

PRIVATIZACIJA

1. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

Predstojeća transformacija vlasništva, odnosno privatizacija, pretpostavlja identifikaciju vrijednosti poduzeća kao polaznu osnovu tog procesa. To je vrlo kompleksan i delikatan posao koji zahtijeva interdisciplinarni pristup i angažman specijalista različitih stručnih profila. U našim uvjetima je to nova oblast i nerijetko, pa i u stručnim komunikacijama, dolazi do različitog interpretiranja nekih osnovnih kategorija iz ove oblasti. Zbog toga bi bilo potrebno nastaviti pred rat započetu edukaciju stručnjaka koji će se baviti ovim vrlo zahtjevnim poslom.

Sa stajališta vrijednosti poduzeća, treba razlučivati tri osnovne kategorije:

- vrijednost imovine poduzeća, odnosno njegovu bruto vrijednost,
- vrijednost poduzeća ili neto vrijednost,
- bonitet poduzeća.

Vrijednost imovine poduzeća predstavlja zbroj svih njegovih oblika imovine naznačenih u aktivi bilance stanja, odnosno iznos aktive bilance na dan njezine izrade. Za analitičke potrebe vrednovanja poduzeća imovina se može strukturirati na:

- finansijsku i realnu, te
- tekuću i fiksnu, odnosno stalnu imovinu.

Vrijednost imovine može imati izraz knjigovodstvene, tržišne ili diskontirane, odnosno ekonomske vrijednosti.

Vrijednost poduzeća čini vrijednost njegove imovine (dakle, iznos aktive bilance stanja) umanjena za iznos obveza poduzeća po osnovi finansijskih i robnih aranžmana.

To znači: $V = FA + RA - Z$ ili

$$V = A - Z$$

V - vrijednost poduzeća

A - iznos aktive bilance stanja

FA - finansijska aktiva

RA - realna aktiva

Z - obveze poduzeća

Budući da u pasivi bilance stanja poduzeća pored obveza kao izvor sredstava postoji i kapital (equity) poduzeća, odnosno proizlazi da je vrijednost poduzeća jednaka njegovom kapitalu (susreće se i pod nazivom vlasnička glavnica, a u ranijoj interpretaciji fondovi poduzeća). U tom slučaju govorimo o neto vrijednosti poduzeća. I do nje

dolazimo, dakle, po osnovi podataka u knjigovodstvu putem cijena instrumenata financiranja poduzeća na financijskom tržištu, ili svodenjem budućih prinosa koji su rezultat profitne snage poduzeća na sadašnju vrijednost, ili na neki drugi način.

Bonitet poduzeća (od latinske riječi bonitas - kvaliteta, dobrota) može se interpretirati u dva značenja: užem i širem.* U užem smislu bonitet poduzeća se izjednačuje sa samom njegovom neto vrijednosti, dok u širem smislu riječi bonitet podrazumijeva i neke kvalitativne elemente vrednovanja kao što su imidž poduzeća, njegovi patenti i licence, zaštitni znak, pozicija i konkurentnost na tržištu i sl.

To se susreće i pod nazivom goodwill, odnosno dobar glas o poduzeću ili se poima kao nevidljiva, nedodirljiva imovina poduzeća (intangible assets). Različita su shvaćanja o tretmanu nevidljive imovine pri vrednovanju poduzeća. No, iako bonitet poduzeća ne mora imati svoj potpuni kvantitativni izraz u bilanci, izvjesno je da se odražava na vrijednost poduzeća putem njegove profitne snage i povećanog interesa javnosti za kupnju vrijednosnih papira toga poduzeća, čime se povratno djeluje i na snaženje imovinske osnove poduzeća. To, dakle, posebno dolazi do izražaja u razvijenim financijskim sredinama i kod poduzeća čiji papiri kotiraju i čija se vrijednost kontinuelno provjerava na financijskom tržištu, odnosno na tržištu kapitala.

Razlozi procjene vrijednosti poduzeća su različiti i češće se očituju u razvijenim tržišnim ambijentima. Navest ćemo osnovne, od kojih neki mogu biti zanimljivi i našim poduzećima:

- transformacija vlasništva - privatizacija;
- pribavljanje financijskih sredstava emisijom vrijednosnih papira;
- spajanje poduzeća (merger);
- prodaja poduzeća ili nekog njegova dijela;
- podjela, razdvajanje poduzeća;
- zamjena duga ili potraživanja za udjel u vlasništvu (equity-u);
- zajedničko ulaganje i/ili formiranje zajedničkog poduzeća, osobito s inopartnerom;
- utvrđivanje mogućnosti zaduživanja poduzeća, odnosno visine jamstva po osnovi koga se poduzeće može zaduživati - osnova je tekuća i fiksna imovina;
- tvrdjenje vrijednosti poduzeća, odnosno vrijednosti njegove imovine kao osnove osiguranja;
- utvrđivanje oporezive vrijednosti poduzeća.

