

Др Гордана МРДАК*

УТВРЂИВАЊЕ ВРЕДНОСТИ АКЦИЈА У ПОСТУПКУ ИСПЛАТЕ НЕСАГЛАСНИХ АКЦИОНАРА У ДОСАДАШЊОЈ ПРАКСИ

Резиме

Чланак се бави анализом досадашњих искустава у примени института права несагласних акционара у нашој пословној и судској пракси, као и основне проблеме који постоје у његовом функционисању, а који се, пре свега, односе на утврђивање вредности акција која се исплаћује несагласним акционарима сходно одредби члана 475. Закона о привредним друштвима, с обзиром да методе процене вредности акција нису биле предмет детаљније анализе од стране судова, нити постоји формирана судска пракса по овом питању.

Кључне речи: *права несагласних акционара, утврђивање вредности акција, методе процене вредности капитала, проценитељ, парнични поступак.*

І Уводна разматрања

Упоредна анализа законских прописа у области процене вредности капитала у Републици Србији и међународних стандарда за процену вредности капитала у развијеним земљама, указује на значајна одступања српске праксе у области процене вредности капитала у односу на праксу процене која полази од професионалних међународних стандарда. Наиме, у процени вредности капитала компанија у Србији постоје разлике у односу на развијене земље са развијеним тржиштем капитала, а те разлике проистичу из бројних проблема који се јављају у Србији и другим земљама у транзицији, који отежавају поступак процене и умањују кредитилитет добијених резултата процене. Ови проблеми у највећој мери доводе до недовољно развијеног финансијског тржишта, које се јавља као ограничавајући фактор. С тим у вези, сва ограничења и фактори који утичу на процену у развијеним земљама, у земљама са недовољно разви-

јеним тржиштем капитала, нестабилним економским и политичким условима као што је Србија само још више долазе до изражаја и интензивније делују и стварају проблеме проценитељима.

Неспорна је чињеница да је у нашој земљи евидентна правна празнина у погледу методологије утврђивања вредности капитала (акција) којом би се прецизно дефинисали начини, као и методе процене приликом утврђивања вредности акција у поступку исплате несагласних акционара, а коју одређена група лица на нашим просторима користи за подношење тужби суду са захтевом за исплату вредности акција, које су веће (некада и вишеструко) од вредности акција које је утврдило друштво и по којој је исплатила несагласне акционаре. Није спорно што се ове тужбе подносе надлежном суду ради остваривања права несагласних акционара јер је то легитимно право акционара, већ само начин утврђивања вредности акција у поступку исплате несагласних акционара, а који се посебно односи на утврђивање процењене вредности акција, обзиром да различити проценитељи примењују различите методе процене, а које за последицу имају различите резултате процене, односно вредности акција.

Проблеми вредновања привредних друштава у нашој земљи нису у томе што нема довољно метода за вредновање, већ напротив што их има превише, због чега се у јавности, а посебно у судској пракси јављају недоумице у погледу тога који метод процене би требало обавезно применити приликом утврђивања процењене вредности акција у поступку исплате несагласних акционара.

У том погледу, након више од 15 година примене института права посебних акционара,¹ у нашој пословној и судској пракси може се извести прелиминаран закључак о томе да ли и на који начин овај институт функционише у нашој судској пракси, као и да ли евентуално постоје злоупотребе овог института у пракси.

II Процена вредности капитала у Србији – неусаглашеност законске регулативе

У Србији су одавно уочени проблеми који се односе на процену вредности и нерегулисаног статуса проценитеља, јер су недостаци у регулацији повезани са лошим вредновањима компанија. Нажалост, опште је познато да наша земља у већини својих институционалних реформи

* доцент Факултета за дипломатију и безбедност универзитета Унион – Никола Тесла у Београду

1 Институт права несагласних акционара у нашој земљи први пут је уведен Законом о привредним друштвима из 2004. године, чл. 444-447. Закона (Сл. гласник РС, бр 125/04).

каска заосталим земљама у транзицији, а то је био и случај са уређењем оквира за проценитељску професију, с обзиром да смо једна од последњих земаља у окружењу која је институционализовала проценитељску професију,² али опет само селективно, односно само за једну област - процену вредности непокретности. Наиме, доношењем Закона о проценитељима вредности непокретности - ЗПВН (Сл. гласник РС, број 108/2016, 113/2017-др. закон) институционализована је професија проценитеља, али само у области *процене вредности непокретности*, која се ради искључиво за потребе закључења уговора о кредиту који је обезбеђен хипотеком и закључења других послова финансијских институција обезбеђених хипотеком, утврђивању вредности непокретности у поступку стечаја, продаје непокретности у поступку вансудског намирења, продаје непокретности у извршном поступку итд.

Питање процене вредности капитала у нашој земљи је уређено са више закона који ову материју регулишу на различите начине, а што је у досадашњој пракси резултирало расправом стручне јавности у погледу тога којим метод процене битребао да се примени приликом утврђивања процењене вредности акција, превасходно за потребе судских спорова и исплате несагласних акционара. Ограничења која намећу прописи нашег законодавства при избору метода процене и одређивању основних параметера и претпоставки за примену изабраног метода, непосредно утичу на (не)објективност проценитеља, односно угрожавају реалност добијеног резултата процене.

Процена вредности у нашој земљи уређена је одредбама чл. 51.-59. Закона о привредним друштвима – ЗПД (Сл. гласник РС, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 – др. закон 5/2015 и 44/2018), којима се уређује питање процене вредности неновчаног улога у друштво, као и питање која лица могу вршити процену вредности капитала. У погледу утврђивања процењене вредности акција за потребе исплате несагласних акционара.³

ЗПД дефинише да се процењена вредност акција утврђује у складу са чланом 51. закона, која се односи на *процену вредности неновчаног улога у друштво*, односно на *лица која могу вршити процену вредности*

2 М. Милојевић, „Финансијско-извештајне промене у Србији у 2018“, *Ревизор*, 21(81)/2018, 18.

3 Сагласно чл. 475, став 1. ЗПД прописано је да се за потребе исплате несагласних акционара утврђују се следеће вредности акција: (а) *тржишна вредности акција* утврђена у складу са чл. 259, став 1, (б) *књиговодствена вредност* акција и (в) *процењена вредност* акција утврђена у складу са чланом 51. ЗПД.

