosno na realan i pošten način i o tome da pismeno ili usmeno stručno mišljenje. Korisnik takve poruke ili izvještaja bez sumnje vjeruje da je takav izvještaj i za njega prihvatljiv.

¹¹ Gl. u: Pojmovnik izraza u Međunarodnim standardima procjenjivanja vrijednosti. Prevod osmog izdanja MSOV. Slovenački institut za reviziju, Ljubljana 2007, str. 202. Dostupno i na internet stranici Instituta.

¹² O tome je Slovenački institut za reviziju 24. marta 2009. poslao posebnu pismenu poruku svim ovlašćenim procjenjivačima vrijednosti u Sloveniji, koji glasi: "Potpis ovlašćenog procjenjivača vrijednosti, kada ovaj nastupa u ulozi finansijskog savjetnika."

¹³ Neki autori dodaju i četvrtu ulogu, koju ima procjenjivač kao poslovni savjetnik prilikom objelodanivanja, odnosno upravljanja vrijednošću preduzeća (njem. Steuerungsfunktion). U toj ulozi radi se o unutrašnjem procjenjivanju vrijednosti preduzeća; takvo procjenjivanje namijenjeno je vrednovanju preduzeća za potrebe djelatnosti kontrolinga (njem. controllingorientierte Unternehmensbewertung). Gl. u: Thomas Günther: Unternehmenswertorientiertes Controlling. Controlling Verlag Franz Vahlen GmbH., München 1997, str. 72.

¹⁴ O ulozi procjenjivača vrijednosti kao nezavisnog vještaka, savjetnika ili spravitelja (medijatora) gl. i u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 71–74.

- daje naručiocu stručne inicijative, kako postići privredne ciljeve prilikom povećanja vrijednosti kapitala, emitovanja novih akcija, prilikom likvidacije ili stečaja preduzeća; djeluje zavisno (= pristrasno), iako i dalje profesionalno (= stručno); u ime i za račun naručioca trguje (kupovina ili prodaja) preduzećem, njegovim organizacionim jedinicama, kapitalnim udjelima, sredstvima ili obavezama;
- naručilac mu povjerava da svojim procjenjivačkim ponašanjem i znanjem, ličnim i profesionalnim moralom proširi njegove spoznaje-znanja za postizanje privrednih ciljeva;
- nudi naručiocu nova znanja o načinima i metodama, odnosno u njegovo ime i za njegov račun obavlja aktivnosti koje su potrebne za postizanje željenog privrednog cilja sa područja vrijednosti ili cijene preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili obaveze.

Moderator prilikom usklađivanja različitih mišljenja o vrijednosti i cijeni je onaj koji:

- u poslovnim (komercijalnim) ili pravnim poslovima posreduje između pravnih i fizičkih lica (stranaka) i usklađuje različita međusobno suprotna (konfliktna) mišljenja o vrijednosti ili cijeni preduzeća, sredstva, kapitalnog udjela ili obaveze, da bi oba lica došla do sličnog pogleda na vrijednost;
- neposredno i lično saraduje; poštuje integritet stranaka u sporu i djeluje kao nezavisan stručni autoritet, koji dobrim ugledom i poznavanjem važeće doktrine procjene može uticati na promjenu njihovih predstava o spornoj vrijednosti;
- na stručan i ubjedljiv način zbližava (sužava) različita mišljenja lica i traži kompromisna rješenja da bi riješili sporni problem u vezi sa vrijednošću odnosno cijenom preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili obaveze;
- prilikom traženja kompromisnog rješenja obično određuje objektivni, odnosno nesporni dio vrijednosti, odnosno cijene kao i raspon između druge subjektivne predstave o vrijednosti, odnosno cijeni preduzeća, kapitalnog udjela, sredstva ili obaveze;
- mu stručna i ostala javnost povjeri pregovaračku ulogu, gdje djeluje kao nezavisni i nepristrasni pregovarač (posrednik, arbitar) sa visokim stepenom procjenjivačkog ponašanja i znanja kao i ličnog i profesionalnog morala;
- može između spornih lica postići usaglašavanje o prihvatljivoj vrijednosti preduzeća, kapitalnog udjela ili obaveze i na taj način riješiti problem koji opterećuje sporne stranke.