Već smo naznačili da je u našim uvjetima ključna motivacija vezana za privatizaciju državnih (društvenih) poduzeća, ali će uz to, posve je izvjesno, do izražaja odmah doći i drugi navedeni razlozi procjene vrijednosti poduzeća, prvenstveno, naravno, emisija vrijednosnih papira kao prirodna manifestacija transformacije vlasništva, odnosno privatizacije. Naime, izgradnja i razvoj tržišnog ambijenta privređivanja pretpostavlja privatizaciju, vrijednosne papire i financijsko tržište, posebno tržište kapitala kao mjesto kupoprodaje vrijednosnih papira poduzeća - dionica

* Ovdje zanemarujemo značenje boniteta u smislu provjere njegove likvidnosti, o čemu podatke daje ZAP

i obveznica i provjere odnosno potvrđivanja njihove vrijednosti. Isto tako se već sada javlja potreba procjene vrijednosti pojedinih oblika imovine ili poduzeća u cjelini u funkciji njihova zaduženja kod banaka. Naime, taj proces zaduženja kod banaka po osnovi zalog imovine bio je otpočeo prije rata, tako da se može očekivati samo njegova primjena u većini slučajeva odobravanja kredita po osnovi odgovarajućeg kolaterala, odnosno realnog pokrića duga imovinom poduzeća koja mora imati svoju vrijednost i koja mora biti upisana u bančine knjige (intabulirana) kao zalog za odobreni kredit. Banke ne mogu biti zadovoljne knjigovodstvenom vrijednosti te imovine, zbog čega se mora utvrđivati njezina realna vrijednost. U krajnjoj liniji, dovoljan razlog za procjenu vrijednosti poduzeća je i u potrebi spoznaje čime ono stvarno raspolaže. Dobra prilika za to je završni račun, kada se svodi poslovanje poduzeća za tekuću godinu i kada se inventurom utvrđuje stvarno stanje imovine da bi se usporedilo s knjigovodstvenim i kada se, uz dodatni angažman, može i treba provjeriti realnost iskazanih vrijednosti pojedinih oblika imovine u bilanci poduzeća.

Osnovni elementi za procjenu vrijednosti imovine poduzeća i/ili vrijednosti samog poduzeća iskazani su u aktivni bilance u vidu pojedinih oblika imovine i u pasivi bilance u vidu zaduženja poduzeća.

Strukturu tih elemenata bilance prikazat ćemo sljedećim presjekom:

BILANCA STANJA

Aktiva – Imovina	Pasiva – Obveze
1. Novac	1. Dobavljači
2. Kratkoročni (utrživi) vrijednosni papiri	2. Kratkoročne obveze - krediti, porezi, plaće
3. Potraživanja	3. Kratkoročni vrijednosni papiri
4. Zalihe - sirovina i materijala, nedovršene proizvodnje, gotovih proizvoda	
Tekuća aktiva – imovina	Tekuća pasiva - obveze
5. Dugoročni plasmani - vrijednosni papiri	4. Dugoročna zaduženja - krediti
6. Stalna sredstva – oprema, zgrade, zemljišta	5. Dugoročni vrijednosni papiri
Fiksna aktiva – imovina	6. Kapital - glavnica, obične dionice i prioritetne dionice po nominalnoj vrijednosti, kapitalni dobitak, zadržana dobit
7. Nedodirljiva (neopipljiva) imovina	
Ukupna aktiva – imovina	Ukupna pasiva - obveze (izvori)

U stručnoj literaturi i praksi tržišnih ekonomija formulirano je više pristupa procjeni vrijednosti poduzeća:*

1. Knjigovodstveni,
2. Tržišni i
3. Diskontni pristup.

Vrednovanje poduzeća po osnovi jednog od navedenih ili nekog drugog pristupa ne daje pouzdane rezultate, zbog čega je potrebno uz jedan osnovni primjenjivati i druge pristupe procjene vrijednosti poduzeća.

Kombinacija knjigovodstvenog, tržišnog i diskontnog pristupa čini nam se najpogodnijom jer može realnije nego bilo koji pristup zasebno ili bilo koja druga kombinacija pristupa, odraziti vrijednost pojedinih elemenata bilance poduzeća kao i njegovu vrijednost u cjelini.