(у смислу да су то: овлашћени судски вештак, ревизор или друго стручно лице које је одстране надлежног државног органа Републике Србије овлашћено да врши процене вредности одређених ствари или права), док је с друге стране одредбом члана 52. ЗПД уређена обавезна *садржина процене* вредности неновчаних улога у друштво. Дакле, иако законодавац изричито не прописује избор метода процене вредности акција, он упућује (одредбом члана 475.ЗПД) на аналогну примену одредаба о процени вредности акција искључиво преко неновчаног улога, односно имовине, и то приликом оснивања друштва.

Ово је разумљиво ако се има у виду да тиме што се изјашњавају да су несагласни акционари, својом вољом иступају из друштва и одричу се даљег статуса инвеститора, а за које је разумљиво да имају интереса за процену капитала предузећа по приносном приступу, јер их као инвеститоре свакако занима евентуална будућа добит друштва.

Закључак је да ЗПД питање процене вредности неновчаних улога дефинише у најопштијем значењу, тако да се у пракси воде расправе између стручњака различитих професија, због чега сенеспорно јавља потреба да се питање процене вредности капитала у нашој земљи прецизније одреди и изрази на експлицитан начин, доношењем посебне регулативе од стране ресорног министарства, а којом ће се ближе уредити методи и начини процене вредности капитала у нашој земљи, у зависности од сврхе процене.⁴

У нашој земљи, питање процене вредности уређено је и Међународним рачуноводственим стандардима, међутим, ови стандарди се углавном односе на вредновање компанија за потребе финансијског извештавања. Постоје три основна приступа процени вредности који се могу користити за утврђивање тржишне вредности предузећа, и то: *приносни, тржишни и трошковни*, које ћемо детаљније образложити у наставку текста. Сваки од наведених метода процене може се применити само уколико су испуњени одређени услови за њихову примену.

Дакле, наведени закони уређују процену вредности у нашој земљи, али на потпуно различит начин и сврху процене, тако да је у нашој земљи евидентна потреба за постојањем посебне регулативе, која ће уредити ово питање на једнообразан начин, као и институционализова-

4 Сврха процене вредности капитала може бити за следеће потребе: приватизације друштвених/државних предузећа, откупа акција од несагласних акционара, принудне куповине/продаје акција, статусних промена друштва, поступак аквизиције приватног капитала, процене за пореске сврхе, и сл.

ти професију проценитеља у нашој земљи. Један од основних проблема који су уочени у досадашњој пракси је што не постоји регулатива којим би се ближе уредила методологија процене вредности капитала предузећа, у смислу дефинисања начина и метода процене би требало обавезно да се примењују у зависности од сврхе процене.

Методологија за процену вредности капитала, односно имовине, која је све до 2014. године постојала у нашој земљи, била је усмерена искључиво на предузећа и друга правна лица са друштвеним или државним капиталом, која су улазила у процес приватизације, док процену вредности капитала или имовине предузећа за било које друге сврхе уопште није била регулисана. Без обзира наведено, проценитељи су се приликом процене вредности капитала на нашим просторима углавном придржавали прописане методологије, без обзира на сврху процене. Међутим са доношењем Закона о приватизацији из 2014. године престали да важе подзаконски акти,⁵ који су до тада били у примени у нашој земљи и којима је био уређен поступак процене вредности капитала (или имовине) друштвених предузећа за потребе њихове приватизације, тако да је престанком важења ових аката питање процене вредности капитала препуштено слободном избору проценитеља. У том погледу, у нашој пракси уочена је различито поступање проценитеља, у смислу да су неки проценитељи наставили да и даље примењују Уредбу и Упутство, неки се ослањају на међународне рачуноводствене стандарде, као и међународне стандарде процене, итд. - што у нашој пракси доводи до великих проблема, као и нарушавања угледа проценитељске професије.

Избор метода процене је важан корак при вредновању предузећа, с обзиром да сваки метод процене има своје предности и ограничења, а који ће се метод процене применити, зависи најпре од сврхе за коју се процена ради, као и од избора проценитеља који врши вредновање конкретног предузећа.

Избор метода процене је поступак у коме проценитељ испитује адекватност различитих метода процене које ће применити за конкретно предузеће, у циљу да се од бројних метода који постоје изабере оне који су најприкладнији за сврху за коју се процена сачињава и у зависности од конкретног предузећа. Из тог разлога резултати процене варирају од

5 редба о методологији за процену вредности капитала и имовине (Сл. гласник РС, бр 45/01 и 45/02) и Упутство о начину примене метода за процену вредности капитала и имовине и начину исказивања процене вредности капитала (Сл. гласник РС, бр 57/01)

проценитеља до проценитеља, пре свега због високог нивоа субјективности проценитеља приликом избора одговарајућег метода процене, као и утврђивања стопе приноса и ризика за конкретно предузеће.

У нашој земљи, професија проценитеља у пракси није довољно јасно дефинисана и најчешће се поистовећује са звањем судских вештака, које именује Министарство правде, на основу Закона о судским вештацима (*Сл. гласник РС*, бр.44/10), који су сагласно законским одредбама овлашћени да врше процену вредности. Србија је ретка земља где професија проценитеља није регулисана (осим за потребе процене вредности непокретности). Наиме, министарство правде издаје решења за судске вештаке, при чему издавање нема скоро никаквог условљавања, нити контроле над њима. Једноставно је довољно презентирати своје референце, а одговарајуће тело у министарству процењује да ли да том лицу изда решење и за коју област вештачења.

Такође, у нашој земљи не постоји професионална институција која би сагласно законским прописима била надлежна за давање или одузимање звања (лиценци) овлашћеног (лиценцираног) проценитеља, и која би била надлежна да врши контролу у погледу квалитета обављеног поступка процењивања вредности капитала, што би у великој мери олакшало поступање судија у парницама за утврђивање вредности акција у поступку исплате несагласних акционара.⁶

III Проблеми који су уочени у нашој пракси приликом утврђивања вредности акција за потребе исплате несагласних акционара

У досадашњој пракси, током примене института несагласних акционара као посебан проблем се издвојило питање процене вредности капитала, односно акција у поступку исплате несагласних акционара.