Mnogo procjenjivačkog znanja trebaju posjedovati i ovlašćeni revizori, poreznici, privredni savjetnici i kontrolori, odnosno upravljačke (=menadžerske) računovođe. Posebno velika potreba za znanjem nastupila je pedesetih godina prošlog vijeka, kada se već pojavio privredni procvat u zapadnoj Evropi,¹⁵ Japanu i drugdje u svijetu.¹⁶ Važnije teoretske analize sa ovog područja zapažamo nakon 1970. godine; najprije su prevladale takozvane objektivne teorije (njem. Theorie des Standpunktes, "Wert des Unternehmens so, wie es steht und liegt"). Još u šezdesetim godinama prevladavalo je mišljenje da za svako preduzeće postoji objektivna vrijednost, zato

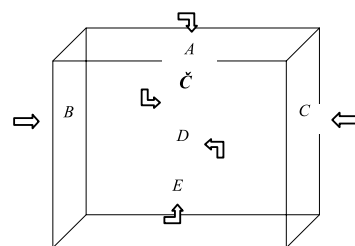
prilikom procjene nisu uzimali u obzir subjektivne komponente, na primjer znanja, poslovne veze, kvalitet posloводства. Vrijednost preduzeća je bila, dakle, isključivo obrađivana statički i na istorijski način. Za takvu procjenu se danas kaže da je izvedeno na nabavno-vrijednosni, odnosno troškovni način (engl. cost approach, njem. Substanzwertverfahren, Einzelbewertungsverfahren). Na vrijednost preduzeća su gledali s aspekta obezbjeđivanja postojećeg stanja i ponovnih nabavnih vrijednosti, zbog čega su procijenjene vrijednosti bile znatno drugačije od današnjih.¹⁷

Koji su stručni okviri procjene vrijednosti?

U procjenjivačkoj djelatnosti obično pravni propisi ne daju prednost izabranom načinu, metodu ili tehnici procjene vrijednosti. Ako su mišljenja o odgovarajućem izabranom načinu, metodu ili tehnici procjene različita, a posljedično su različite i procijenjene vrijednosti, konačna odluka je često prepuštena sudu. Teško je govoriti o jedinstvenom i najkvalitetnijem načinu kao i metodu procjene vrijednosti, jer postoji više rješenja, zato treba izabrati ono koje za određeni slučaj ima najizrazitiju snagu, dakle, najrazumnije ili najubjedljivije.

U teoriji i u praksi vrednovanja uvedena su standardna stručna pravila, koja olakšavaju izbor odgovarajućih načina, metoda i tehnika kao i izvođenje poslova, a pomažu struci prilikom zaštite i kod razvoja njene važeće doktrine.¹⁸ Pored ovih pravila imamo još mnogo stručnih knjiga o teorijskim i praktičnim raspravama i uputstava za izbor i izvođenje rješenja prilikom procjene vrijednosti preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Sva ta pomagala potrebno je shvatiti kao upustvo za traženje i izvođenje optimalnih rješenja, pomoću kojih bismo došli do stručno prihvatljivog, dakle, ubjedljivog i razumnog rješenja.

Slika 4: Tipologija vrijednosti



1. Objektivna i subjektivna vrijednost i statička i dinamička vrijednost (A)
2. Stvarna i nestvarna vrijednost (B)
3. Vrijednost u novčanom i nenovčanom obliku (C)
4. Tržišna i netržišna vrijednost (Č)
5. Korisna vrijednost i vrijednost zamjene (D)
6. Poštena i pravična vrijednost (E)

¹⁵ Sjetimo se važnog događaja: američki predsjednik Harry Truman je 12. marta 1947. godine u američkom kongresu predstavio doktrinu pomoći državama koje je ugrožavao komunizam (takozvana Trumanova doktrina); to je značilo i početak hladnog rata između Istoka i Zapada, koji je trajao sve do kraja osamdesetih godina.

¹⁶ U istočnoevropskim državama i u Sloveniji je procjenjivanje vrijednosti preduzeća aktuelno društveno i poslovno-ekonomsko pitanje tek od početka devedesetih godina prošlog vijeka, kada su stvoreni uslovi za tržišno privredovanje kao i za prodaju preduzeća i drugih poslovnih lica.

¹⁷ Gl. u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 77. i 78.

¹⁸ Važeća doktrina procjenjivanja vrijednosti je podržana naprednijim teorijskim spoznajama u struci i praktičnim rješenjima, koje struka smatra za najprimjerenije. Radi se o najboljoj teoriji i najboljoj praksi u datom vremenu i u datim uslovima.

4. RAZLOZI ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI PREDUZEĆA

U daljoj istoriji su na preduzeće najprije gledali kao na tržišnu robu u ograničenom smislu. Predmet kupovine i prodaje bili su samo predmetni dijelovi preduzeća, a ne potpuno preduzeće kao poslovno lice. Njegova potraživanja i obaveze su najprije bile neprenosive i tek kada su se formirala pravna lica u kasnom srednjem i novom vijeku, preduzeće sa svim svojim sredstvima i dugovima postalo je predmet trgovanja.¹⁹ Danas obično polazimo od toga da je pravno lice sposobno i primjereno za trgovanje, dakle, za kupovinu i prodaju, a predmet kupovine može biti kompletno preduzeće ili njegov dio, odnosno ukupni kapital ili dio kapitala (= kapitalni, odnosno vlasnički dio).

