

**UNIVERZITET U BEOGRADU  
FAKULTET ORGANIZACIONIH NAUKA, BEOGRAD**

**Mr Siniša B. Mali**

**KREIRANJE VREDNOSTI KROZ PROCES  
RESTRUKTURIRANJA I PRIVATIZACIJE –  
TEORIJSKE KONCEPCIJE I ISKUSTVA SRBIJE**

**- DOKTORSKA DISERTACIJA -**

**Beograd, 2013. godina**

Mentor

\_\_\_\_\_  
Dr Jaško Ondrej, redovni profesor  
Fakultet organizacionih nauka, Beograd

Članovi komisije

1.

\_\_\_\_\_  
Dr Slađana Barjaktarević Rakočević, vanredni profesor  
Fakultet organizacionih nauka, Beograd

2.

\_\_\_\_\_  
Dr Dragan Đuričin, redovni profesor  
Ekonomski fakultet, Beograd

Datum odbrane doktorske disertacije \_\_\_\_\_

Datum promocije doktorske disertacije \_\_\_\_\_

Doktorat nauka \_\_\_\_\_

## **ABSTRAKT**

Proces privatizacije društvene i državne svojine se nametnuo kao preduslov uspešnog završetka procesa tranzicije u zemljama Istočne i Centralne Evrope, uključujući i Srbiju. Iskustva u restrukturiranju preduzeća u tranziciji otkrila su da postoji potreba za restrukturiranjem preduzeća kako pre, tako i posle privatizacije. Aktivnosti restrukturiranja su mnogobrojne a cilj ovog procesa je da preduzeće unapredi svoje poslovanje, poboljša efikasnost poslovanja i kreira vrednost za svoje vlasnike.

Predmet analize ovog rada je metodologija restrukturiranja koja se zasniva na upravljanju osnovnim faktorima vrednosti. U radu se analizira pojam vrednosti, metodologija njenog izračunavanja kao i modeli kreiranja vrednosti. Cilj analize je da se u upravljanju preduzećem primeni takav koncept poslovanja, investiranja i finansiranja koji će biti u funkciji restrukturiranja preduzeća, a u cilju kreiranja dodatne vrednosti za vlasnike kapitala. Pri tome, pojam stvaranja vrednosti odnosi se na poboljšanje stope prinosa na investirani kapital kombinacijom povećanja novčanih priliva i smanjenja rizika poslovanja.

Uspešno restrukturiranje podrazumeva aktivnosti u procesu poslovanja, finansiranja i investiranja. Pri tome, uspešnost procesa restrukturiranja se meri visinom kreirane vrednosti kapitala, odnosno razlikom u vrednosti kapitala pre i nakon restrukturiranja. Vrednost kapitala u ovom slučaju je jednaka diskontovanoj vrednosti očekivanih budućih slobodnih novčanih tokova. Kako visina ostvarene vrednosti direktno zavisi od vrednosti novčanih tokova i cene kapitala, u cilju kreiranja vrednosti jedne kompanije neophodno je definisati i sprovesti strategije koje su usmerene na povećanje neto novčanog toka kroz kombinaciju povećanja prihoda, smanjenja troškova i poboljšanja u koeficijentu obrta ukupne aktive s jedne, i smanjenja rizika poslovanja i cene kapitala, s druge strane.

Definisanje odgovarajućeg modela prodaje kapitala na tržištu doprinosi valorizaciji aktivnosti restrukturiranja u smislu da izbor odgovarajućeg modela utiče na nivo ostvarene cene za kapital prilikom njegove prodaje zainteresovanim finansijskim ili strateškim investitorima. Upravo zbog toga, predmet istraživanja ovog rada je i model prodaje kapitala putem javnih tendera i javnih aukcija kako bi se, kroz njihovu analizu, utvrdilo da li su oni odgovarajući metodi prodaje kapitala društvenih preduzeća koja prolaze kroz proces privatizacije.

Kroz navedena istraživanja i analize, ovaj rad potvrđuje hipotezu da je restrukturiranje proces kojim se povećava vrednost kompanije i kojim se one pripremaju za proces prodaje

zainteresovanim strateškim ili finansijskim investitorima. S obzirom na prezentovanu metodologiju restrukturiranja, potvrđuje se i hipoteza da je moguće konstruisati model restrukturiranja kroz upravljanje faktorima vrednosti koji bi u obzir uzeo specifičnosti poslovanja svake pojedinačne kompanije. Konačno, kroz analizu ostvarenih rezultata u procesu privatizacije u Srbiji, ovaj rad potvrđuje da je model prodaje kompanija najefikasniji model realizacije vrednosti u procesu privatizacije u uslovima zakasnele tranzicije.

**Ključne reči: Restrukturiranje, stvaranje vrednosti, faktori vrednosti, procena vrednosti kapitala, privatizacija, tenderi, aukcije**

## **SUMMARY**

Privatization of state and socially owned enterprises is a prerequisite for a successful completion of the transition process in Central and Eastern Europe, including Serbia. The experience shows that there is a need for the restructuring of these enterprises prior to their privatization. In that respect, there are various restructuring activities and their objective is make companies improve their performance, efficiency and create value for their shareholders.

Subject of this dissertation is the restructuring methodology which is based on key value drivers. Definition of value, measuring value creation and value creation models are also presented. The objective is make the management understand how to create value through restructuring activities and decisions regarding operations, financing and investments. In that respect, in order to create value, management needs to pursue strategies that raise the return on invested capital, reduce the risk, or are a combination of the two.

The success of the restructuring effort is measured by the level of created value, i.e. the difference between the value of equity before and after the restructuring activities. The value of equity of a company equals the present value of its discounted future cash flows and depends on both the value of future cash flows and the weighted average cost of capital. In that respect, in order to increase the equity value, it is necessary to increase cash flows – through the increase in revenues, decrease in costs and increase in the asset turnover as well as to decrease the risk of doing business and, consequently, the cost of capital.

Definition of the appropriate method of sale of equity contributes to the realized price of equity of the companies that are subject to the restructuring activities when their equity is offered for sale to strategic and financial investors. In that respect, one of the topics in this paper relates to the analysis of public tenders and public auctions as method of sale of equity of socially and state owned enterprises which are in the process of being restructured and privatized.

Through the reseach findings and analyses presented, this dissertation confirms a hypothesis that restructuring of the companies is the process through which their value can be increased and they can prepare for the sale to potential investors. Based on the presented restructuring methodology, this dissertation also confirms that it is feasible to construct a restructuig model that is based on key value drivers and can be implemented in any company. Finally, based on the analysis of the privatization results in Serbia, this

paper confirms that the model of sale of socially and state owned enterprises is the most efficient model of privatization in the late stage of the transition process.