Методи утврђивања вредности акција свакако спадају у домен економско-финансијске струке, а не права, али оно што је идентификовано у пракси је то што различити проценитељи примењују различите методе процене, које имају за последицу различите резултате процене

6 Ово се не односи на процене вредности непокретности, обзиром да је Законом о процени-тељима вредности непокретности уређено да процену вредности непокретности могу да обављају само лиценцирани проценитељи који су то звање стекли од Министарства финансија и који су уписани у Именик лиценцираних проценитеља који се води у Министарству финансија, а уколико они нису регистровани у Именику, јавни бележник или други државни орган имаће обавезу да одбије такве процене вредности непокретности.

капитала и вредности акција. Методи утврђивања вредности акција и уопште капитала привредног друштва јесу стручне теме из домена економије, које су изван знања судија и пуномоћника који учествују у поступцима по тужбама несагласних акционара. Међутим, без обзира на ову неспорну чињеницу неки минимални консензус око адекватности примењених метода мора постојати. Ово из разлога, што у досадашњој судској пракси, по тужбеним захтевима мањинских акционара за исплату разлике вредности акције у поступку остваривања права несагласних акционара, углавном постоје налази који су сачињени од стране више проценитеља у којима су примењени различити методи процене, а које последично имају и различите резултате процене, односно вредности акција, што судијама ствара велики проблем. Наиме, судије имају проблем којем налазу овлашћеног судског вештака ће поклонити поверење и донети одговарајућу пресуду.⁷

У том погледу, основни проблем који је уочен у досадашњој пракси је тај што у „образложењима одлука судова нема правог објашњења зашто је прихваћен конкретни налаз судског вештака којим се утврђује вредност акција за потребе остваривања права несагласних акционара, осим што се најчешће наводи да је суд дати налаз и мишљење вештака прихватио као стручан и објективан. С обзиром да примењена метода утврђивања вредности акција у највећој мери, ако не и искључиво, утиче на одлуку суда о тужбеном захтеву, судови би можда ипак требали више пажње посветити конкретним методама које су примењене приликом утврђивања процењене вредности акција и посебно разлозима који оправдавају примену одређене методе у конкретном случају“.⁸

IV Утврђивање вредности акција у поступку исплате несагласних акционара у нашој пракси

Утврђивање вредности акција компаније у поступку исплате несагласних акционара у нашој пракси врши се у складу са одредбом члана

7 У судским поступцима по тужбама несагласних акционара углавном постоје различити налази од стране више проценитеља-судских вештака и то: (а) налаз судског вештака кога ангажује друштво које је извршило исплату акција несагласним акционарима, а које у судском спору тужени, (б) налаз судског вештака који се прилаже уз тужбу несагласних акционара, који је ангажован од стране несагласних акционара -тужиоца) и (в) налаз судског вештака којег именује суд својим решењем, а који би у судском поступку представљао „контролно вештачење“.

8 Јована Величковић, „Права несагласних акционара – досадашња искуства у пракси“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2017, 159.

475. Закона о привредним друштвима, којом је прописано да је друштво у обавези да несагласним акционарима исплати вредност акција која је једнака највишој вредности акција од три утврђене (тржишна, процењена или књиговодствена вредност акција), због чега су у пракси били забележени одређени проблеми и недоумице, а који су резултирали да се у стручној јавности воде полемике око оправданости примене института несагласних акционара.

Приликом утврђивања вредности акција у поступку исплате несагласних акционара као један од проблема у нашој пракси јављао се управо због чињенице да је законодавац обавезивао сва друштва да откупе акције од несагласних акционара (у случају постојања основа утврђених законом) по „највишој вредности утврђеној у троуглу између књиговодствене, тржишне и процењене, дајући тиме концесију арбитражности и субјективности“,⁹ а што је у пракси резултирало повећаним бројем спорова по тужбама мањинских акционара, као и манипулативним понашањем на тржишту капитала, чији су учесници брокери, проценитељи, адвокати па чак, и судови.

Наиме, све до измена ЗПД јуна 2018. године, законодавац је обавезивао сва друштва да морају утврдити три вредности акција: тржишну, књиговодствену и процењену вредност, како би се несагласним акционарима исплатила вредност акција која је једнака највишој вредности (између три система утврђивања), не правећи при том разлику између јавних и нејавних акционарских друштава, нити да ли су акције тих друштава ликвидне или не.

Изменама ЗПД (*Службени гласник РС*, бр. 44/2018) предметни члан је прецизиран, пре свега, са становишта прављења разлика по питању начина утврђивања вредности акција код јавних акционарских друштава чије су акције ликвидне од начина утврђивања вредности акција код јавних акционарских друштава чије акције нису ликвидне, као и нејавних друштава, чиме су уважене неке од примедби стручне јавности. Наиме, по новом решењу друштва, која испуњавају критеријуме ликвидности дефинисане у члану 259, став 1. ЗПД, имају обавезу да несагласне акционаре исплате по вредности која је једнака тржишној вредности, тако да ова друштва више не морају да утврђују књиговодствену и процењену вредност акција (која је по досадашњим искуствима скоро увек била виша од тржишне цене акција). Та обавеза се односи само на јавна

9 Мирко Васиљевић, „Привреда и судска и арбитражна пракса“, *Право и привреда*, бр. 4-6/2017, 19.

друштва чије акције нису ликвидне, као и на нејавна друштва. Следећи проблем који се јавља у пракси приликом утврђивања вредности акција у поступку исплате несагласних акционара је што је избор метода процене који ће се применити за конкретно друштво остављен професионалном суду проценитеља који врши процену.

При томе, ограничења које намећу прописи нашег законодавства приликом избора метода процене и одређивања основних параметара и претпоставки за примену изабраног метода процене, непосредно утичу на необјективност, односно угрожавају реалност добијеног резултата процене.¹⁰

Приликом утврђивања вредности акција за потребе исплате несагласних акционара у нашој пракси се као једини проблем јавља код утврђивања процењене вредности акција. Ово из разлога, штоу литератури и пракси не постоје никакве дилеме и противречности када је реч о *књиговодственој вредности акција*, обзиром да се ова вредност у литератури углавном дефинише као вредност нето имовине друштва изражене по једној акцији. Књиговодствена вредност акције је рачунска категорија која се мења се током времена у зависности од промена основних биланских категорија. Добија се дељењем укупне књиговодствене вредности акцијског капитала и броја емитованих акција.