Prilikom procjene vrijednosti ne radi se o nepovjerenju u kvalitet računovodstvenih izvještaja i podataka, nego o spoznaji vrijednosti preduzeća, koja proizlazi iz postavljene svrhe i ciljeva vrednovanja, privrednih odnosa u preduzeću i njegovom okruženju. Računovodstvo nam nudi podatke i izvještaje, koji odgovaraju računovodstvenim pravilima aktivnog ili neaktivnog preduzeća u određenom poslovnom okruženju. To okruženje postavlja različita pravila evidentiranja i vrednovanja privrednih kategorija i zbog toga se mogu pojaviti bitne razlike između procijenjenih i računovodstveno prikazanih vrijednosti. Zato moramo imati dovoljno znanja o tome šta nam nudi računovodstvo a šta izvještaj procjenjivača.

Računovodstvena struka nam unutar načela i standarda kao i pravnih pravila dozvoljava uvođenje računovodstvenih politika kao izbora legalnih mjera za vrednovanje privrednih kategorija. Posljedično su različite i stručno prihvatljive i predstave imovinskog i finansijskog položaja kao i poslovnog uspjeha. Sadržajno različiti iskazi nisu stručno suprotni, jer su rezultat prihvaćenih politika i stvaranja kao i oslobađanja dozvoljenih latentnih rezervi. Neprihvatljivi su kada vrhovno posloводство preduzeća (= top menadžment) prihvata suprotne računovodstvene politike, a računovodstveni iskazi sadrže nedozvoljene skrivene rezerve i skrivene gubitke.²⁰

U odnosima aktivnog preduzeća ne možemo stvoriti idealan računovodstveni odnos da bi povremeni računovodstveni iskazi – mislimo prije svega na bilans stanja i bilans uspjeha – u svim pogledima odgovarali apsolutnoj stvarnosti. Mnoge privredne kategorije možemo samo ocijeniti, na primjer amortizaciju, koja je novčana nadoknada za trošenje osnovnih sredstava, a neke uopšte ne ocijenimo i uključimo ih u tradicionalne računovodstvene izvještaje, na primjer vrijednost goodwill-a preduzeća, istraženog tržišta, organizacionog sastava preduzeća i drugo.

Djelovanje preduzeća u okruženju sa razvijenim tržištem i slobodnom konkurencijom zahtijeva visok stepen znanja o procjeni vrijednosti preduzeća i njegovih dijelova. Vrhovno posloводство i vlasnici preuzimaju odgovornost za postojanje i razvoj preduzeća, a prije svega za obaveze prema povjericima. Vlasnici imaju opravdan interes za čuvanje i oplemenjivanje kapitala. Na preduzeće gledaju kao na finansijsko ulaganje, koje im se isplati onda kada nazad dobiju ono što su uložili i još nagradu za ulaganje u obliku dividendi, vrijednosti kapitala ili drugih nadoknada. Da bi znali da li je ulaganje smisaono, odnosno dovoljno sigurno i unosno, moraju na raspolaganju imati brojna saznanja, takođe i o vrijednosti preduzeća. Pomoću njih postižu veću poslovnu preglednost i lakše se a prije svega bezbjednije odlučuju za poslovne poteze. Osim njih tu su i drugi postojeći potencijalni investitori, koji povremeno ili trajnije ulažu novac u preduzeća i žele znati kakva je poslovna korist i vjerovatnoća njene realizacije.

Danas imamo različite potrebe za procjenom vrijednosti preduzeća i procjenjivač vrijednosti može imati različite uloge. Razumijevanje procjenjivačke djelatnosti je procijenjena vrijednost izgrađena na osnovnoj svrsi procjene. Čvrsto je povezana sa svakim transakcijskim i netransakcijskim razlogom procjene. Netransakcijski razlozi su oporezivanje sredstava, procjena kreditne sposobnosti, proučavanje rasta vrijednosti za potrebe poslovanja i drugo. Transakcijski uslovljeni razlozi su oni koji obično vode do promjene vlasništva i povezani su sa objektom procjene.

¹⁹ Slična situacija je danas kod fizičkog lica koje ima status samostalnog preduzetnika. Prestankom djelovanja ili prodajom takvo lice prestaje postojati i vlasnik mora prije prestanka i brisanja samostalnog preduzetnika poravnati sve obaveze, odnosno dugove.