Knjigovodstveni je pristup, naime, statičan, historijski, okrenut je prošlosti. Tržišni odražava trenutno stanje na tržištu i pokazuje vrijednost imovine koja bi u slučaju kupoprodaje zadovoljila i vlasnike poduzeća kao prodavce i potencijalne kupce imovine poduzeća ili njegove strukture kapitala. Ovaj pristup, dakle, odražava sadašnjost. Diskontni pristup je, konačno, okrenut budućnosti i dinamičkog je karaktera. Zato je njihova kombinacija najpogodnija za primjenu jer pokriva dulji vremenski horizont vrijednosti polazeći od podataka iz prošlosti koji se potvrđuju, odnosno, provjeravaju u sadašnjosti i projiciraju u budućnosti. Upravo se i sugerira njihova primjena, makar i u smislu provjere, odnosno komparacije dobivenih rezultata bez obzira što su knjigovodstveni podaci, odnosno knjigovodstveni pristup, u svakom slučaju, polazna osnova procjene vrijednosti imovine i/ili poduzeća u cjelini.

Korektan i objektivan postupak procjene primjenom **knjigovodstvenog pristupa** podrazumijeva provjeru realnosti svakog elementa aktive - imovine i pasive - obveza, odnosno izvora sredstava. Zapravo, kao realna veličina može se tretirati samo novac u blagajni i na računu kod banke u trenutku u kome se vrši procjena.

Sve ostale veličine i imovine i obveza su podložne promjenama i treba ih procjenjivati i usklađivati. Osobitu pozornost treba posvetiti iznosima potraživanja od kupaca i obveza prema dobavljačima koji su u uvjetima fakturirane realizacije mogli biti prilagođavani i tako nerealni. Isto tako je potrebna rigorozna provjera realnosti iskazanih zaliha sirovina i repromaterijala, nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda.

U našim uvjetima, zbog snažnog djelovanja inflacije u ranijim godinama, bilance su bile deformirane revalorizacijskim usklađivanjima, što je izraženo i u bilancama za prošlu godinu, a što, po našem mišljenju, treba drastično korigirati pa i isključivati iz procjene vrijednosti poduzeća.

Zbog nepostojanja vjerodostojnih ekvivalenata stalna sredstva ili elementi fiksne aktive su delikatniji za procjenu od elemenata tekuće aktive. Uz to, bez obzira na otpis vrijednosti, kao problem se pojavljuje korektno i pouzdano određivanje njihove

* Poznati su i, u zavisnosti od okolnosti i potreba, koriste se sljedeći pristupi ili koncepti vrijednosti poduzeća i/ili njegove imovine: knjigovodstveni, zamjenski, likvidacijski, tržišni, ekonomski, going - concern pristup i dr. Spominju se i odrađuju i neki specifični pristupi kao: osigurana vrijednost, oporeziva vrijednost, vrijednost jamstva i dr.

zastarjelosti. No, za neke oblike fiksne imovine moguće je koristiti relativno objektivizirane kriterije procjene vrijednosti kao, na primjer, za poslovne i stambene prostorije po osnovi cijene kvadratnog metra površine tog prostora. Kao regulacijski mehanizam se, u tu svrhu, mogu koristiti standardi iz propisa o prometu građevinskih objekata i o stambenim odnosima. Zemljište se može vrednovati po osnovi cijene jedinice njegove površine ili po osnovi procijenjenog katastarskog prihoda.

Većina elemenata fiksne imovine može se procjenjivati po osnovi naknada za najam, te vječite rente, uz izbor stope za diskontiranje budućih prihoda na sadašnju vrijednost. U strukturi obveza poduzeća pored dobavljača provjeru zahtijevaju i krediti. Karakter duga sa stajališta roka ima određenih utjecaja na vrijednost poduzeća.

Naime, relativno veći udio kratkoročnih obveza obara vrijednost poduzeća jer mu napreže, odnosno ugrožava likvidnost kao jedan od ključnih načela poslovanja. Uz to, bitna je i valuta zaduženja-domaća ili strana, te koja strana valuta, visina kamatne stope, je li ugovorena fiksna ili promjenjiva kamatna stopa i sl.

Procjenjitelji vrijednosti posebnu pozornost moraju posvetiti prikrivenih obvezama kao što su kolaterali, jamstva, osiguranje od rizika, odgovornost za ekološke posljedice i dr.

Dakle, knjigovodstvena vrijednost imovine i obveza poduzeća u našim uvjetima je nerealna, zbog čega je potrebna njezina rigorozna revizija i objektivna procjena. U tom smislu bi od posebne pomoći bile nezavisne, profesionalne agencije, specijalizirane za taj posao, koje su se i kod nas počele razvijati.