Такође, у пракси не постоје никакве дилеме када се ради о утврђивању *тржишне вредности акција*, с обзиром да је законодавац одредбом члана 259. ЗПД прецизно дефинисао појам и утврдио основне смернице за утврђивање тржишне вредности акција. Дакле, у досадашњој пракси уочен је само проблем приликом утврђивања *процењене вредности акција*, јер је законодавац пропустио да дефинише начини методе утврђивања процењене вредности акција, већ само упућује на аналогну примену одредбе чл. 51. ЗПД, а која се односи на процену вредности неновчаног улога приликом оснивања друштва.

1. Утврђивање процењене вредности акција

Вредновање предузећа у Србији које је као професија и активност почело да се спроводи пре више од двадесет седам година (прецизније, процене капитала су почеле да се раде од 1992. године), пре свега, за сврху приватизације друштвених предузећа, још увек није достигла одгова-

10 Гордана Мрдак, „Процена вредности капитала, односно имовине сагласно важећим прописима“, *Привредни саветник*, бр. 20/2013, 101.

рајући степен квалитета и компетентности, који постоји у развијеним земљама.

Принципи и методологија процене вредности капитала, односно акција у нашем законодавству нису довољно дефинисани. Три опште прихваћена приступа процене вредности капитала су: (а) приносни, (б) тржишни и (в) трошковни. Сваки од наведених метода процене може се применити само уколико су испуњени одређени услови за њихову примену. Сврха коришћења више од једног приступа процене је у прибављању међусобно поткрепљујућих доказа за извођење закључка о процењеној вредности. Завршни корак у поступку процене је доношење закључка о финалној вредности након усклађивања резултата различитих приступа процене.

(а) *Приносни приступ* – полази од тога да привредно друштво (капитал) вреди онолико колико ће њихови власници имати користи од тог власништва у будућности, односно вредност друштва је једнака садашњој вредности његових будућних новчаних токова (резултата).

(б) *Тржишни приступ* – према коме се до вредности друштва долази поређењем са сличним (упоредивим) друштвима. Овај приступ полази од тога да вредност може бити процењена на основу анализе скоријих продаја сличних средстава, тако да се врши анализа упоредивих друштава и/или упоредивих трансакција.

(в) *Трошковни приступ или приступ заснован на средствима* – Овај приступ полази од средстава којима предузеће располаже и вредност друштва израчунава се преко трошкова замене или репродукције средстава којима оно располаже. Користе се: метод нето имовине, метод ликвидационе вредности и вишак добити.

Да ли ће се применити приносни, тржишни или трошковни приступ приликом утврђивања процене вредности капитала привредног друштва, пре свега, зависи за коју намену се врши процена, као и одређења проценитеља за одређени метод процене у зависности од конкретног друштва. Што су изабране методе прикладније за вредновање одређеног друштва и крајњи резултат ће бити ближи тржишној вредности друштва. Проценитељ у сваком аранжману обично бира између два или више метода имајући у виду низ фактора који утичу на избор. Приликом избора метода за вредновање предузећа процењивачи се могу суочити са различитим проблемима, од чијег решавања зависи и релевантност примене неког од понуђених метода. Изузетно је важно да се овај корак успе-

шно спроведе, јер утиче на све остале активности, па на крају и на поузданост резултата вредновања.

У процени вредности капитала друштава у Србији постоје разлике у односу на развијене земље, са развијеним финансијским тржиштем, а те разлике проистичу из бројних проблема који се јављају у Србији и другим земљама у транзицији, а који отежавају поступак процене и умањују кредибилитет добијених резултата процене. Највећи проблем приликом процењивања капитала друштва постоји приликом утврђивања „специфичних ризика“ за свако конкретно друштво, с обзиром да је присутан изузетно висок ниво субјективности проценитеља при њеном утврђивању, а што резултира различитим вредностима процене капитала/акција компаније.

а) Карактеристике приносног метода процене – метод ДНТ

Као што смо већ рекли, метод дисконтованог новчаног тока – метод ДНТ спада у групу приносних метода вредновања капитала, а у овом делу излагања навешћемо основне карактеристике метода ДНТ, с обзиром да је у нашој пракси (посебно судској пракси) уврежено мишљење да се једино примена метода ДНТ може сматрати прихватљивом за потребе исплате несагласних акционара.

Суштина овог метода је да се предузеће посматра као јединствени механизам, тј. систем за прављење профита (добити), и да од ове способности зависи вредност предузећа (и капитала), која је директно условљена способношћу предузећа да оплоди ангажовани капитал и оствари зараду – профит. Другим речима, по методу ДНТ вредност капитала се утврђује на бази дисконтовања вредности будућих нето прилива које ће то предузеће остварити, односно на бази добитка (профита) који предузеће може донети власницима у одређеном будућем периоду. Ово значи да уколико проценитељ користи овај метод, он је спреман да са одговорачијим ризиком предвиди пословање у наредном будућем периоду.¹¹

Овако одређивање вредности привредног друштва претпоставља могућност сагледавања будућих пословних активности са довољном поузданошћу. То подразумева да се у пројектованом периоду, који не може бити краћи од пет година, са задовољавајућом извесношћу предвиђају приходи и расходи, тј. резултати пословања.

11 Д. Димитријевић, „Одређивање дисконтне стопре методом „зидања“ као један од корака методе дисконтовања новчаних токова“, *Економски хоризонти*, 2006, 133-149.

Такође се планирају дугорочна и краткорочна кредитна задужења и план сервисирања тих кредита, као и инвестиције које су извесне, а које неће у основи мењати постојеће капацитете и производни програм. Потребна обртна средства (залихе, потраживања), као и спонтани извори финансирања (добављачи, остале краткорочне обавезе) планирају се на бази претходног искуства и очекиваних промена у нивоу ангажовања ових средстава или извора. На основу наведених елемената сачињавају се планирани биланси успеха, стања и нето новчаног тока.¹²

Метод ДНТ претпоставља наставак пословања друштва и после пројектованог периода, по стабилним стопама, што значи да се значајан део вредности друштва налази у овом преосталом – резидуалном периоду. Дисконтовањем вредности нето новчаног тока из пројектованог периода и посебно из резидуала одговарајућим дисконтним стопама добија се садашња вредност капитала друштва.