²⁰ Latentne rezerve su posljedica legalnih računovodstvenih pravila (pretpostavki, načela i standarda) i računovodstvenih usmjerenja poslovnog lica. Predstavljaju razliku između niže knjigovodstvene i više nadoknadne vrijednosti sredstava kao i između više knjigovodstvene vrijednosti i niže otplative vrijednosti obaveza do izvora sredstava. Povremeno su problem, jer ih otkrijemo prije ili kasnije, ako ne prije, onda kada sredstvo ili obavezu konačno izolujemo iz poslovanja (otudimo, poravnamo obaveze). Zato tihe rezerve prvo vode ka smanjenju, a onda ka povećanju poslovnog rezultata. Skriveni gubici su posljedica obratnih situacija i nepoštovanja računovodstvenih pretpostavki, načela i standarda i nisu usklađeni sa važećom računovodstvenom doktrinom.

Oblikovanje latentnih rezervi:	Otkrivanje latentnih rezervi:
povećanje rashoda i smanjenje poslovnog rezultata	povećanje prihoda i poslovnog rezultata

Poznajemo više vrsta latentnih rezervi: rezerve po volji zakonodavca i nosilaca računovodstvenih pravila, rezerve na osnovu računovodstvenih politika i rezerve na osnovu odluka preduzeća. Gl. v: Franc Koletnik: Proučavanje (analiziranje) računovodskih izkazov. Ekonomsko-poslovni fakultet Univerziteta u Mariboru, Maribor 2006, str. 170. i 171.

Slika 5: Razlozi za procjenu vrijednosti²¹

Transakcijski razlozi		Netransakcijski razlozi
Prevladavajući	Neprevladavajući	
<ul style="list-style-type: none"> • kupovina ili prodaja preduzeća ili dijela preduzeća • ulazak člana u preduzeće bez isključenja postojećih • osnivanje preduzeća pomoću drugog preduzeća • udruživanje, razdruživanje, poštena podjela i vrijednost • zaključivanje vrijednosti izdatih dionica kod društava, koja idu na organizovano finansijsko tržište 	<ul style="list-style-type: none"> • pravo člana društva na otpremninu prilikom napuštanja • prisilno napuštanje člana sa novčanom otpremninom • drugi razlozi vezani za promjenu vlasništva i pravno-organizacijskog položaja preduzeća 	<ul style="list-style-type: none"> • oporezivanje sredstava i kapitala • procjena kreditne mogućnosti • sanacija preduzeća • prprocjena rasta vrijednosti preduzeća

Imamo, dakle, raznovrsne potrebe i korisnike, koje možemo grupisati u sljedeće karakteristične vrste potreba: procjena vrijednosti preduzeća za poslovne potrebe, za pravne potrebe kao i za poreske, finansijske i druge potrebe.²² Sve te potrebe ćemo detaljno predstaviti u sljedećim poglavljima.

4.1. Procjena vrijednosti preduzeća za poslovne potrebe

Privredni procvat u Zapadnoj Evropi, SAD, Japanu i u nekim drugim državama je nakon 1950. godine prouzrokovao mnogo prodaja, kupovina, osnivanja i likvidacija preduzeća. Istovremeno je rasla potreba za profesionalnim procjenjivačima preduzeća. Prvo su naručiocu koristili usluge ovlašćenih revizora, a kasnije sa ovlašćenim procjenjivačima, istim ovlašćenim revizorima i drugim privrednim stručnjacima, koji su stekli procjenjivačko znanje i povjerenje javnosti u njihovu nepristrasnu, nezavisnu i kvalitetnu procjenu vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela, njihovih sredstava i obaveza.

Procjenjivač vrijednosti može imati i ulogu privrednog savjetnika. Naručilac, naime, očekuje da će mu naći, odnosno upozoriti ga na što više argumenata za oblikovanje subjektivnog dijela cijene. Raspon za taj dio cijene je širok i teorija procjene ne daje znanja o egzaktnoj procjeni. Pored toga takav savjetnik je dobrodošao, kada vlasnik odlučuje o izdavanju ili prodaji akcija, o prodaji preduzeća ili vlasničkog udjela, o kupovini drugog preduzeća, o sanaciji i likvidaciji preduzeća, u vezi sa porezom i drugim obavezama.