**Key words: Restructuring, value creation, value drivers, business valuation, privatization, tenders, auctions**

**Naučna oblast: Organizacija poslovnih sistema**

## SADRŽAJ

I. METODOLOGIJA .....	9
1.1 Značaj istraživanja .....	10
1.2 Predmet i cilj istraživanja.....	11
1.3 Hipoteze od kojih će se polaziti u istraživanju .....	12
1.4 Metodologija istraživanja.....	12
II. PROCES PRIVATIZACIJE I RESTRUKTURIRANJE PREDUZEĆA.....	13
2.1. PROCES PRIVATIZACIJE – TEORIJSKI KONCEPTI I ISKUSTVA .....	14
2.2. KONCEPTUALNI OKVIR I DEFINICIJA PROCESA RESTRUKTURIRANJA	18
2.2.1. Konceptualni okvir.....	18
2.2.2. Definicija pojma restrukturiranja .....	22
2.2.3. Restrukturiranje u ekonomijama u tranziciji.....	23
2.2.4. Kada restrukturirati preduzeća u tranziciji.....	28
III. POJAM VREDNOSTI, OSNOVNI FAKTORI I MODELI VREDNOSTI I PROCENA VREDNOSTI KAPITALA.....	32
3. POJAM VREDNOSTI, OSNOVNI FAKTORI I MODELI VREDNOSTI I PROCENA VREDNOSTI KAPITALA.....	33
3.1. POJAM I OBRAČUN VREDNOSTI.....	34
3.1.1. Teorijski koncepti i pojam vrednosti.....	34
3.1.2. Metodologija obračuna ostvarene vrednosti .....	38
3.2. OSNOVNI FAKTORI KREIRANJA VREDNOSTI.....	42
3.2.1. DuPont analiza faktora vrednosti.....	45
3.3. MODELI KREIRANJA VREDNOSTI .....	55
3.3.1. Pentagon restrukturiranja .....	56
3.3.2. PARE model.....	61
3.3.3. Lanac vrednosti.....	63
3.3.4. Model mreže vrednosti .....	67
3.4. PROCENA VREDNOSTI KAPITALA PREDUZEĆA – TEORIJSKI KONCEPTI I PRIMENA U PRAKSI.....	74
3.4.1. Prihodni pristup.....	74
3.4.2. Tržišni pristup .....	80
3.4.3. Troškovni pristup .....	81
IV. MODELI PRIVATIZACIJE, RESTRUKTURIRANJE I PRODAJA KAPITALA PUTEM TENDERA I AUKCIJA.....	86
4. MODELI I REZULTATI PRIVATIZACIJE U ZEMLJAMA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE .....	87

4.1. PRIVATIZACIJA U SRBIJI DO 2001. GODINE .....	95
4.1.1. PEOVLAĐUJUĆI MODEL .....	98
4.1.2. SPROVOĐENJE MODELA.....	102
4.1.3. REZULTATI .....	105
4.2. MODEL PRIVATIZACIJE KROZ PRODAJU KAPITALA PUTEM TENDERA I AUKCIJA.....	111
4.2.1. TENDER I AUKCIJA KAO METODI PRIVATIZACIJE .....	115
4.2.2. RESTRUKTURIRANJE KAO FAZA PRIPREME ZA PRODAJU KAPITALA .....	117
4.3. METODI PRODAJE KAPITALA .....	127
4.3.1. TENDER KAO METOD PRODAJE .....	129
4.3.1.1. Priprema tendera .....	131
4.3.1.2. Sprovođenje tendera.....	138
4.3.2. AUKCIJA KAO METOD PRODAJE .....	146
4.3.2.1. Priprema aukcije .....	147
4.3.2.2. Sprovođenje aukcije.....	158
V. METODOLOGIJA UPRAVLJANJA I RESTRUKTURIRANJA PUTEM UPRAVLJANJA FAKTORIMA VREDNOSTI.....	163
5.1.1. UPRAVLJANJE PREDUZEĆEM PUTEM FAKTORA VREDNOSTI SA CILJEM MAKSIMIZACIJE VREDNOSTI KAPITALA .....	166
5.1.2. MODEL RESTRUKTURIRANJA KROZ UPRAVLJANJE OSNOVNIM FAKTORIMA VREDNOSTI.....	172
VI. REZULTATI NOVOG MODELA PRIVATIZACIJE .....	196
6.1. ANALIZA REZULTATA TENDERSKE PRIVATIZACIJE.....	210
6.2. ANALIZA REZULTATA AUKCIJSKE PRIVATIZACIJE .....	212
ZAKLJUČAK .....	215
LITERATURA .....	227



## **PRVI DEO**

### **METODOLOGIJA**

## 1.1 ZNAČAJ ISTRAŽIVANJA

Restrukturiranje je proces koji se koristi kako u razvijenim, tako i u ekonomijama u razvoju. Predmet restrukturiranja mogu biti kompanije i privreda u celini. Cilj restrukturiranja kompanija je povećanje njihovih poslovnih performansi ili sprečavanje bankrota u slučaju postojanja disfunkcionalne korporativne strukture.

Proces restrukturiranja se odvija na različitim nivoima. Na nivou privrede u celini, restrukturiranje predstavlja dugoročno prilagođavanje tržišnim trendovima, tehnološkim promenama, kao i makroekonomskim politikama. Na nivou privredne grane, restrukturiranje dovodi do promene proizvodne strukture i novog odnosa među privrednim subjektima. Na nivou kompanija, restrukturiranje predstavlja proces kreiranja novih poslovnih strategija i interne reorganizacije kako bi se kompanije prilagodile novim zahtevima tržišta i kreirala vrednost za njihove vlasnike.

Nakon političkih promena 2000. godine, Srbija je agresivno ubrzala proces tranzicije, koji je bio započet još 1990. godine. Kao ključan element tranzicione strategije, definisan je novi model privatizacije sa ciljem radikalne promene svojinske strukture srpske privrede i njenog prilagođavanja tržišnim uslovima poslovanja. Osim reformi na makro nivou (mere monetarne i fiskalne politike, tržišne liberalizacije i sl.), ključan faktor uspeha tranzicije predstavlja proces restrukturiranja na mikro nivou odnosno nivou privrednih subjekata. Stoga je zadatak procesa tranzicije u Srbiji 2000. godine bila transformacija državnih i društvenih subjekata u privatne kompanije čiji cilj poslovanja predstavlja maksimizacija ostvarene vrednosti. Konačan cilj je ne samo da se promeni vlasnička struktura kompanija, već i da se poveća njihova efikasnost poslovanja, fleksibilnost i konkurentnost, odnosno da se stvori organizacija koja je sposobna da koristi svoju imovinu efikasno i da bude konkurentna u tržišnim uslovima poslovanja.

I pored velikog broja preduzeća koja su se uspešno privatizovala u proteklom periodu, proces prodaje je u poslednjih 36 meseci zastao. Neka preduzeća i pored tri i više pokušaja nisu uspela da pronađu novog vlasnika. Ova situacija ukazuje na to da ovakva preduzeća nisu imala vrednost za kupce, što bi njihovim restrukturiranjem moglo da se promeni.

Osim toga, u Srbiji ostaje da se privatizuje veliki broj javnih preduzeća (JAT Airways, Telekom Srbije, razni delovi EPS-a, i sl.). Kao posledica nesprovođenja restrukturiranja pre privatizacije, pokušaji prodaje nekih od ovih kompanija su bili bezuspešni i to sa

značajnim negativnim finansijskim posledicama po budžet države. Aktuelna finansijska kriza samo povećava potrebu za novim pristupom restrukturiranja pre prodaje, s obzirom da je interesovanje kupaca smanjeno usled umanjene poslovne sposobnosti preduzeća koja se prodaju. Restrukturiranjem ovakvih preduzeća pre prodaje i povećanje njihove vrednosti za posledicu bi imalo i povećanje interesovanja potencijalnih kupaca i veći finansijski efekat njihove prodaje.