Садашња вредност новчаног тока из сваке године пројектованог периода је функционално зависна од цене капитала, која се исказује као *дисконтна стопа*. Она се састоји од стопе без ризика, која манифестује стопу оплодње капитала пласираног у неризичне пројекте, као и стопе која укључује ризике улагања у конкретно друштво, као и у Републику Србију у целини.

б) Ограничења примене метода ДНТ у нашој пракси

Утврђивање вредности капитала друштва помоћу приносне методе – метода ДНТ захтева познавање концепта временске вредности новца (с обзиром да каснији приходи вреде мање од садашњих због временске дистанце), односно технике капитализовања и дисконтовања. За прецизно одређивање вредности капитала по приносној методи потребно је извршити детаљнију анализу пословања друштва у претходном периоду, као и сагледати ток активности предвиђених планом пословања у наредном периоду и све ефекте који би произашли из његовог спровођења, а посебно планиране инвестиционе активности, планирана кредитна задужења и сл.

Као прво, да би новчани ток могао да се пројектује неопходно је имати квалитетне финансијске извештаје, састављене у складу са Међународним рачуноводственим стандардима и Међународним стандардима

12 V. Leko, A. Vlahović, V. Poznanić, *Procjena vrednosti kapitala – metodologija i primeri*, Ekonomski institut, Beograd, 1997.

финансијског извештавања. При пројекцији новчаних токова пре свега се полази од историјских података, тј. показатеља који се добијају стављањем у однос података из финансијских извештаја претходног периода, па се на бази кретања тих показатеља у прошлости формирају одређени трендови, односно предвиђа се њихово кретање у будућности. Из тих разлога, основни предуслов, да би пројектовани износи били реални и да би били приближно једнаки стварним износима који ће се у будућности и реализовати, јесте да се трендови из прошлости наставе у будућности или да се промене које ће уследити могу са довољним нивоом поузданости предвидети. У супротном, пројектовани новчани токови неће бити добра основа за вредновање предузећа.

Други проблем односи се на квалитет финансијских извештаја у привредним друштвима која се процењују, с обзиром да се подаци и односи појединих категорија из биланса стања и биланса успеха користе као основа за предвиђање новчаних токова, тако да у случају да су исти исказани погрешно, односно уколико не одговарају реалном стању, та чињеница ће се одразити и на пројектовани новчани ток, а тиме последично и на резултате процене, односно вредност капитала конкретног предузећа.

Даље, фактори који могу утицати на то да пројектовани новчани токови значајно одступе од оних који ће заиста у будућности бити реализовани, односно који могу променити трендове, могу настати у самом предузећу, могу бити изазвани неким природним непогодама (земљотреси, поплаве и слично) или могу настати услед дејства фактора који делују на нивоу целокупне привреде, као што су: инфлација, нестабилан девизни курс, инфлација, нестабилан девизни курс, промене каматних стопа, политичке промене, увођење таксе од 100% од стране косовских власти на производе српских компанија и др.

Сви ови фактори одређују степен макроекономске стабилности и између њих постоје узрочно-последичне везе. Ниво макроекономске стабилности утиче на пословање свих привредних субјеката, а наравно неизоставно утиче и на њихову процењену вредност, јер чак и уколико компаније имају исте перформансе, а привредни амбијенти у којима послују се битно разликују, њихове вредности ће, такође, бити различите.¹³

13 Бојан Ђурић, „Ограничења у примјени метода дисконтоаног новчаног тока за сврхе вредновања предузећа у Србији“, *Пословне студије*, 2014, 182.

Може се констатовати да је за привредна друштва у Србији тешко је вршити пројекције новчаних токова због недовољног нивоа макроекономске стабилности, јер због промена каматних стопа, девизног курса, инфлације, али и политичких фактора, јако је тешко предвидети наведене елементе вредности са довољним нивоом поузданости.

Даље, следеће ограничење у примени метода ДНТ у нашој земљи односи се на *утврђивање дисконтне стопе*. Дисконтна стопа се дефинише као цена капитала која се одређује према ризичности улагања. Дисконтна стопа је, заправо, очекивана стопа повраћаја иницијалног улагања, узимајући у обзир све ризике остварења будућих резултата (новчаних токова).

Приликом прорачуна дисконтне стопе проценитељи се суочавају са одређеним проблемима. Ти проблеми произилазе из недовољне развијености тржишта капитала, на коме се не тргује активно акцијама или се трговина одвија у релативно кратком временском периоду, па нису расположиви историјски подаци, који су неопходни за утврђивање дисконтне стопе применом САРМ метода (*Capital Asset Pricing Model*) који се још почетком '60-их година прошлог века почео примењивати у земљама са развијеним финансијским тржиштем, пре свега у Америци. Наиме, за разлику од праксе развијених земаља, где се дисконтна стопа у већини случајева израчунава применом САРМ метода, у Србији је према раније важећим подзаконским актима који су уређивали процену вредности приликом одређивања дисконтне стопе била прописана употреба метода тзв „зидања“ (*Build-Up Methodologies*). односно сабирања из разлога што се дисконтна стопа састоји из више нивоа ризика, и то: (а) реална стопа приноса на улагања без ризика, (б) премија за ризик на улагања у конкретно предузеће, (в) премија за ризик на улагање у Србију.

(а) *Реална стопа приноса на улагања без ризика* се теоријски везује за улагања, која претпостављају нулти систематски ризик. У пракси, улагања нултог систематског ризика не постоје, али се за сврхе процене, неризична улагања најчешће повезују са куповином дугорочних државних обвезница, јер је у питању високо ликвидна и сигурна инвестиција, са државном гаранцијом, односно банкротство државе је једина потенцијална претња за ове хартије од вредности.