U poslovnom životu postoje, dakle, brojni razlozi za vrednovanje (posla) preduzeća, njegovih sredstava i obaveza. Mogu imati samo poslovni značaj u poslovanju preduzeća, kada se za procjenu interesuju poslodavci, vlasnici, povjerioci, pravosudni ili poreski organi. Za vlasničke i menadžerske potrebe vrednujemo preduzeće, njihova sredstva i/ili obaveze kod sljedećih događaja:

- osnivanje preduzeća: procjena vrijednosti sredstava, dugova i kapitala prilikom osnivanja;
- promjena vlasništva i kapitala: prodaja preduzeća i promjene u vlasničkim udjelima te istupanju suvlasnika;
- udruživanja i podjela preduzeća: udruživanje (pripajanje i spajanje) preduzeća i podjela preduzeća;
- promjena pravno-organizacijskog oblika i prenosi imovine preduzeća;
- računovodstvo i računovodstveno izvještavanje: prepoznavanje i mjerenje vrijednosti privrednih kategorija;
- za poslovne potrebe: unutrašnje proučavanje privrednog položaja i uspjeha preduzeća; nepristrasna presuda imovinskog i finansijskog položaja i poslovne i novčane uspješnosti preduzeća;
- kriza i sanacija i prestanak djelovanja preduzeća: redovna likvidacija preduzeća;
- za poslovne i nadzorne odluke kod dugoročnog usmjeravanja i ravnomjernog razvoja preduzeća.

Najviše razloga i posljedično izabраниh načina i metoda procjene vrijednosti preduzeća leži u realizovanim ili planiranim promjenama vlasništva preduzeća, koja mogu nastati udruživanjima ili preuzimanjem (engl. Mergers & Acquisitions, M&A). Tu pripadaju kupovina i prodaja, udruživanje, zajedničke investicije, razni alternativni oblici kupovine preduzeća, kao što su: unutrašnji otkup, koji obave menadžeri preduzeća (engl. Management Buy Out, MBO), otkup preduzeća dugom (engl. Leveraged Buy Out, LBO), otcjepljenje (engl. Spin-Off), emitovanje akcija preko prve javne ponude (engl. Initial Public Offering, IPO), otkup akcija, javne ponude za

²¹ Autori različito grupišu razloge za procjenjivanje vrijednosti, za šta su motivi u potrebama, tržišnim okruženjima i pravnim uređenjima preduzeća, na primjer: Romuald Bertl, Alexander Schiebel: Es gibt keinen objektivierte Unternehmenswert. Auch wenn es sich die betriebswirtschaftliche Bewertungspraxis bei der Schiedswertermittlung noch so sehr wünscht. Recht & Rechnungswesen – RWZ 12/03. Orac Verlag, Wien, str. 354.

Dr. Stefan Behringer: Unternehmensbewertung der Mittel- und Kleinbetriebe. Erich Schmidt Verlag, Berlin 2004, str. 33–36. Autor govori o prevladavajućim i neprevladavajućim razlozima kao i o glavnim i sporednim funkcijama procjenjivanja vrijednosti preduzeća.

²² U knjizi Dietmar Ernst, Sonja Schneider, Bjoern Thielen: Unternehmensbewertungen erstellen und verstehen. Ein Praxisleitfaden, 3. Auflage, Verlag Franz Vahlen München 2008, str. 1 možemo upratiti sljedeće razloge za procjenjivanje vrijednosti preduzeća:

– preduzetničke inicijative:	kupovina ili prodaja preduzeća, povećanje kapitala i dugova, ulaz na berzu, menadžerski otkup preduzeća (engl. management buyout), upravljanje sa vrijednošću preduzeća (engl. value-based management), mišljenje o poštenosti (engl. fairness opinion);
– zakonski propisi:	otpremnina u dionicama, otpremnina u novcu, udruživanje i razdvajanje, istisnuti iz posla (engl. squeeze out), insolventnost (njem. Spruchstellenverfahren); drugo (njem. Wertschmelzung, Spaltung, Umwandlung);
– ugovorne osnove ili u okviru metode razdvajanja:	izlaz partnera iz ličnog društva, nasljeđivanje, otpremnina u porodičnom pravu, mišljenja eksperata i arbitražni dogovori (njem. Schiedsverträge);
– bilansni razlozi:	privredno-pravni razlozi za procjenjivanje, neopredmetena sredstva, poresko-pravni razlozi za procjenjivanje, međunarodni računovodstveni izvještaji.

preuzimanje preduzeća koja kotiraju na berzi i drugo. Radi se o procjeni vrijednosti preduzeća koja su osnova za preduzetničke transakcije.