Zbog svega navedenog procjena vrijednosti poduzeća se ne smije isključivo izvoditi iz bilance poduzeća budući da ona u sebi može skrivati razne zamke koje daju pogrešnu sliku o vrijednosti poduzeća. Osim toga, već smo naznačili da primjenom knjigovodstvenog pristupa ne smijemo poistovjećivati vrijednost imovine (bruto pristup vrednovanja) s vrijednošću poduzeća (neto pristup vrednovanja poduzeća).

Bruto vrijednost poduzeća, u izrazu vrijednosti njegove imovine, koristi se u slučaju prodaje te imovine bez obveza poduzeća, što je sa stajališta poslovnih aranžmana moguće. Ako se, pak, prodaje, odnosno kupuje kapital poduzeća ili njegov dio (radi stjecanja većinskog udjela), onda se može koristiti neto pristup vrednovanja u iskazivanju neto vrijednosti ili čiste imovine poduzeća.

U ovim slučajevima se u obzir uzima samo dodirljiva, opipljiva imovina (tangible assets).

Tržišna vrijednost poduzeća može se utvđivati na dva načina. Prvi je karakterističan za društveno-ekonomske sredine s razvijenim i organiziranim financijskim tržištima. Uz pretpostavku da vrijednosni papiri poduzeća kotiraju na tržištu kapitala, njegova tržišna vrijednost se može izvesti iz visine cijena i broja tih papira. Pritom se postavlja pitanje koju cijenu vrijednosnih papira uzeti kao relevantnu - da li prosječnu cijenu za neko proteklo vrijeme ili cijenu koja je na burzi realizirana toga dana. Ako je to dnevna cijena, pitanje je da li s početka dana, odnosno s otvaranja burze, s kraja dana - zatvaranje burze ili možda iz sredine dana, kada burza objavljuje svoj izvještaj. Hendikep je ovog pristupa u tome što bi tržišna vrijednost poduzeća mogla biti procijenjena samo na osnovi dijela vrijednosnih papira, npr. običnih dionica, koje su

tog dana ili određenog vremenskog razdoblja imale promet na burzi. U uvjetima perfektnog funkcioniranja tržišta kapitala vrijednost poduzeća utvrđena putem njega odgovarat će knjigovodstvenoj vrijednosti poduzeća. No, to je više teoretska mogućnost s obzirom da postoje određena ograničenja potpunom djelovanju zakona ponude i potražnje na financijskom tržištu.

Istu funkciju mogu imati i robna tržišta i tržišta nekretnina ako su organizirana i transparentna u sredinama u kojima posluje poduzeće čiju vrijednost procjenjujemo. To je pogodno za pojedine oblike imovine poduzeća kao što su zalihe materijala i poslovni i stambeni prostor (uz činjenicu da je stambeni prostor još uvijek vlasništvo poduzeća, a poduzeća su u društvenom vlasništvu).

Ako ne postoji organizirano i aktivno robno tržište i tržište nekretnina, onda se vrijednost imovine procjenjuje uz relativno visok stupanj rizika od subjektivnosti i pristranosti procjenitelja, vlasnika, te potencijalnog kupca te imovine čiji su interesi suprotni.

Za poduzeće bez vrijednosnih papira ili za ona čiji vrijednosni papiri nisu predmet kupoprodaje na financijskom tržištu, tržišnu vrijednost je teže ustvrditi. U tom slučaju tržišna vrijednost bi trebala predstavljati fer ili poštenu vrijednost poduzeća, koja se izražava u rijetkim prilikama mogućnosti prodaje poduzeća i rezultat je volje bar dvije zainteresirane pregovaračke strane i njihovog pristanka na tu vrijednost - cijenu kupoprodaje.

U vezi s tržišnom spominje se i likvidacijska vrijednost kao varijanta neto unovčive vrijednosti, ali se ona razlikuje od fer tržišne vrijednosti jer se, ipak, formira u specifičnim okolnostima prestanka rada poduzeća i uz izvjesnu prisilu tih okolnosti. Likvidacijska vrijednost je, u pravilu, ispod fer ili poštene vrijednosti poduzeća.

Od dva naznačena vida utvrđivanja tržišne vrijednosti poduzeća realniji je onaj koji proizlazi iz sporazuma o kupoprodaji dijela poduzeća ili poduzeća u cjelini nego onaj koji se zasniva na vrijednosti instrumenata financiranja poduzeća na tržištu kapitala. To je razumljivo zbog poznatog postulata da nešto vrijedi onoliko koliko je netko spreman za to platiti, dakle dolazi se do vrijednosti koja je prihvatljiva i prodavcu i kupcu i koja bi se zbog toga mogla smatrati realnom. To je posebno karakteristično za ambijente u kojima ne funkcioniraju financijska tržišta, pa ni tržišta kapitala.