Kreiranje vrednosti na nivou kompanija putem restrukturiranja podrazumeva upravljanje performansama pojedinačnih poslovnih jedinica na način na koji se povećava generisani tok gotovine (*free cash flow*) ili povećava stopa prinosa na uložena sredstva tokom vremena. U smislu ovog rada, izraz kreiranje vrednosti se odnosi na povećanje visine stope povraćaja na uložena sredstva od strane vlasnika putem povećanja priliva gotovine i smanjenja rizika poslovanja. Pri tome, tako kreirana vrednost za pojedinačnu kompaniju se meri poređenjem stope prinosa na uložena sredstva i cene kapitala.

Novi model privatizacije od 2001. godine je podrazumevao prodaju kapitala društvenih i državnih preduzeća putem tendera, aukcija i aukcija na finansijskom tržištu zainteresovanim strateškim i finansijskim investitorima. Putem tendera su se privatizovala velika, dok putem aukcija mala i srednja preduzeća. Pri tome, model je podrazumevao i proces restrukturiranja velikih sistema, kao fazu njihove pripreme za tendersku ili aukcijsku privatizaciju.

Modeli prodaje su predmet analize ovog rada jer i oni takođe predstavljaju faktor kreiranja vrednosti. Naime, pod pretpostavkom uspešno završenog procesa restrukturiranja, izbor modela prodaje kapitala preduzeća takođe doprinosi njegovoj ostvarenoj vrednosti na tržištu. Prodaja kapitala društvenih i državnih preduzeća putem tendera i aukcija, kao transparentnih i konkurentnih modela prodaje, je doprinela povećanom interesu investitora, većoj konkurenciji prilikom prodaje i, posledično, višoj ostvarenoj vrednosti odnosno ceni kapitala preduzeća koje je predmet prodaje.

## **1.2 PREDMET I CILJ ISTRAŽIVANJA**

*Predmet* istraživanja ove disertacije su modeli i faktori kreiranja vrednosti kroz proces restrukturiranja kojima se povećava tržišna vrednost kompanija u procesu privatizacije. S druge strane, kroz analizu ostvarenih rezultata u primeni novog modela privatizacije, ovaj rad potvrđuje hipotezu da je model prodaje najefikasniji model realizacije vrednosti u procesu privatizacije.

*Cilj* rada je da se sagleda koji su osnovni faktori koji kreiraju vrednost jednog privrednog subjekta i na koji način restrukturiranje može da doprinese boljim rezultatima privatizacije putem metoda prodaje.

### **1.3 HIPOTEZE OD KOJIH ĆE SE POLAZITI U ISTRAŽIVANJU**

Na osnovu prethodnog definisanja predmeta i cilja istraživanja, u radu se polazi od tri glavne hipoteze:

*Prvo*, restrukturiranje je proces kojim se povećava vrednost kompanije i kojim se one pripremaju za proces prodaje zainteresovanim strateškim ili finansijskim investitorima.

*Drugo*, moguće je konstruisati model restrukturiranja odnosno model kreiranja vrednosti koji bi u obzir uzeo specifičnosti poslovanja svake pojedinačne kompanije.

*Treće*, model prodaje kompanija je najefikasniji model realizacije vrednosti u procesu privatizacije u uslovima zakasnele tranzicije.

Pomoćne hipoteze:

acm. Ishod procesa restrukturiranja u velikoj meri zavisi od primenjenog modela, vlasničke strukture i postavljenih ciljeva.

acn. Restrukturiranje pre prodaje ne mora biti ustupak socijalnoj stabilnosti, već striktno ekonomski opravdan potez.

aco. Tender kao modalitet prodaje je primeren prodaji velikih preduzeća, dok je aukcija primerena prodaji malih i srednjih preduzeća.

### **1.4 METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA**

Celokupno istraživanje se bazira na primeni metoda savremene kvantitativne i kvalitativne analize. U radu dominira metod analogije koji je primenjen s obzirom na iskustvo u sprovođenju tranzicije koje postoji u zemljama koje su uspešno završile ovaj proces.

U istraživanju rezultata procesa privatizacije u Srbiji koriste se prikupljene brojne informacije iz sekundarnih izvora, ali i posebno iz primarnih izvora, prvenstveno iz Agencije za privatizaciju.

## **DRUGI DEO**

### **PROCES PRIVATIZACIJE I RESTRUKTURIRANJE PREDUZEĆA**

## 2. PROCES PRIVATIZACIJE I RESTRUKTURIRANJE PREDUZEĆA

U ovom delu rada ćemo detaljno obrazložiti definiciju i teorijske koncepcije procesa privatizacije i procesa restrukturiranja u razvijenim i ekonomijama u razvoju. Osim toga, analiziraćemo rezultate većeg broja istraživanja koja su se bavila ovim temama u ekonomijama u tranziciji.

Prezentovana istraživanja ukazuju na činjenicu da se proces privatizacije društvene i državne svojine nametnuo kao preduslov uspešnog završetka procesa tranzicije u zemljama Istočne i Centralne Evrope, uključujući i Srbiju. S druge strane, u cilju kreiranja vrednosti u poslovanju jednog preduzeća, poslovno, investiciono i finansijsko restrukturiranje nameću se kao neophodne aktivnosti u preduzeću bez obzira na strukturu vlasništva. Pri tome, iskustva u privredama u tranziciji pokazuju da u njima postoji veća potreba za restrukturiranjem preduzeća nego kod preduzeća u razvijenim ekonomijama.

Predmet istraživanja u ovom radu je proces restrukturiranja u preduzećima u društvenom i državnom vlasništvu, mada se metodologija restrukturiranja, koja je predložena u trećem delu rada, može primeniti i na kompanije u privatnom vlasništvu.

### 2.1 PROCES PRIVATIZACIJE – TEORIJSKI KONCEPTI I ISKUSTVA

Privatizacija je inicijalna kapisla tranzicije. U literaturi na temu privatizacije, ovaj pojam se definiše na različite načine. Neki autori definišu privatizaciju samo kao prodaju državne imovine. Na primer, Kikeri, Nellis i Shirley definišu privatizaciju kao transfer većinskog vlasništva u državnim kompanijama privatnom sektoru putem prodaje kapitala kompanija ili prodaje imovine nakon likvidacije<sup>1</sup>. Ramamurti proces privatizacije definiše kao prodaju delimičnog ili kompletnog vlasničkog udela koji država ima u državnim kompanijama privatnom sektoru<sup>2</sup>. Konačno, Svetska banka definiše privatizaciju kao odricanje vlasništva nad kompanijama, zemljištem i drugom imovinom od strane države<sup>3</sup>.