S aspekta investicionog bankarstva i razloga za procjenu vrijednosti preduzeća govorimo o procjeni vrijednosti za prvu javnu ponudu (IPO), preuzimanju i finansijskim analizama.²³ Prilikom procjene vrijednosti preduzeća za potrebe prve javne ponude radi se o određivanju cijene emitovanih akcija, koje bi pozitivno uticale na sekundarno tržište i uključivala bi interese preduzeća, finansijskih investitora i vodećih banaka. Polazna tačka za takvu procjenu je dugoročni, odnosno strateški poslovni plan preduzeća sa procjenama za nekoliko budućih godina i sa procjenom njihove pouzdanosti (njem. Plausibilitätsprüfung). Za procjenu vrijednosti možemo koristiti tržišne analize i brojne aktuelne tržišne vrijednosti (EV/EBITDA, EV/EBIT, P/E, P/BV i drugi),²⁴ diskontiranih budućih prihoda (novčanih tokova ili poslovnih rezultata). Dolazimo do spoznaje okvira u kojem bi se mogla kretati promjenljiva ponuđena cijena i potraživanje za emitovane akcije.

Prilikom procjene vrijednosti za udruživanja i preuzimanja (M&A) procjenjivač je obično u ulozi nezavisnog i nepristrasnog procjenjivača, a može biti i u ulozi savjetnika, kada obavlja savjetničke poslove u vezi sa procjenom i zaključivanjem odnosa kod vrijednosti dionica društava koja se udružuju. I ovdje ćemo imati najčešće posla sa procjenom tržišnih vrijednosti i diskontovanja budućih slobodnih novčanih tokova. Na ovom području, posebno kod ovih velikih transakcija, uvodimo i institut mišljenja o poštenju (engl. fairness opinion), kada se nezavisni eksterni procjenjivač iz ugledne investicione banke ili kao samostalni nezavisni stručnjak (procjenjivač vrijednosti, ovlašćeni revizor) uključi da da mišljenje o cijeni za transakciju, odnosno realnost kursa razmjene akcija. Ovakva potreba se pojavljuje posebno kod udruživanja dvije ili više velikih kompanija, čije akcije kotiraju na berzi, a informacije su dostupne stručnoj i drugoj javnosti. Na ovaj način želi se postići što veća preglednost same poslovne transakcije i zaštititi interesi malih akcinara.

Procjenom vrijednosti se bave i **finansijski analitičari u ulozi spoljašnjeg posmatrača**, koji pomoću podataka u posmatranom preduzeću i na tržištu procjenjuju razvoj vrijednosti neke akcije, često dajući preporuku za kupovinu ili prodaju takvih dionica. Poštenu tržišnu vrijednost određuju pomoću tržišnih vrijednosti, diskontovanih budućih slobodnih novčanih tokova ili čak sa modelom realnih opcija. Metoda je posebno prisutna u slučajevima kada imamo posla sa procjenom vrijednosti, koje su rezultat brojnih poslovnih činilaca sa različitim razvojnim trendovima, a u rastućim preduzećima značaj dobija model realnih opcija.

4.2. Procjena vrijednosti preduzeća za pravne svrhe

Procjena vrijednosti može biti namijenjena i pravnim stvarima, kada se sudskim putem ili na drugi način rješava problem utvrđivanja i priznavanja poštene i realne vrijednosti preduzeća, njegovog organizacionog ili vlašićkog dijela, sredstva ili obaveze za dalje svrhe:

- prisilna raspodjela i prisilni prenos vlasništva preduzeća, odnosno njegovih organizacionih jedinica i vlasničkih udjela na državu;
- privatizacija državnih preduzeća;
- pravna presuda poslovnih ugovora, poslovnih koristi i odšteta;
- prijedlog poravnanja za odvojene članove ili manjinske akcionare;
- vlasnički udio sa stvarnim ulaganjem u preduzeće;
- nasljeđivanje preduzeća i vlasničkih udjela;
- insolventnost, prisilno poravnanje (finansijska reorganizacija) i stečaj preduzeća;
- drugi privredni slučajevi na sudovima.

Prilikom obavljanja posla za pravne potrebe procjenjivač vrijednosti u pravilu ne koristi posebne načine i metode procjene već bira između onih koje su teorija i praksa procjene namijenile poslovnim potrebama. Razlike se pojavljuju u slučajevima kada pravne norme određuju izabrane načine i metode procjene, koje procjenjivač mora uzeti u obzir prilikom izražavanja svog mišljenja. Mada je i u takvim slučajevima ovlašćeni procjenjivač nezavisan i nepristrasni specijalista, koji sudu daje pouzdano stručno mišljenje o vrijednosti sudskog predmeta. Zato pored savremenog teorijskog znanja trebamo imati i praktična iskustva o tome kako vjerodostojno ocijeniti vrijednost preduzeća, njegovog organizacijskog i vlasničkog dijela, sredstava ili duga.