Diskontni pristup procjene vrijednosti poduzeća zasnovan je na projektiranom i očekivanom prinosu od prodaje robe i/ili pružanja usluga tog poduzeća. Ovaj pristup je, rekli smo, okrenut budućnosti i razlikuje se od prethodna dva pristupa: knjigovodstvenog i tržišnog. Po osnovi budućih prinosa formiraju se novčani tokovi kao odraz profitne snage poduzeća. Vrednovanje poduzeća po osnovi njegove profitne snage više se primjenjuje u američkoj praksi za razliku od europske, u kojoj se preferira vrednovanje imovine poduzeća. Projektiranje tokova novčanih prinosa i troškova daje posebnu draž procjeni vrijednosti poduzeća budući da potencijalnog kupca vrijednosnih papira ili dijela odnosno cjeline poduzeća najviše, zapravo, i interesira visina prinosa i dobit koju će to poduzeće ostvariti u budućnosti. Prema ovom pristupu, vrijednost poduzeća se utvrđuje svođenjem ili diskontiranjem veličina njegovih prinosa i troškova na današnju vrijednost. Procjenitelj vrijednosti poduzeća u ovom slučaju mora biti informiran okretanjima na tržištu - cijenama, kamatnim stopama, kupovnoj

snazi, rastu društvenog proizvoda i sl. Jer, tri su ključne varijabile koje determiniraju vrijednost poduzeća primjenom diskontne metode:

- predviđena visina prinosa i troškova, odnosno profita poduzeća,
- predviđeni rok trajanja tih prinosa i troškova,
- izbor diskontne stope, odnosno stope svođenja budućih prinosa i troškova na današnju vrijednost.

Prinosi i troškovi su rezultat tržišne pozicije poduzeća i njegove konkurentske sposobnosti. To zahtijeva raščlambu jakih i slabih strana poduzeća iz kojih proizlazi snaga poduzeća da formira relativno visoke prinose uz relativno niske troškove i ostvaruje relativno visok profit prije oporezivanja. Po osnovi toga profit se može simulirati primjenom senzitivne raščlambe pretpostavljajući različite kombinacije količina i cijena kao ključnih, kritičnih varijabli projekcije. Može se operirati s tri projektirane mogućnosti: optimistička, srednja - realna i pesimistička i rješenje tražiti u nekom rasponu ili zoni gdje će se, s visokim stupnjem vjerojatnoće, ostvariti očekivani prinosi, troškovi i profit. Vrijeme trajanja efekata se sa stajališta djelovanja tehničko - tehnoloških promjena može projektirati na tri do pet godina, a sa stajališta primjene samog postupka diskontiranja na pet do sedam godina. Naime, primjena diskontne metode u ocjeni efekata investiranja u realna i financijska dobra preporučuje se za srednje rokove od pet do sedam, a najdulje do deset godina.

Vrijeme na koje procjenjujemo poslovne efekte poduzeća treba brižljivo odmjeriti budući da ono vrlo snažno utječe na procijenjenu vrijednost poduzeća. Uz pretpostavljeni isti iznos profita i konstantnu diskontnu stopu razumljivo je da će kraće vrijeme njegova ostvarivanja determinirati nižu sadašnju vrijednost poduzeća, i obrnuto.

Isto tako, brižljivo treba izvršiti izbor diskontne stope jer je to druga varijabla na koju je sadašnja vrijednost poduzeća, izražena kroz njegovu profitnu snagu, vrlo reagibilna.

Osnovni čimbenici koji utječu na visinu diskontne stope su kamatna stopa na depozite za koje jamči država ili centralna banka ili na državne obveznice, dakle kamatna stopa na ulaganja bez rizika i stabilnosti privrede, odnosno stopa inflacije. Budući da diskontna stopa odražava odnos profitabilnosti poduzeća i rizika, ona u sebi treba sadržati određeni čimbenik rizika. U svakom slučaju, visina diskontne stope treba izraziti prednost jedne alternative ulaganja prema drugim po osnovi načela oportunitetnih troškova držanja novca. To, praktično, znači da diskontna stopa u sebi sadrži kamatu na depozit i obveznice bez rizika kao opću alternativu i premiju rizika.