Neki drugi autori, pak, privatizaciju sagledavaju šire – kao fenomen koji povezuje aktivnosti koje umanjuju nivo vlasništva države i njen uticaj na kontrolu poslovanja i aktivnosti

---

1 Kikeri, S., J. Nellis, M. Shirley, „Privatization: Lessons from Market Economies“, *World Bank Research Observer*, World Bank, Washington D.C., 1994., str. 14

2 Ramamurti, R., „Why are Developing Countries Privatising?“ *Journal of International Business Studies*, 2nd quarter, 1992, str. 225

3 World Bank, „From Plan to Market“, *World Development Report*, 1996., Washington, DC.

koje su usmerene na promociju učešća privatnog sektora na upravljanje kompanijama pod državnom kontrolom. Vickers i Wright pod privatizacijom podrazumevaju zajednički imenitelj većeg broja različitih aktivnosti koje su usmerene na jačanje tržišta i smanjenje uticaja države<sup>4</sup>. Hartley i Parker definišu privatizaciju kao „kreiranje tržišne ekonomije sa ciljem da kompanije posluju na komercijalnoj osnovi“<sup>5</sup>. Cook i Kirkpartick, definišu proces privatizacije kao spektar različitih politika usmerenih ka promeni ravnoteže između državnog i privatnog sektora i usluga koje oni nude<sup>6</sup>. Konačno, Blommestein, Geiger i Hare privatizaciju vide kao „bilo koji transfer vlasništva nad državnom kompanijom drugim agentima koji za rezultat ima efektivnu kontrolu poslovanja u privatnom vlasništvu“<sup>7</sup>. Ovi autori smatraju da nije neohodno da država proda većinski udeo u svojim kompanijama i da neki državni organ, recimo ministarstvo finansija, može i dalje da zadrži vlasnički udeo u privatizovanim kompanijama.

Privatizacija u Srbiji je tekla tokom celog procesa tranzicije. Proces je započet još 1990. godine donošenjem Zakona o društvenom kapitalu, i nastavljen donošenjem Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine, kao i Zakona o svojinskoj transformaciji. Od 2001. godine, privatizacija se odvija shodno odredbama novog Zakona o privatizaciji.

U svrhu ove disertacije, proces privatizacije možemo šire definisati kao transfer imovine ili kapitala u državnom, odnosno društvenom vlasništvu, privatnom sektoru uz liberalizaciju tržišta kako bi se podstakla konkurencija. Pri tome, celina ekonomskih reformi, priprema kompanija u državnom i društvenom vlasništvu za proces privatizacije, kao i izabrani metodi privatizacije utiču na restrukturiranje i performanse kompanija pre i nakon procesa privatizacije.

Literatura iz oblasti privatizacije se uglavnom bavi ciljevima privatizacije, njenom opravdanju, kao i modelima privatizacije. Što se tiče ciljeva, opšti stav je da preduzeća u državnom vlasništvu posluju negativno i da je cilj privatizacije da ovakva preduzeća učini profitabilnim i efikasnim. Pretpostavka je da preduzeća u privatnom vlasništvu posluju profitabilnije nego preduzeća u državnom, odnosno društvenom vlasništvu. U

---

4 Vickers, J., and V. Wright, “The Politics of Industrial Privatisation in Western Europe: an Overview”, *Western European Politics*, Vol. 11, No.4, 1998., str. 1-15

5 Hartley K., and D. Parker (1991), “Privatization: A Conceptual Framework”, *Edward Elgar Publishing Ltd.*, Hants, England, 1991., str. 11

6 Cook, P., C. Kirkpatrick, and F. Nixon (1998), “Privatization, Enterprise Development and Economic Reform, Experiences of Developing and Transitional Economies”, *Edward Elgar Publishing*, Cheltenham, UK, 1998., str. 3

7 Blommestein, J., R. Hans, R. Geiger, G. Hare, “Privatising Large Enterprises: Overview of issues and case studies”, *Methods of Privatising Large Enterprises*, *OECD*, Paris, France, 1993.

privatnom sektoru, preduzeća imaju potrebu za ekonomskom disciplinom koja ne postoji u državnom sektoru. Osim toga, privatna preduzeća su fleksibilnija prema potrebama potrošača na tržištu, posluju radi profita i posluju u konkurentskom okruženju, što ih usmerava da budu efikasnija od državnih.

U literaturi se mogu naći argumenti u korist i protiv privatizacije. Neki od argumenata u korist privatizacije su da (a) privatizacija povećava privatni sektor i samim tim stopu rasta, (b) privatizacija jača tehnološki razvoj i preduzetništvo, (c) privatna preduzeća su efikasnija od državnih, i (d) proces privatizacije je koristan za državni budžet<sup>8</sup>. S druge strane, isti autor ističe argumente protiv privatizacije: (a) privatizacije vodi povećanju troškova, (b) privatizacija smanjuje stepen zaposlenosti, i (c) privatizacija vodi gubitku kvaliteta. I pored svih navedenih argumenata, autor zaključuje da je u praksi dokazano da su privatna preduzeća efikasnija od državnih, dok su svi ostali navedeni argumenti više teorijski i malo istraženi.

Prema jednoj grupi autora, dobre strane privatizacije su povećanje obima investicija, bolji kvalitet usluga, inovacije, kao i ušteda novca poreskih obveznika<sup>9</sup>.

Tranzicija na tržišne uslove privređivanja, predstavlja jedan od veoma važnih i složenih procesa, a privatizacija je jedan od njenih najbitnijih elemenata. Svi vidljivi aspekti tržišne ekonomije ispoljavaju se kroz proces privatizacije, od početnih uzroka lanca promena do sredstava uobličavanja institucija i mehanizama tržišne ekonomije<sup>10</sup>.

Privatizacija, pored uspostavljanja novih vlasničkih odnosa, obuhvata i izmene u strukturi kapitala, kao i veoma značajno vlasničko i organizaciono restrukturiranje.

Ako je cilj transformacije preduzeća oporavak privrede i stvaranje uspešnih privrednih subjekata koji će ostvarivati profit, od čega će imati koristi ne samo oni i njihovi vlasnici, već i država, onda će stvarna korist od svojinske transformacije biti samo ako se tim putem stvore profitabilna preduzeća. U privredama u tranziciji, koja su prolazila i kroz proces privatizacije, rast produktivnosti u periodu 1995. - 2005. godine bio je za 30% brži od rasta produktivnosti u starim evropskim privredama<sup>11</sup>.

---

8 Boorsma, P., „Privatisation: Political and Economical Considerations“, *SISWO*, Amsterdam, 1994., str. 25

9 Weizsacker, Ernst Ulrich, „Limits to Privatization – How to Avoid too Much of a Good Thing“, *Earthscan, London*, 2005., str.352

10 D. Đuričin, „Economies in Transition: privatization and related issues“, *Dečije novine*, Gornji Milanovac, 1994., str. 2

11 D. Đuričin, „Srbija na raskršću: dostizanje EU ili tranzicionizam“, *Ekonomika preduzeća*, Savez ekonomista Srbije, Beograd, januar - februar 2008., str. 7



Uspeh procesa privatizacije zavisi od većeg broja faktora na makro i mikro nivou. Od faktora na makro nivou izdvajamo političko okruženje zemlje, makroekonomsko okruženje, državne politike, pravnu i finansijsku regulativu, stepen razvoja infrastrukture i raspoloživost odgovarajuće radne snage. Politička stabilnost je bitan faktor koji opredeljuje stepen zainteresovanosti stranih investitora za ulaganje. Politički stabilnije zemlje imaju viši nivo stranih investicija od onih čiji politički sistem nije stabilan. Osim toga, stabilno makroekonomsko okruženje - kontrola inflacije, odgovarajuća monetarna i fiskalna stabilnost i sl. - podstiče proces privatizacije. Odgovarajuće državne politike u oblasti trgovine, poreskog sistema, podsticaja investicija, razvoja konkurencije i sl., takođe utiču na proces privatizacije. Neophodno je uspostaviti odgovarajuću pravnu regulativu i okvir koji će uspostaviti ravnopravnost domaćih i stranih investitora, kao i omogućiti efikasno funkcionisanje tržišnog sistema. Što se finansijske regulative tiče, finansijski sektor ima značajnu ulogu u procesu privatizacije. Za uspeh privatizacije je neophodno da postoji razvijeni bankarski sektor, kao i odgovarajuća regulativa potrebna za razvoj ostalih finansijskih institucija. Konačno, postojanje odgovarajuće infrastrukture kao i raspoloživost kvalitetne radne snage predstavljaju jedan od ključnih faktora potrebnih za uspešan završetak procesa privatizacije.