Nosioci ovakve vrste pravnih potreba (tužioci, sudije i drugi) su posebno u prošlosti od procjenjivača vrijednosti očekivali da će prvo ocijeniti objektivnu vrijednost preduzeća, koja za obe strane može biti već obavezna i kasnije još možda subjektivnu vrijednost. Pri tome je teži zadatak u drugom koraku, kada mora ocijeniti subjektivni dio (dakle, gornju vrijednost preduzeća), za koji obično nisu poznati svi uticajni faktori i, dakle, nije ih moguće pouzdano izmjeriti i ocijeniti. Zato nije slučajnost, da su u evropskim sudskim predmetima prevladali upravo načini i metode procjene vrijednosti, po kojima je moguće što objektivnije doći do vrijednosti preduzeća. Takva rješenja vide vrijednost prije svega u stalnim i pokretnim sredstvima, umanjenu za eventualne obaveze koji terete takva sredstva.

Razvojem dinamičke teorije i prelaskom sa objektivnog na subjektivno vrednovanje i procjenjivač vrijednosti u ulozi sudskog vještaka postepeno odbacuje stare teorije i načine i metode procjene i prihvata savremene doktrine procjene vrijednosti. Prvo nastupa kao procjenjivač privrednih koristi ili privredne štete i tek onda u

²³ Gl. I u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien, Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 64. i 74–75.

²⁴ Radi se o traženju tržišne vrijednosti pomoću primjerljivih transakcija (transaktionsmultiples) odnosno primjerljivih relativnih brojeva (kazalnikov, peer - multiples) kao što su:

- EV/EBITDA = odnos između tržne vrijednosti preduzeća i dobiti iz poslovanja (= dobit prije troškova finansiranja, poreza i amortizacije) ; EV – enterprise value; Brutto Unternehmenswert;
- EBITDA – earnings before interest, taxes, depreciation and amortization; Betriebserfolg vor Abschreibungen; množitelj vrednosti EBITDA;
- EV/EBIT = odnos između tržišne vrijednosti preduzeća i dobiti iz poslovanja (= dobit prije troškova finansiranja i poreza); EBIT – earnings before taxes; Ergebnis vor Steuern; množitelj vrednosti EBIT;
- P/E = odnos između tržišne vrijednosti, odnosno cijene i čiste dobiti iz poslovanja na dionicu; P – price, Preis; E – earnings; Ergebnis, Betriebserfolg; množitelj vrijednosti čiste dobiti iz poslovanja na dionicu;
- P/BV = odnos između tržišne i knjigovodstvene vrijednosti kapitala; BV – book value; množitelj knjigovodstvene vrijednosti kapitala.

ulozi procjenjivača vrijednosti određenog objekta. Svoje mišljenje daje nezavisno i nepristrasno sa spoznajnim osnovama, iz kojih je moguće vidjeti donju i gornju i najvjerovatniju vrijednost preduzeća ili drugog određenog objekta.²⁵

U vansudskim postupcima se procjenjivač vrijednosti pojavljuje onda kada se radi o spornim stvarima, a njihovi učesnici imaju različite predstave kao i zahtjeve o vrijednosti objekta i žele taj problem riješiti izvan sudskog postupka i pomoću nezavisnog arbitra. U takve slučajeve se može uključiti procjenjivač vrijednosti i dati svoja nezavisna i nepristrasna mišljenja o subjektivnim predstavama o vrijednosti i priložiti tzv. poštenu i saglasno usvojenu vrijednost preduzeća ili drugog objekta. Takvom procjenjivaču je, dakle, povjerena uloga određivača vrijednosti preduzeća, njegovog organizacijskog ili vlasničkog dijela, koji se pojavljuje o toj vrijednosti između subjektivne procjene kupca i prodavača, odnosno između tužitelja i tuženog. Ponekad se – ne samo u sudskim predmetima – konačna prodajna cijena određuje jako jednostavno: izračuna se srednja vrijednost između vrijednosti kupca i prodavača.²⁶

4.3. Procjena vrijednosti preduzeća za poreske, finansijske i druge potrebe

Vrednovanje može biti namijenjeno mnogim unutrašnjim ili spoljašnjim potrebama u preduzeću, zato o toj struci moraju mnogo znati i top menadžeri i naravno računovodstveni, revizijski i finansijski specijalisti. Radi se o sljedećim vrstama vrednovanja:

- za poreske i osiguravajuće potrebe: procjena vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela, organizacionih dijelova, sredstava i obaveza za potrebe određivanja poreskih obaveza, premija osiguranja, i odšteta i drugog;²⁷
- za opšte društvene potrebe: za trajne i druge društvene potrebe; procjena vrijednosti ulaganja za sprečavanje šteta i šteta u okolini, koje je prouzrokovala preduzetnička djelatnost;
- za potrebe povjerenika: procjena vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela i sredstava za jamstva kod najma, povećanja ili produžavanja kredita i pozajmica;
- za stručnu i drugu javnost: spoljašnje proučavanje finansijskih analitičara, istraživačkih novinara i drugih o stanjima i promjenama vrijednosti preduzeća, vlasničkih udjela, akcija, cijena kod kupoprodaje preduzeća i drugo.