(б) *Премија за ризик на улагања у конкретно привредно друштво* представља основни део дисконтне стопе, коју чине специфични ризици улагања у конкретно друштво. Ова компонента дисконтне стопе мора се утврђивати посебно за свако друштво чија се вредност процењује, јер је

условљена свим карактеристикама одређеног друштва. Она представља ниво пословног и финансијског ризика улагања у конкретно друштво и одређује се на бази анализираних специфичних нивоа ризика. Стопу ризика улагања у конкретно друштво одређује проценитељ. Они обухватају ризике везане за конкретно привредно друштво, а зависе од следећих елемената: (а) величина привредног друштва, (б) ризици везани за управљање, (в) финансијска структура, (г) пословна и географска диверсификација и могућност реализације производа, (д) диверсификација пословних партнера, (ђ) могућност предвиђања.

Један од проблема процене капитала применом метода ДНТ у нашој земљи односи се управо на чињеницу да су проценитељи ти који квантификују ове специфичне нивое ризика улагања у конкретно друштво, а онда је сасвим реално да ће проценитељи различито сагледати утицај ових фактора на ниво ризика, што последично доводи до различитих вредности дисконтне стопе, а што у крајњој инстанци има за резултат и различите процењене вредности капитала конкретног друштва.

Чак и у ситуацији када би сви проценитељи идентично квантификовали утицај истих фактора на специфичне нивое ризика, који скупа чине премију на ризик улагања у конкретно друштво, утврђене дисконтне стопе би се разликовале од проценитеља до проценитеља, обзиром да је сваки проценитељ јединка за себе, која има своје искуство, своја размисљања, осећај за етику и сл., што се одражава на субјективност проценитеља који врши процену конкретног друштва.

(в) Премија за ризик на улагање у Србију, представља трећу компоненту у формирању цене сопственог капитала, односно дисконтне стопе. Она одражава ризик са којим се инвеститори суочавају приликом улагања у друштво које се налази у одређеној земљи. То је и логично, јер пословање привредног друштва, па самим тим и ризици везани за његово пословање и резултате пословања, независе само од карактеристика конкретног друштва и утицаја интерних фактора, већ у значајној мери зависе и од екстерних фактора и ситуације у привреди као целини, тј. држави.

Српска привреда се и даље сматра ризичном привредом за стране инвеститоре. То је нарочито био случај на почетку процеса транзиције, када се тек отпочињало са реформама у нашој земљи, па је доминирао друштвени капитал, а пословно окружење је било оптерећено политичком нестабилношћу, ратовима, инфлацијом, економским санкцијама и сл. Све је то значајно умањивало вредност српских компанија мерену на бази њихове приносне снаге, без обзира на вредност имовине конкретног

предузећа. Можемо констатовати да се ситуацијау нашој земљи побољшала, односно да су данас привредни услови стабилнији, што последично утиче и на сигурност улагања у Србију. Међутим, наша привреда по стабилности и даље значајно заостаје за развијеним земљама.

На крају, могло би се закључити да је утврђивање дисконтне стопе велики изазов који стоји пред проценитељима у нашој земљи, пре свега, због недостатка одговарајућег подзаконског акта, којим би прецизно била уређена методологија процене вредности капитала, због чега проценитељи приликом утврђивања дисконтне стопе примењују различите методе, у зависности од свог искуства и знања. При томе, у пракси највећи број проценитеља приликом утврђивања висине дисконте стопе најчешће примењује тзв. „метод зидања“, односно сабирања више нивоа ризика (стопа приноса на улагања без ризика + премија за ризик на улагања у конкретно предузеће + премија за ризик на улагање у Србију), а један мањи број проценитеља (углавном оних који су знања стицали у развијеним земљама) примењује САРМ метод.

Утврђивање дисконтне стопе путем метода „зидања“ свакако више одговара условима пословања у Србији у односу на САРМ метод, јер примена САРМ метода углавном није изводљива у Србији, пре свега, због недовољне развијености тржишта капитала и тиме недостатка неопходних информација за његову примену. Међутим, важно је истаћи да су и приликом примене метода „зидања“ код утврђивања висине дисконтне стопе идентификовани одређени проблеми, који се, као што је приказано у претходном делу излагања, јављају пре свега приликом утврђивања стопе приноса на улагања без ризика, као и прорачуну дисконтне стопе односи се на утврђивање „специфичног ризика“ с обзиром на присуство високог нивоа субјективности проценитеља при њеном утврђивању.

Из тог разлога, резултати проценеприменом метода ДНТу нашој земљи варирају од проценитеља до проценитеља, пре свега, због високог нивоа субјективности проценитеља приликом избора одговарајућег метода процене, као и утврђивања стопе приноса и ризика за конкретно друштво. У прилог наведеном говори и чињеница да у судским споровима, по тужбама несагласних акционара за утврђивање вредности акција, углавном постоји више налаза, који су сачињени од стране различитих проценитеља (проценитеља туженог, проценитеља тужиоца и проценитеља ангажованог од стране надлежног суда),а који се међусобно разликују како у погледу примењеног метода процене, тако и у резултатима процене конкретног друштва, а што судијама ствара велике проблеме у пракси.

У Судска заштита несагласних акционара – досадашња пракса

Одредбом члана 476. ЗПД несагласним акционарима је дата могућност остваривања судске заштите, у смислу да сваки несагласни акционар може поднети надлежном суду тужбу против друштва, којом ће тражити да му друштво исплати разлику до пуне вредности њихових акција, уколико сматра да му је исплаћен нижи износ извршило никакву исплату по основу његове несагласности, а који је уредно поднео захтев за откуп акција, сагласно одредбама овог закона. У случају да на основу ове законске одредбе дође до покретања судског поступка од стране несагласних акционара, основно питање о којем би у овом поступку требало расправљати јесте да ли је вредност акција која је исплаћена несагласним акционарима адекватно утврђена, у складу са законским прописима и правилима струке.