U kapitalističkim zemljama, privatizacija je dolazila uvek kao mera likvidacije državne kontrole nad resursima, u slučaju kada se takva kontrola pokazivala neefikasnom. Kao ekonomska mera, privatizacija se opravdava činjenicom da efikasnost upotrebe privrednih resursa značajno zavisi od funkcionalnosti institucija svojine i kontrole, odnosno ukupni potencijalni resursi vraćaju se u ruke onih koji imaju jače motive da ih potpuno koriste.

U uslovima gde je privatna svojina vladajući oblik, privatizacija ima karakter korektivnih mera kojima se intenzivira tržišna usmerenost i tržišno vrednovanje svih faktora proizvodnje. U uslovima gde se ruši društvena svojina i uvodi privatna, privatizacija ima karakter revolucionarnih promena. Prvo, stvaraju se uslovi da se realizuje tržišni koncept organizacije privrede. Drugo, sa identifikovanjem novih vlasnika, uvode se funkcije efikasne kontrole privrednih resursa. U prethodnom sistemu, te vlasničke funkcije su kao pojava bile izgubljene, a sa njima i svi interesi koji su vodili efikasnoj upotrebi privrednih resursa. Treće, uspostavlja se tržište faktora proizvodnje i tržište kapitala, kao i pravo ekonomsko vrednovanje svih faktora. Konačno, razvijaju se sve institucije tržišta, kao i celokupna specifična tržišna birokratija.

Kao zaključak, proces privatizacije društvene i državne svojine se nametnuo kao preduslov uspešnog završetka procesa tranzicije u zemljama Istočne i Centralne Evrope, uključujući i

Srbiju. Pri tome, kroz proces privatizacije državnih preduzeća prolazile su, a i još prolaze, i razvijene kapitalističke zemlje. U ovom delu rada smo se upoznali sa osnovnim teorijskim konceptima i definicijama procesa privatizacije. U nastavku ćemo definisati proces restrukturiranja i analizirati iskustva razvijenih i zemalja u tranziciji u vezi restrukturiranja preduzeća u državnom vlasništvu pre samog procesa njihove privatizacije.

## **2.2 KONCEPTUALNI OKVIR I DEFINICIJA PROCESA RESTRUKTURIRANJA**

### **2.2.1. Konceptualni okvir**

Privatizacija je element tranzicione politike jedne zemlje koji uključuje reforme i na makroekonomskom i na mikroekonomskom nivou. Makroekonomske reforme uključuju liberalizaciju cena i trgovine, odgovarajuće promene u fiskalnoj i monetarnoj politici, kao i mere stabilizacije. Jasno je, međutim, da je za uspeh privatizacije potrebno mnogo više od samo makroekonomskih reformi. Iskustva pokazuju da promene na makro nivou ne izazivaju automatske promene u restrukturiranju i načinu poslovanja na nivou kompanija. Upravo iz tog razloga, predmet analize ovog rada je proces restrukturiranja na mikro nivou, odnosno nivou pojedinačnog preduzeća, kako bi se ono uspešnije transformisalo u privredni subjekt koji maksimizira svoju vrednost i na taj način postaje atraktivan za strane investitore u procesu privatizacije.

Kako bi se kreirala kompanija koja bi bila atraktivna za investitore, i država i rukovodstvo preduzeća moraju da započnu proces restrukturiranja – koje uključuje organizaciono, tehnološko, tržišno, finansijsko, proizvodno i upravljačko restrukturiranje<sup>12</sup>. Jedna od najvećih dilema ekonomija u tranziciji je da li restrukturiranje treba da prethodi privatizaciji ili ne, i veliki broj autora je diskutovao na tu temu. U svakom slučaju, najčešće je restrukturiranje, bar delimično, neophodno kako bi se kompanija učinila atraktivnijom za potencijalne investitore. Menadžeri državnih kompanija veruju da je prethodno restrukturiranje neophodno za uspešnu privatizaciju<sup>13</sup>.

Najčešće mere koje se preduzimaju u procesu pripreme kompanija za privatizaciju su smanjenje broja zaposlenih, kao i organizaciono i finansijsko restrukturiranje, u cilju

---

12 Carlin, W., and M. Landesmann, "From Theory into Practice: Restructuring and Dynamism in Transition Economies", *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 13, No. 2., 1997., str. 78

13 Pinto, B., M. Belka, S. Krajewski, "Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment by Manufacturing Firms", *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol.1, 1993., str. 220

smanjenja troškova, odnosno povećanja profitabilnosti. Kako bi se svaka od ovih mera ocenila sa stanovišta svoje opravdanosti, neophodno je razumeti kako svaka od njih utiče na vrednost kompanije i ponašanje njenog rukovodstva. Stoga je neophodno identifikovati faktore koji utiču na vrednost kompanija (*Value Drivers*), kako bi se utvrdio njihov potencijal za kreiranje, odnosno povećanje vrednosti kapitala. Upravo u sledećem delu rada ćemo detaljnije analizirati ove faktore vrednosti i objasniti na koji način oni utiču na finansijske pokazatelje uspešnosti poslovanja jedne kompanije i vrednost kapitala koja se kreira za njene vlasnike.

Elementi koji utiču na vrednost kompanija su ključni za utvrđivanje prave vrednosti, odnosno cene kapitala kompanija koje se prodaju kroz proces privatizacije. Za uspešnu privatizaciju, sa stanovišta države, bitno je da se utvrdi tržišna vrednost kapitala koja, s jedne strane, omogućava pronalaženje adekvatnog investitora dok, s druge strane, državi kreira odgovarajuće prihode. Upravo stoga je ključno utvrditi kako se procenjuje vrednost kapitala ovih kompanija i koji metod procene koristiti kako bi se uspešno i transparentno završio proces njihove privatizacije, o čemu ćemo više govoriti u nastavku rada. Atraktivnost kompanija koje se privatizuju zavisi od njihove profitabilnosti ili potencijala za isti, produktivnosti, postojanja strateškog partnera i specifičnih karakteristika svake pojedinačne kompanije<sup>14</sup>.

Ključni zadatak koji se postavlja pred privrede u tranziciji je kako transformisati državna preduzeća u privatne kompanije čiji je cilj maksimizacija stvorene vrednosti. Stoga transformacija ne podrazumeva samo promenu vlasničke strukture, već i povećanje poslovne efikasnosti, fleksibilnosti i konkurentnosti kompanija. Profitabilne kompanije privlače veći interes potencijalnih investitora i stoga je ključno naći način da se njihove poslovne performanse povećaju, a time i verovatnoća njihove uspešne prodaje, odnosno privatizacije.