Summary

Estimation of the value of a company is a process that leads to the conclusion about its value. There are two basic views on the value of a company and consequently two main theories, theory of objective and theory of subjective value. This paper reviews the evolution of the theory of valuation of a company, as well as different purposes of its assessment.

Estimate of the value of a company is a professional task, or a special activity, realized by capable and professionally monitored appraisers of the value of a company, its capital, assets and debts. This is done by individual order and in accordance with current doctrine of valuation. A professional appraiser of the value of a company, can only be an individual who has an excellent knowledge of development and achievements in the field and realizes in the best way current technical, professional and ethical standards.

At the beginning of the last decade of the last century in the former Yugoslavia, there has been an introduction of new socio-economic relations, monetary and non-financial markets, particularly the housing market and in general introduction of market economy and capital notion of the ownership of a company, which has created conditions for the exploration and the use of theoretical and practical knowledge about valuation of a company.

²⁵ Već smo rekli da su se u teoriji i praksi procjenjivanja vrijednosti uvela dva osnovna načina i to objektivni i subjektivni način. Objektivna vrijednost prevladava posebno u pravnim stvarima, a subjektivna u poslovnim transakcijama, gdje procjenjivač kaže kakav je granični raspon cijene (njem. Grenzpreis), koji je između gornje (njem. Preisobergrenze) i donje (njem. Preisuntergrenze) granice raspona. Gl. I u: Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 19.

²⁶ O ulozi procjenjivača vrijednosti gl. i: Franc Koletnik, Iztok Kolar: Forenzično računovodstvo, U. pogl. Zveza RFR Slovenije, Ljubljana 2008, str. 196-216.

²⁷ O poreskopraznim i drugim ovakvim potrebama za procjenjivanjem vrijednosti preduzeća (udruženja, preoblikovanja, unosa sredstava i dokapitalizacije, djeljenja i spajanja) i proučavanjem za stručnu i drugu javnost u Austriji gl. i u: Dr. Gottwald Kranebitter (Hrsg.): Unternehmensbewertung für Praktiker. Linde Verlag Wien Ges.m.b.H., Wien 2005, str. 56-64 i 75.

U svim tim slučajevima procjenjivač vrijednosti može se pojaviti u ulozi nezavisnog i nepristrasnog specijaliste, savjetnika ili modera-tora, odnosno posrednika.

ZAKLJUČAK

U tranzicijskim državama se poslovno-ekonomska misao sve do početka devedesetih godina prošlog vijeka nije bavila teorijskim i praktičnim horizontima procjene vrijednosti preduzeća, jer su oni bili bez pravih vlasnika – govorili smo o opštoj društvenoj i/ili državnoj imovini, koju nije bilo moguće ni kupiti ni prodati, osim nekih manjih dijelova preduzeća. Poslovno i društveno okruženje, dakle, nije dozvoljavalo vlasništvo i trženje preduzeća. Zato i nije bilo potrebe za dublje proučavanje i osposobljavanje savremenih teorijskih i praktičnih načina procjene njihovih vrijednosti. Tek uvođenje novih društveno-ekonomskih odnosa u početku posljednje decenije prošlog vijeka, novčanih i nenovčanih tržišta, posebno tržišta nekretninama i uopšte uvođenje tržišne ekonomije i kapitalnog poimanja vlasništva preduzeća je stvorilo uslove za istraživanje i korištenje teoretskog i praktičnog znanja o procjeni vrijednosti preduzeća. U nauci i praksi to područje istražuju različite poslovno-ekonomske discipline i struke. Za njih je značajan visok nivo znanja različitih oblasti: proučavanja računovodstvenih iskaza, poslovnih finansija, poslovnog planiranja, privrednog i poreskog prava, poslovodstva i posebnih znanja o važećoj doktrini procjene vrijednosti. Zato profesionalni procjenjivač vrijednosti preduzeća, njihovog kapitala, sredstava i obaveza može biti samo pojedinac, koji je izvrstan poznavalac razvoja i dostignuća u struci i koji na najbolji način realizuje važeće stručne i profesionalno-etičke norme.

LITERATURA

1. Franc Koletnik: Koliko je vredno podjetje – vrednotenje in trženje podjetij. Druga prenovljena in dopolnjena izdaja. Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije. Ljubljana 2010.
2. Druga domaća i strana literatura.