Izbor duljine vijeka trajanja efekata poduzeća i visine diskontne stope (s rizikom) najbolji su pokazatelji odnosa investitora prema ulaganju. Naime, vrlo oprezni investitori će u račun ulaziti s kraćim vijekom trajanja efekata i višom diskontnom stopom po osnovi čega će dobiti relativno nižu sadašnju vrijednost investicije. Ovakvi investitori su istodobno odbojni prema riziku. Možemo ih nazvati ziherašima jer vode vrlo strogu, rigoroznu politiku procjene ulaganja sredstava. Oni postavljaju vrlo oštre uvjete procjene da bi se zadovoljili sa srednjim - realnim rezultatima, računajući, dakle, s pesimističkom varijantom rješenja.

S druge strane, nedovoljno oprezni investitori, hazarderi, u račun će ulaziti s povoljnim pretpostavkama, odnosno efekte projicirati na dulji rok i diskontirati ih s

nižom stopom diskonta kako bi dobili višu sadašnju vrijednost investicije. Ovi investitori su skloni riziku, politika investiranja im je blaga i optimistična.

Ako ovu logiku prenesemo na područje vrednovanja poduzeća i ako se to, pretpostavimo, čini u funkciji prodaje, spajanja ili akvizicije, onda će prodavac nastojati povećati sadašnju vrijednost budućih prinosa poduzeća preko vrlo dugog vijeka njihova ostvarenja i preko vrlo niske diskontne stope. Nastojat će, dakle, realizirati optimističnu, neopretnu, rizičnu politiku procjene vrijednosti poduzeća po osnovi njegove profitne snage. Procjenjivat će, dakle, vrijednost poduzeća. Potencijalni kupci će činiti upravo suprotno. Nastojat će skratiti rok ostvarenja prinosa i povećati diskontnu stopu, odnosno nastojat će provesti oprezniji pesimistični pristup vrednovanju poduzeća. Njihova diskontna stopa u sebi će sadržavati relativno visok čimbenik rizika. Oni nastoje podcijeniti vrijednost poduzeća.

U vezi s odnosom prema procjeni vrijednosti poduzeća bit će interesantno ponašanje menadžmenta u našim poduzećima. Naime, u procesu privatizacije menadžerske ekipe sa zaposlenima će se naći u dvostrukoj ulozi. S jedne strane su pretendenti na dio vrijednosnih papira, odnosno dio učešća u vlasništvu poduzeća, pa će se ponašati kao kupci. Nastojat će, dakle, oboriti procijenjenu vrijednost poduzeća projektiranjem niskog prinosa, kratkog vremena i visoke diskontne stope. Slijedit će, dakle, pesimističnu logiku procjene. To će im kao potencijalnim kupcima određenog iznosa dionica odgovarati. To je racionalno ponašanje. No, kada se menadžment bude našao u ulozi prodavca udjela u vlasništvu poduzeća kojim rukovodi, ponašat će se suprotno. Nastojat će vrijednost poduzeća procjenjivati na višoj razini - produžavat će vrijeme ostvarenja prinosa i snižavati stopu diskonta. Ponašat će se, dakle, optimistično.

Ta dvostruka uloga menadžmenta se već osjeti, ona se već igra. Kao kupci će koristiti pristup profitne snage poduzeća, koja je, na žalost, u našim uvjetima vrlo slaba, a kao prodavci će koristiti pristup knjigovodstvene vrijednosti poduzeća jer je ona nerealna u odnosu na stvarnu buduću da bilance naših poduzeća u sebi kriju mnoge zamke u vidu stvaranja fiktivnih prihoda i imovine kao rezultata primjene ranijih obračunskih sustava koji nisu bili usklađeni i usporedivi s međunarodnim računovodstvenim standardima. Agencije za privatizaciju će zbog toga imati posebno delikatnu zadaću, mirenje interesa menadžmenta i zaposlenih u ulogama istodobnih kupaca i prodavalaca udjela u poduzećima i vođenja računa o interesima šire zajednice. Posao će, i jednima i drugima, na žalost, biti olakšan posljedicama rata i sporošću obnove i aktiviranja proizvodnih i uslužnih kapaciteta. Ali, prilika je to da se bar iščiste bilance i naprave korektne i realne procjene vrijednosti poduzeća.

Prema našem zakonu o privatizaciji nije predviđena obvezna procjena vrijednosti imovine i/ili vrijednosti samog poduzeća. To je nedostatak zakona zbog toga što će neki vid procjene biti nuždan prije nego se potencijalni kupci imovine ili dionica poduzeća odluče ozbiljnije ući u proces privatizacije. Procjenom bi se prije formirala realna vrijednost imovine i prije dala efekte privatizacije.