U svojoj analizi procesa privatizacije u Velikoj Britaniji, grupa autora navodi da postoje tri osnovna faktora koja opravdavaju proces privatizacije: finansijski, informativni i kontrolni<sup>15</sup>. Finansijski aspekt privatizacije utiče kako na državu, tako i na privatizovano preduzeće. Država prestaje da plaća subvencije državnim preduzećima i ostvaruje prihode od privatizacije. S druge strane, privatizovano preduzeće slobodnije može da nađe potrebna sredstva za poslovanje na tržištu kapitala. Informativni faktor se odnosi na veću transparentnost

---

14 Shafik, N., "Making a Market: Mass privatisation in the Czech and Slovak Republics", *World Development* Vol. 23, 1995., str. 1143-1156

15 Bishop, M., J. Kay i C. Mayer, „Privatisation and Economic Performance“, *Oxford University Press*, Great Britain, 1996, str. 18

u procesu uspostavljanja tržišnih vrednosti i motivacije zaposlenih. Akcije privatizovanih preduzeća se mogu kotirati na berzi, a njihove performanse, kao i performanse menadžera, se mogu ocenjivati kroz cenu akcija na tržištu. Konačno, faktor kontrole je značajan u tome što se, promenom vlasništva, kontrola prenosi sa države na privatnog vlasnika.

Isti autori zaključuju da je u većini kompanija koje su privatizovane u Velikoj Britaniji, poboljšanja i mere koje su preduzete pre samog procesa privatizacije *de facto* omogućile uspešnu privatizaciju.

Druga grupa autora je analizirala performanse 11 britanskih kompanija koje su privatizovane u periodu od 1981. do 1988. godine, sa ciljem da utvrdi da li se njihova profitabilnost povećala nakon privatizacije<sup>16</sup>. Rezultati istraživanja, međutim, nisu bili precizni – autori su našli vezu između aktivnosti restrukturiranja koje su prethodile privatizaciji i ostvarenih poslovnih performansi, ali nisu mogli da utvrde da li bi poslovne performanse tih kompanija mogle da se poboljšaju i bez procesa privatizacije.

Takođe, još jedna grupa autora je analizirala performanse kompanija pre i nakon privatizacije u razvijenim i zemljama u razvoju<sup>17</sup>. Autori su uporedili finansijske i operativne performanse 61-og preduzeća iz 18 zemalja (12 razvijenih i 6 zemalja u razvoju) i 32 privredne grane, koja su se privatizovala u periodu od 1961. do 1990. godine. Zaključak istraživanja je da preduzeća nakon privatizacije obično povećaju obim prodaje, postanu profitabilnija, postanu poslovno efikasnija (merenjem nivoa prodaje po zaposlenom i neto dobiti po zaposlenom) i povećaju nivo investicija. Osim toga, suprotno očekivanjima, prosečan broj zaposlenih se nije smanjio nakon privatizacije već, štaviše, povećao.

Jedno istraživanje je ukazalo da je osnovna razlika između privatnih i državnih preduzeća trošak zaposlenih<sup>18</sup>. Državna preduzeća obično imaju veći broj zaposlenih od optimalnog. Osim toga, dok se u privatnim firmama odluke donose na osnovu ekonomskih faktora, u državnim kompanijama se odluke često donese kao posledica političkih uticaja.

Restrukturiranje i stvaranje vrednosti u razvijenim ekonomijama pruža uvid u iskustva u vezi uspeha ili neuspeha menadžmenta u kreiranju vrednosti u procesu restrukturiranja. Ova iskustva mogu biti od koristi za zemlje u tranziciji, jer je osnovni cilj privatizacije i restrukturiranja preduzeća, kao što je već navedeno, da se subjekti transformišu u

16 Martin, S., D. Parker, „The Impact of Privatisation: Ownership and Corporate Performance in the UK“, *Routledge*, London, 1997., str. 223

17 Megginson, W., J. Netter, “From State to Market: A survey of Empirical Studies on Privatization”, paper presented at the Global Equity Markets Conference, Paris, December 1999.

18 Pirie, M., „Privatization: Theory, Practice and Choice”, *Wildwood House, Hants*, England, 1998, str. 43.

kompanije koje kreiraju vrednost za svoje vlasnike.

Restrukturiranje podrazumeva raznovrsne aktivnosti kao što su prodaja delova preduzeća (*Divestitures*), odvajanje delova preduzeća (*Spin offs*), akvizicije, otkup akcija, koje su sve u isto vreme i transakcije, ali i strukturne promene koje su uvedene u svakodnevno upravljanje poslovanjem. Rappaport klasifikuje iste kao prvu fazu restrukturiranja, a one promene koje donose kontinuirano povećanje vrednosti kroz svakodnevno upravljanje poslovanjem, kao drugu fazu restrukturiranja<sup>19</sup>. Isti autor tvrdi da kompanije moraju da se kreću od prve ka drugoj fazi, jer je u drugoj fazi pristup stvaranja vrednosti za akcionare primenjen ne samo prilikom kupovine i prodaje preduzeća ili promene strukture kapitala firme, već i u planiranju i praćenju performansi svih poslovnih strategija na kontinuiranoj osnovi. Uspešna implementacija druge faze restrukturiranja ne samo da obezbeđuje da menadžeri ispunjavaju svoje obaveze u smislu razvoja poslovnih performansi u skladu sa zahtevima vlasnika, već i smanjuje brigu menadžera od neprijateljskog preuzimanja.

Menadžeri treba da restrukturiraju kompanije kako bi povećali vrednost kapitala jer, u suprotnom, kompanija može da postane predmet neprijateljskog preuzimanja<sup>20</sup>. Autori tvrde da je u najboljem interesu i menadžera i akcionara da jaz između potencijalne i stvarne (sadašnje) vrednosti kompanije bude što manji. Menadžment može unaprediti poslovanje povećanjem prihoda ili smanjenjem troškova, kupovinom ili prodajom imovine i poboljšanjem finansijske strukture kompanije.

Menadžeri često restrukturiraju svoja preduzeća kako bi povećali produktivnost, smanjili troškove ili povećali bogatstvo akcionara. Bowman je ispitivao uticaj aktivnosti restrukturiranja na performanse preduzeća. On klasifikuje aktivnosti restrukturiranja u tri kategorije: portfolio restrukturiranje, finansijsko restrukturiranje i organizaciono restrukturiranje<sup>21</sup>.

*Portfolio restrukturiranje* podrazumeva značajne promene u strukturi sredstava ili linijama poslovanja, uključujući i likvidacije, pripajanja, prodaju imovine i odvajanje delova preduzeća. Menadžment kompanije može da restrukturira svoje poslovanje prodajom poslovnih jedinica koje ne predstavljaju njihovu osnovnu delatnost (*Non-core Assets*), u cilju dobijanja dodatnog kapitala ili izlaska iz delatnosti koje ne kreiraju rast. Štaviše, kompanija može da ide na agresivnu kombinaciju akvizicija i prodaju delova

19 Rappaport, A., „Creating Shareholder Value“, *Macmillan, Inc.*, New York, 1986., str. 59

20 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1996., str. 329

21 Bowman, E., Singh, H., Useem, M. and Bhadury, R., „When Does Restructuring Improve Economic Performance“, *California Management Review*, Volume 41, No. 2, 1990., str. 33

preduzeća kako bi restrukturirala svoj proizvodni portfolio. Prema istraživanjima koje je sproveo autor, aktivnosti prodaje imovine i izdvajanja delova preduzeća generišu dobit, dok akvizicije u proseku ne dovode do poboljšanja.