На основу досадашњих искустава по овом питању у пракси је уочено да несагласни акционари често подносе тужбе без образложења и доказа који би требали да буду приложени уз тужбу, већ се само у тужби наводи да тужилац (несагласни акционар) „сматра“ да друштво није правилно утврдило вредност акција. За сада судови углавном не санкционишу овакве тужбе несагласних акционара, међутим, с обзиром да несагласни акционари заштиту својих права остварују у парничном поступку, у овим поступцима би ипак било потребно да се води рачуна и о општим правилима парничног поступка. Међутим, чињеница да акционари подносе неуредне тужбе, које не садрже ни минимум образложења чињеничног основа због којег сматрају да друштво није правилно утврдило вредност акција доводи у сумњу адекватност уређења заштите права мањинских акционара.¹⁴

На основу досадашње праксе у судским споровима по тужбама несагласних акционара, може се запазити веома интересантна појава, а која се превасходно односи на идентитет тужилаца. Наиме, у пракси уочена је појава да одређена лица, најпре на Београдској берзи купују

14 Одредбе о судској заштити права несагласних акционара представљају једину ситуацију за коју Закон о привредним руштвима, у случају спора прописује судску заштиту у парничном поступку. Наиме, у случају спора око утврђене вредности акција приликом откупа акција од несагласних акционара, Закон прописује да се провера утврђене вредности акција врши у парничном поступку, док нпр. у случају да постоји спор око утврђене вредности акција приликом принудног откупа или принудне куповине акција, Закон прописује да се провера утврђене вредности врши у ванпарничном поступку. Вид. ЗПД, чл. 522, 523.

акције компанија које успешно послују на тржишту, а касније у својству несагласних акционара подносе тужбе надлежним судовима, којима захтевају исплату акција по вредности, која је вишеструко већа него вредност акција коју је друштво утврдило и исплатило несагласне акционаре и која је заснована на нереално утврђеним проценама овлашћених проценитеља. Затим, та лица углавном ступају у преговоре са менаџментом компанија које су тужили, са циљем постизања судског поравнања око износа вредности акција, која се често и спроводе у пракси, пре свега из разлога како би избегла неизвесност исхода судског спора, а посебно обавезе које би компанија имала у случају да изгуби спор, а којесе односе на обавезе друштва на исти начин и по истој вредности исплати и све друге несагласне акционаре, независно од тога да ли су ти акционари поднели тужбу или нису, што може имати негативне последице на пословање те компаније.

Имајући у виду напред наведено, као и проблеме који су у досадашњој пракси идентификовани приликом коришћења института несагласних акционара, можда би једно од решења било би да се измени постојећа процедура погледу остваривања права несагласних акционара, а која се односи на судску заштиту несагласног акционара.

Наиме, у процедуру остваривања права на судску заштиту несагласних акционара могла би се увести претходна обавеза акционара који није сагласан са вредношћу акција, а која је утврђена од стране друштва, да се пре покретања судског поступка обрати друштву са захтевом за исплату веће вредности акција. Тек уколико друштво и акционар не постигну сагласност око тачне вредности акција, у том случају несагласни акционар би могао покренути судски поступак против друштва и захтевати исплату веће вредности акција.

Овај претходни корак у поступку остваривања права несагласних акционара би имао значај у смислу, што би као последицу могао имати смањен број поднетих тужби, јер се понекад у судским поступцима испостави да су акционари сматрали да је друштво произвољно утврдило вредност акција, не знајући да су за ту сврху друштво ангажовало стручна лица, а самим тим да су без разлога поднели тужбу. На тај начин би се смањио број тужби од стране несагласних акционара, а последично би се растеретили судови.

Без обзира на напред наведене проблеме, ипак се не може оспорити оправданост постојања одредбе којом се уређује судска заштита несагласних акционара, која у одређеним случајевима, може имати (и углав-

ном има) позитивно дејство, с обзиром да представља један од механизма заштите права мањинских акционара, нарочито у друштвима у којима постоји један власник који поседује већинско власништво и који врло често злоупотребљава права мањинских акционара, тако што на скупштини доноси одлуке из члана 475. ЗПД, али без примене института посебних права несагласних акционара.

VI Општи закључак

Изнета спорна питања у примени института несагласних акционара, а која се односе на утврђивање вредности акција у поступку исплате несагласних акционара указују да законска регулатива није довољно јасна и прецизна, што је довело до проблема у пракси у поступању привредних судова у поступцима за исплату разлике у цени акција, по тужбама несагласних акционара у складу са чланом 476. ЗПД. Наиме, у досадашњој пракси примене института несагласних акционара уочени су проблеми који се односе на поступак утврђивања вредности акција која се исплаћује несагласним акционарима, а који се посебно односе на примену метода процене вредности капитала (акција), као и ограничења која се у нашој земљи јављају приликом примене одређених метода процене.

У досадашњој пракси, судови у својим решењима углавном упућују на утврђивање вредности капитала (и акција) за потребе исплате несагласних акционара по *приносној методи* која по својој дефиницији значи пројектовање будуће добити. Наиме, приносни метод полази од тога да привредно друштво (капитал) вреди колико ће њихови власници имати користи од тог власништва у будућности. Уколико се несагласни акционари исплате по вредности акција, која је утврђена приносним методом, а тај пројектовани резултат (према проценама које су у тужби утврдили несагласни акционари) се не оствари у будућности, у том случају комплетан ризик пословања сноси већински акционари (већина по капиталу и гласовима), тј. акционари који остају у друштву, чиме се нарушава принцип равноправности акционара, који је гарантован Међународним признатим стандардима корпоративног управљања (принципима ОЕЦД).

Институт несагласних акционара представља резултат компромиса који је настао у компанијском праву, пре свега, како би се омогућило функционисање компаније али и истовремено заштитили мањински акционари, у смислу да примена овог института омогућава суштинске (фундаменталне) промене у друштву могу бити изгласане од стране већине акционара (по капиталу и по броју гласова), с тим да у том случају

мањински акционари који се противе таквој одлуци имају право да од друштва захтевају откуп својих акција, по правичној накнади.

Несагласност са одлукама скупштине друштва не садржи елемент обавезности и односи се само на сагласност или несагласност са пословном политиком друштва (тј. усвојеним одлукама скупштине), па нема економске логике да се ови акционари исплаћују по вредности која се утврђује за инвеститоре (будући принос од иницијалног улагања) и да се обештеће тако да приме и део износа која се односи на будућу пројектовану добит, али без икаквог ризика у даљем пословању друштва из кога излазе.