2. CERTIFIKATI

Instrument realizacije procesa privatizacije u nas je certifikat kao potvrda o potraživanjima prema državi. Certifikati će se izdavati po osnovi devizne štednje

stanovništva, vojnih deviznih knjižica, restitucije imovine i dijela društvene odnosno državne imovine koja će se ravnomjerno podijeliti na sve punoljetne građane Federacije BiH. Imat će karakter uputnice na državu za ostvarenje prava otkupa stana ili sudjelovanja u privatizaciji poduzeća. S druge strane, emitirani certifikati po bilo kojoj od naznačenih osnova predstavljaju obvezu države prema njihovim imateljima. Primarna funkcija certifikata nije posebno problematična. Očitovat će se, uglavnom, u vidu organizacijsko-tehničkih pitanja. No, delikatna je upotreba certifikata na tzv. sekundarnom tržištu. Dakle, zanimljivo je pitanje kupoprodaje tih certifikata koji time dobivaju karakteristike pravih vrijednosnih papira. Postavlja se pitanje hoće li njihova kupoprodaja biti institucionalizirana ili ne. Drugim riječima, hoće li se kupoprodaja vrijednosnih papira obavljati na formalno organiziranim i službenim mjestima ili na neformalno organiziranim i neslužbenim mjestima.

Odgovor bi nesporno trebao sadržati nužnost institucionaliziranja prometa vrijednosnih papira i formiranja burzi. S obzirom da postoji više vrsta burzi - novčane, devizne, robne, burze rada, burze efekata, mi ćemo, za kratko, pozornost koncentrirati na posljednju vrstu burze budući da je njezin predmet poslovanja upravo materijal koji rezultira procesom privatizacije u nas u vidu certifikata, odnosno vrijednosnih papira. Osim ovog materijala predmet kupoprodaje na financijskom tržištu - tržištu kapitala uskoro će biti i obveznice koje će kao mehanizam osiguranja sredstava emitirati poneke općine, županije ili pak Federacije BiH, te dionice koje će kao vid formiranja trajnih izvora sredstava ili vlastitog kapitala (equity) emitirati poduzeća. Premda s imovinsko - pravnog stajališta između dionice i obveznice postoji bitna razlika koja se ogleda u tome da su dionice vlasnički, a obveznice kreditni vrijednosni papir, obje vrste vrijednosnih papira predmet su kupoprodaje na tržištu kapitala i osnovni njegov medij. Tržište kapitala na kome se nude i traže spomenute vrste vrijednosnih papira - dionice i obveznice, naziva se burzom efekata.

Smatramo, dakle, da bi žurno trebalo pristupiti donošenju propisa kojim bi se regulirao postupak i način formiranja i standardi rada burzi efekata u nas. To je u interesu i nositelja potraživanja prema državi (certifikata) kao i nje same zbog toga što bi time bile stvorene pretpostavke za izgradnju vrlo važnog, možda u našim uvjetima i ključnog segmenta, financijske strukture. Burze efekata (kao, uostalom, i druge vrste burzi, ali ne osobito) su jedan fini, suptilni i vrlo osjetljivi mehanizam reguliranja odnosa ponude i potražnje vrijednosnih papira. To je, moglo bi se reći, savršen pokazatelj kretanja u privredi i društvu i stanja u okruženju. Burze efekata su jednostavno specifičan seizmograf koji reagira na svaku promjenu u okruženju. Najsvježiji nam je primjer za to skora kriza u zemljama Dalekog istoka, počev od Hong Konga, Malezije, Tajvana, Japana pa do Južne Koreje, gdje se ona najdrastičnije očitovala. No, eho te krize se osjetio i na burzi u Njujorku kao i na burzama Zapadne Europe u vidu pada indeksa cijena dionica i nervoze u bankarskim i financijskim strukturama uopće. Radi se, dakle, o trendu globalizacije u svijetu koji dovodi do funkcioniranja burzi skoro na načelu spojnih posuda, u kome slučaju se nije moguće potpuno zaštititi od glavnog utjecaja promjena do kojih povremeno dolazi u pojedinim zemljama ili regijama u svijetu. O tome bismo mi kao relativno mala i siromašna zemlja morali voditi računa. Morali bismo pratiti osnovne tendencije svjetskog razvitka - demokratizaciju i tržišnu privredu. Pretpostavka za to je privatizacija, a ona podrazumijeva vrijednosne papire i burze

kao mjesta njihove kupoprodaje. Zbog toga bi proces privatizacije trebalo ubrzano sprovesti i neodložno pripremati organiziranje burzi. Iskustva nekih zemalja, posebno onih u tranziciji, u tom nam pogledu mogu biti dragocjena.