*Finansijsko restrukturiranje* podrazumeva značajne promene u strukturi kapitala firme, uključujući LBO (*Leveraged buyouts*), intenzivno zaduživanje preduzeća u cilju privlačenja gotovine koja se distribuira akcionarima (*Leveraged recapitalizations*), kao i zamenu sopstvenog kapitala pozajmljenim izvorima (*Debt for equity swaps*). Finansijska struktura se odnosi na alokaciju priliva gotovine iz poslovanja i njihovu distribuciju između različitih poslovnih jedinica kompanije. Rezultati istraživanja autora pokazuju da finansijsko restrukturiranje generiše ekonomsku vrednost za kompanije.

*Organizaciono restrukturiranje* podrazumeva značajne promene u organizacionoj strukturi firme, uključujući i promenu u aktivnostima poslovnih jedinica, promenu hijerarhijskih nivoa odlučivanja, širenje raspona kontrole, smanjenje diversifikacije proizvoda, reviziju sistema kompenzacija i bonusa, reformu menadžmenta, kao i smanjenje broja zaposlenih. Autor ukazuje da otpuštanja koja nisu praćena drugim organizacionim promenama imaju tendenciju da imaju negativan uticaj na performanse. Shodno ovom istraživanju, najava smanjenja broja zaposlenih u kombinaciji sa organizacionim restrukturiranjem verovatno će imati pozitivan, iako mali uticaj na performanse.

### **2.2.2. Definicija pojma restrukturiranja**

Ne postoji opšteprihvaćena i univerzalna teorija restrukturiranja, pa ni opšteprihvaćena definicija pojma restrukturiranja, a empirijska istraživanja restrukturiranja su u najvećoj meri parcijalnog karaktera.

Pojam strukture korišćen u ekonomskom kontekstu predstavlja specifičan, stabilan odnos između ključnih elemenata određene funkcije ili procesa<sup>22</sup>. Restrukturiranje predstavlja proces promene strukture jedne institucije (kompanije, grane, tržišta, zemlje, svetske ekonomije), od koga se mnogo očekuje i koji se preuzima sa određenom namerom.

Ova struktura definiše ograničenja pod kojima institucije funkcionišu u njihovim svakodnevnim operacijama i njihovom traganju za boljim ekonomskim performansama. Restrukturiranje se može tumačiti kao pokušaj da se promeni struktura institucija u cilju

---

22 Donaldson, G., „Corporate restructuring: managing the change process from within“, *Harvard Business School Press*, Boston, 1994, str. 7

da se one relaksiraju nekih ili svih kratkoročnih ograničenja. Restrukturiranje je u vezi sa promenom strukture u potrazi za dugoročnom strategijom. Autori Crum i Goldberg pojam restrukturiranja definišu kao skup diskontinuelnih i odlučnih mera koje se preduzimaju u cilju povećanja konkurentnosti preduzeća i povećanja njegove vrednosti<sup>23</sup>.

Pojedini autori razlikuju nekoliko oblika korporativnog restrukturiranja<sup>24</sup>. Restrukturiranje se označava kao proces prodaje imovine (*Divestitures*), restrukturiranje troškova (*Cost Restructuring*), restrukturiranje broja zaposlenih (*Workforce Restructuring*) i finansijsko restrukturiranje (*Financial Restructuring*).

Restrukturiranje može da se definiše i kao promena u poslovnoj strukturi, investicionoj strukturi, finansijskoj strukturi i strukturi upravljanja kompanijom. Bilo koju definiciju procesa restrukturiranja da prihvatimo, bitno je da je cilj ovog procesa da se kompanija transformiše u preduzeće koje kreira vrednost za svoje vlasnike. U nastavku rada ćemo detaljnije analizirati proces restrukturiranja u ekonomijama u razvoju.

### 2.2.3. Restrukturiranje u ekonomijama u tranziciji

Iskustva u restrukturiranju preduzeća u tranziciji, prvenstveno u Centralnoj i Istočnoj Evropi, otkrila su da postoji potreba za restrukturiranjem preduzeća pre i posle privatizacije. Autori Johnson, Kitchen i Loveman tvrde da postoji potreba za planom integrisanog restrukturiranja koji usklađuje promene u poslovnoj strategiji, finansijama i investicijama, sistemu kontrole, marketingu i upravljanju ljudskim resursima u kompanijama koje prolaze kroz proces privatizacije<sup>25</sup>.

Drugi autor tvrdi da država kao vlasnik često naglašava svoju nameru da prvo nadograđuje i restrukturira preduzeća u državnom vlasništvu, pa da ih tek kasnije proda<sup>26</sup>. Glavni argument ovakve strategije je da se veliki potencijal nekih preduzeća ne reflektuje u početnoj ponuđenoj ceni i, kako bi se postigla mnogo viša cena za kapital ovih preduzeća, ona moraju prvo biti modernizovana. Na primer, ako preduzeće nije dovoljno atraktivno privatnim investitorima, jer ima stare dugove ili neke delove koji nisu profitabilni i koji se lako mogu odvojiti, onda početno restrukturiranje može značajno poboljšati položaj

23 Crum, R., Goldberg, I., „Restructuring and Managing the Enterprise in Transition“, *EDI Learning Resources Series*, World bank, Washington, 1998, str. 340

24 Gaughan, A., Patrick, „Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, *John Wiley & Sons, Inc.*, 1996., str. 10

25 Johnson, S., Kitchen, D., Loveman, G., „Complementarities and the Managerial Challenges of State Enterprise Restructuring: evidence from two shipyards“, *Economics of Transition*, Volume 4. No. 10, 1996., str. 31

26 Major, I., „Privatization in Eastern Europe: A Critical Approach“, *Edward Elgar; Hants, England*, 1993.

prodavca, u ovom slučaju države, u pregovorima sa zainteresovanim kupcima.

Zbog gore navedenog, tokom privatizacije je važno da se osmisli politika za poboljšanje performansi održivih preduzeća, ali koja posluju sa gubitkom, kao i nekonkurentnih preduzeća za koje je država odlučila da ih odmah ne prodaje. Pri tome, ako potencijalna vrednost tih preduzeća može da se poboljša, aktivnosti restrukturiranja podrazumevaju refinansiranje obaveza iz poslovanja, reorganizaciju delatnosti kako bi se smanjile ili eliminisale neprofitabilne aktivnosti, kao i dovođenje novih menadžera.

Upravo takve aktivnosti je preduzela i država Srbija kada je novim zakonom o privatizaciji iz 2001. godine koncipirala proces restrukturiranja preduzeća koja u sadašnjem stanju nisu mogla da se privatizuju, a imaju tržišni potencijal. O ovim aktivnostima će više biti reči u drugom delu ovog rada.

Autor Filatotchev tvrdi da su promene u poslovanju, investiranju/finansiranju i upravljanju bitni elementi restrukturiranja tokom tranzicije<sup>27</sup>. Poslovne promene odnose se na rast i diversifikaciju, obuku i zapošljavanje i odnos sa interesnim grupama u preduzeću. Investicione i finansijske promene obuhvataju promene u trajnim obrtnim sredstvima, investicijama, platama i izvorima finansiranja investicija. Promene u upravljanju se odnose na promene u vlasništvu i kontroli koju vrše vlasnici, menadžeri, zaposleni i drugi.