Наиме, приликом иницијалног улагања инвеститори увек морају да сагледају колико ће користи имати од тог улагања (нпр. куповину акција неке компаније) у будућности, тако да сагледавају исплативост тог улагања у односу на неко друго алтернативно улагање (нпр. куповину акција неке друге компаније, државних обвезница, некретнине, и сл.), због чега је пожељна и неопходна примена приносног метода тј. метода ДНТ приликом вредновања. С друге стране, приликом одлучивања по основу несагласности са одлукама скупштине друштва, мањински акционари као постојећи власници акција (капитала) имају избор између две могућности: (1) или да и даље да остану власници акција (акционари) у том предузећу и да остварују приходе по основу тог власништва у виду дивиденди, или (2) да продају своје акције (на регулисаном тржишту – Берзи) по фер тржишној вредности, тако да је за постојеће акционаре пожељна примена процене вредности акција методом фер тржишне вредности сходно Међународном стандарду финансијског извештавања 13 - МСФИ 13. Тржишна вредност се по МСФИ 13 дефинише као: *„цена по којој би се могла обавити купопродајна трансакција између заинтересованог продавца и заинтересованог купца, у условима када ни један ни други нису под принудом да продају односно купе имовину која је предмет продаје и у којима обе стране располажу одговарајућим информацијама о свим релевантним чињеницама“*.

Међутим, на нашим просторима, једна група акционара користи могућност да преко института несагласних акционара уновчава своје акције по вишеструко већој вредности акција (од вредности акција коју је утврдило друштво и по којој је исплатило несагласне акционаре) и то мимо регулисаног тржишта (Берзе) и Комисије за хартије од вредности, чиме се доводи до апсурда тзв. „институционално регулисано тржиште капитала“ на нашим просторима. Такође, с обзиром да продаја акција преко института несагласних акционара, не иде преко Берзе, поставља се и питање (не)плаћања пореза на капиталну добит (15%) на разлику изме-

ђу набавне и продајне цене акција, а који се у случају се продаја акција врши на регулисаном тржишту аутоматски обрачунава и уплаћује.

У прилог чињеници да на нашим просторима једна група акционара користи институт несагласних акционара и непостојање јасне и прецизне законске регулативе која се односи на утврђивање вредности акција за шпекулативна понашања, говори и чињеница да један исти акционар по неколико пута може захтевати да буде исплаћен (*по приносном методу*) као несагласни акционар у истом акционарском друштву, при чему се углавном ради о високопрофитним компанијима, које добро послују на тржишту. Наиме, један исти акционар након исплате акција кроз поступак посебних права несагласних акционара (нпр. приликом доношења одлуке о располагању имовином велике вредности) најчешће поново купује акције тог друштва на Берзи (помного нижој цени од цене по којој је исплаћен као несагласни акционар), па поново захтева да буде исплаћен кроз институт несагласних акционара (сада нпр. приликом доношења одлуке о промени правне форме), а затим сагласно одредби члана 476. ЗПД подноси тужбу суду, са захтевом за исплату вредности акција по вишеструко већој вредности од оне коју је друштво утврдило и исплатило несагласне акционаре (а нарочито од цене по којој је тај акционар купио акције на Берзи).

На тај начин „несагласни акционар“ (по неколико пута, у свега пар месеци) с једне стране, остварује енормну зараду по акцији, док се с друге стране угрожава нормално функционисање и пословање компанија. Наиме, овим радњама од стране несагласних акционара онемогућава се текуће пословање и ликвидност друштва, као и могућност додатног инвестирања и проширење пословне активности (набавка нове опреме, изградња постројења и сл.), а што доприноси дугорочном опстанку и конкурентности друштва на тржишту. Такође, таквим шпекулативним радњама оштећују се и постојећи власници акција (већински акционари), а који желе опстанак и просперитет те компаније, с обзиром да друштво након енормних исплата „несагласним акционарима“ не само да може да не оствари позитиван финансијски (добит) из које би се исплатила дивиденда тим акционарима, већ може доћи и до тога да друштво послује са губитком, што угрожава даље пословање, а и може довести и до ликвидације друштва.

Међутим, без обзира што такве појаве представљају шпекулативна понашања на тржишту капитала, чији су учесници брокери, проценитељи капитала, ревизори, адвокати итд., исте још увек нису санкционисане од стране надлежних органа, иако представљају злоупотребу института

посебних права несагласних акционара и доводе у питање оправданост примене овог института на нашим просторима.

Поред напред наведених проблема који су идентификовани у досадашњој пракси, мора се истаћи да примена приносног метода у нашој земљи има бројна ограничења, због којих резултати процене вредности капитала предузећа применом метода ДНТ у нашој земљи варирају од проценитеља до проценитеља, пре свега, због високог нивоа субјективности проценитеља приликом избора одговарајућег метода процене, као и утврђивања стопе приноса и ризика за конкретно друштво, што као последицу има и различите процене вредности капитала, а у пракси ствара велике проблеме.

Због великог значаја који ће процена вредности капитала имати у Србији, услед предстојећих приватизација јавних предузећа, а које ће се спроводити у будућем периоду, неопходно је да се на нашим просторима у погледу процене вредности капитала донесе посебна законска регулатива, којом ће се ближе уредити методологија за процену вредности капитала у нашој земљи, пре свега, како би се спречиле напред наведене шпекулативне појаве, као и институционализовала професија проценитеља.

Gordana MRDAK, PhD

**Assistant professor at University Union – Nikola Tesla,
Faculty for Diplomacy and Security**

SHARES VALUE DETERMINATION IN PAYMENT PROCEDURE OF DISAGREEABLE SHAREHOLDERS IN CURRENT PRACTICE

Summary

The article deals with the analysis of previous experience in the implementation of the law of disagreeable shareholders in our business and judicial practice, as well as with basic problems that exist in its functioning, which are, above all, related to determining the value of shares paid to disagreeable shareholders in accordance with the provisions of article 475 of the Company law, since the methods of estimating the value of shares have neither been the subject of more detailed analysis by the courts, nor the court practice on this issue exists.

Key words: *the rights of disagreeable shareholders, determination of shares value, methods of capital evaluation, evaluator, litigation proceedings.*