Burze kao mjesta provjere i verifikacije vrijednosti dionica i obveznica podrazumijevaju unaprijed utvrđena i stroga pravila rada. One imaju funkciju stabilizacije tržišnih kretanja jer, naprosto po definiciji, ponudu i potražnju uravnotežavaju na određenoj razini cijena burzovnog materijala. Mehanizam uravnotežavanja je vrlo jednostavan. Ukoliko je, naime, ponuda vrijednosnih papira viša od potražnje, ravnoteža će se uspostavljati na nižoj razini cijena, i obrnuto.

Posve je izvjesno da će, zbog relativno visoke ponude potvrda - certifikata o potraživanjima prema državi, u nas njihova cijena u početku značajno pasti ispod nominalne, odnosno njihove inicijalne vrijednosti. Taj pad će biti nešto ublažen zahvaljujući transferabilnosti certifikata dobivenih po različitim osnovama. Iskustvo s deviznim vojnim knjižicama u nas nam to potvrđuje kao i iskustvo sa "starom" deviznom štednjom, u npr. Republici Hrvatskoj, gdje se realna cijena formirala na razini od dvije trećine do tri četvrtine nominalne vrijednosti. Formiranje cijene certifikata na nižoj razini od nominalne dogodit će se i u slučaju njihova organiziranog kao i u slučaju njihova neorganiziranog prometa. No, u prvom slučaju bi pad cijena bio blaži i prije bi se promet vrijednosnih papira smirio i ponuda i potražnja uravnotežile na realnoj razini. I ovo je argument za tvrdnju o nužnosti što skorijeg institucionaliziranja prometa vrijednosnih papira. Pritom bi trebalo imati u vidu da postoje tri osnovna tipa burzi efekata: anglosaksonski, kontinentalni i mješoviti.

Prvi karakterizira burze u V. Britaniji, SAD i Japanu, tradicionalan je, burza je privatna, organizirana u vidu dioničkog društva, utjecaj države je mali, broj članova unaprijed određen i novi članovi se primaju, u pravilu, na upražnjeno mjesto, a banke ne mogu biti članovi burze.

Drugi tip burze, kontinentalni, karakterizira relativno veliki utjecaj države, broj članova nije fiksiran, banke ne mogu biti članovi burze, zove se francuski tip burze, predstavnik burza u Parizu.

Mješoviti tip, kao što i sam naziv sugerira, ima karakteristike prethodna dva tipa, osniva ih država, banke su članovi burze itd., a predstavnici ovog tipa su burze u Frankfurtu, Beču i Cirihu.

Opredjeljenje za tip burze determinira i pitanje formiranja institucija koje prate njezin rad, kao što su: komisija za vrijednosne papire, organi upravljanja burzom, udruženje burzovnih posrednika, burzovna arbitraža i sud časti i dr.

Formiranje burzi je, dakle, vrlo delikatan i zahtjevan projekt i u njegovu preipremu i realizaciju bi trebalo ići što prije. Puno angažmana će tražiti pravna regulativa, organizacijsko-tehnički dio, a posebno priprema kadrova, koju bi dijelom trebalo obaviti u zemljama s duljom tržišnom i burzovnom tradicijom. U suprotnom, tržište certifikata u početku, a kasnije i sekundarno tržište pravih vrijednosnih papira, formirat će se spontano, kao samonikli mehanizmi regulacije prodaje i kupnje spomenutih papira od vrijednosti u vidu sivoga ili crnog tržišta i praviti štetu imateljima tih papira u vidu formiranja niže cijene od realne i državi u vidu izbjegavanja plaćanja odgovarajućih poreza na dobit u ovoj vrsti djelatnosti.

Summary

The assessment of a company's value should be a basic supposition of privatisation with us. There are three basic methods of assessing its value: book-keeping, market and discount one. The author suggests a combined application of the said methods, since none of them alone provides reliable assessment results. Although such assessment is not obligatory by the Company Privatisation Law of the B&H Federation, the author suggests that companies do it in their own arrangement. He especially draws attention to the caution in treating the book-keeping value of companies since such a value is unrealistic, mainly overestimated in relation to the real value of a company's assets and liabilities.

Certificates are a mechanism for regulating the obligations based on foreign currency savings, military foreign currency savings books, restitution of property and general claims of citizens. Such certificates may be used for the buyout of apartments and for participating in the privatisation of companies. The author suggests urgent law regulation for establishment of stock exchanges as places of buying and selling certificates. In that case, the author believes, the market value of certificates would be falling more slowly in relation to the nominal one, than in case of spontaneous and unofficial purchase and sale of these securities. It is quite certain that, like in other transition countries, the price of these securities would be formed below the nominal one, but once they are listed, their purchase and sale would be settled sooner and the prices formed at a real level.