*Poslovno restrukturiranje* označava promene u postojećem proizvodnom miksu, uvođenje novih proizvoda, poboljšanje distributivnih kanala, smanjenje radne snage i materijalnih troškova i preusmeravanje proizvodnje prema klijentima koji imaju tražnju za robom koja povećava profitabilnost kompanije.

Iskustvo Centralne i Istočne Evrope pokazuje da većina preduzeća još pre privatizacije smanjuje radnu angažovanost kako bi povećala konkurentnost i smanjuje obim proizvodnje kako bi se prilagodila novom tržišnom okruženju. Ovo je posledica liberalizacije cena i povećanja cene sirovine i energije, kao i smanjenja potražnje za domaćom robom zbog uvozne konkurencije. Smanjenje potražnje potrošača za domaćom robom rezultira niskom iskorišćenošću kapaciteta preduzeća. Menadžeri koji se susreću sa padom prodaje usled gore navedenih faktora, rešenje pokušavaju da pronađu kroz sprovođenje aktivne politike prodaje, promenu proizvodnog miksa i profila proizvodnje ka traženijim proizvodima, diversifikacijom proizvodnje, kao i smanjenjem troškova proizvodnje. Prema autoru

---

27 Filatotchev, I., Hoskisson, R., Buck, T., Wright, M., „Corporate Restructuring in Russian Privatisation: Implication for U.S. Investors“, *California Management Review*, Vol. 38, No. 2, 1996., str. 87



Belka, jedan od ključnih faktora prilagođavanja preduzeća tokom tranzicije je brzina i efikasnost kojom kompanije uspevaju da povrate svoju domaću mrežu distribucije<sup>28</sup>. Oni koji uspeju, u stanju su da odbiju stranu konkurenciju, pa čak i šire. Onima koji ovaj aspekt poslovanja zanemaruju, u prvoj fazi tranzicije predstoji težak zadatak oporavljanja, zbog teškog i skupog tržišta novih i poboljšanih proizvoda, kao i nedostatka adekvatnog marketinga i stručnjaka prodaje. Međutim, iskustvo privreda u tranziciji pokazuje da se samo mali broj menadžera u preduzećima koja treba da se privatizuju bavi uvođenjem novih proizvoda, razvojem novih procesa i razvojem novih tržišta.

*Investiciono restrukturiranje* označava promene u fiksnoj i obrtnoj imovini preduzeća. Preduzeća u tranziciji obično koriste stariju opremu, što im ugrožava konkurentnost u odnosu na uvozne proizvode iz razvijenih ekonomija. Oprema je često kupljena još u vreme osnivanja kompanije, a mogućnost njihove zamene se zanemaruje kako se, kroz modernizaciju, broj zaposlenih ne bi smanjivao. Ova praksa je bila prepreka modernizaciji i unapređivanju tehnologija u državnim kompanijama u Centralnoj i Istočnoj Evropi i stoga su se ova preduzeća suočavala sa teškoćama u konkurentskoj borbi na tržištu nakon pada komunizma. Prema već navedenom istraživanju Belka-e, osnovna sredstva su bila dotrajala, uz stope amortizacije od 60-70%. Pri tome, najviše projekata modernizacije je preduzeto sa ciljem smanjenja troškova (za uštedu energije, manju potrošnju materijala i sl.), dok je mali broj investicionih projekata za cilj imao povećanje proizvodnih kapaciteta preduzeća. Osim nedostatka finansijskih sredstava za investicije, u osnovna sredstva je manje ulagano i zbog nedostatka jasnih vlasničkih perspektiva preduzeća i jasnog stava rukovodstva. Ovo pokazuje da neizvesnost može imati snažan negativan uticaj na podsticaj da preduzeća odmah krenu da iskoriste mogućnosti za investiranje, što je razlog koji govori u prilog privatizaciji preduzeća u državnom vlasništvu.

*Finansijsko restrukturiranje* u toku privatizacije uključuje otpis ili smanjenje starih dugova od strane države, kako bi kompanije bile atraktivnije za kupce, ubrizgavanje kapitala za nova ulaganja, konverziju duga u akcijski kapital kada su poverioci preduzeća saglasni da prihvate vlasništvo u preduzeću, refinansiranje spoljnog duga (kao na primer restrukturiranje duga po sniženim kamatnim stopama i sa dužim rokovima dospeća, kao i delimičan otpis duga), prodaju imovine, i sl.

Iskustvo zemalja Centralne i Istočne Evrope pokazuje da država uglavnom prestaje da

---

28 Pinto, B., Belka, M., Krajewski, S., „Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment by Manufacturing Firms“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Volume 1, 1993., str. 213

direktno subvencioniraju preduzeća, kako bi izvršila pritisak na njih da počnu sama da se finansiraju i kako bi menadžerima prenela autonomija u upravljanju. Međutim, prema autoru Kornai, menadžeri gubitaških preduzeća su često u stanju da ublaže ova budžetska ograničenja i da ne poštuju finansijsku disciplinu, jer političari obično nisu spremni da likvidiraju preduzeća gubitaše, zbog socijalnih posledica<sup>29</sup>. Slično je i sa državnim bankama koje su takođe odobravale kredite gubitašima bez rigoroznih analiza, iz straha da će, u slučaju da ova preduzeća bankrotiraju, one izgubiti novac koji su već pozajmle ovim preduzećima.

Literatura o restrukturiranju preduzeća u Centralnoj i Istočnoj Evropi ukazuje na to da kompanije zahtevaju poslovno, investiciono i finansijsko restrukturiranje u procesu prilagođavanja novim tržišnim uslovima i stvaranju vrednosti za svoje vlasnike. Pri tome, najveći broj država naglašava potrebu finansijskog restrukturiranja, upravo zbog toga što su jedan od faktora koji je uticao na mali interes investitora za državna preduzeća bili akumulirani dugovi iz prošlosti. Da bi se privukli investitori, skoro sve vlade zemalja Centralne i Istočne Evrope su, nakon pada komunizma, pokušale da očiste bilanse preduzeća, kako bi se povećala njihova atraktivnost. Pri tome, njihov se pristup ovom problemu razlikovao - neke zemlje su direktno otpisivale dugove preduzeća, dok su druge odvajale preduzeća u finansijskoj nevolji ili prenosile odgovornost restrukturiranja duga sa preduzeća na banke.

Iskustva Mađarske i Bugarske, na primer, pokazuju da su vlade ovih država otpisale stare dugove preduzeća kako bi im olakšale poslovanje. Problem je, međutim, što umesto da stare dugove otpišu jednom, vlade su dugove otpisivale nekoliko puta u periodu 1992. – 1994. godine, čime su izgubile kredibilitet i poslale pogrešnu poruku menadžmentu tih preduzeća. U Poljskoj i Rumuniji, s druge strane, problematična državna preduzeća su bila izolovana („hospitalizovana“) i bila predmet restrukturiranja. Države su obezbedile dodatne izvore finansiranja, osnovale agencije za restrukturiranje i dale vremenski period rukovodstvima ovih preduzeća da postanu samoodrživa u roku od dve do četiri godine. Ukoliko se u ovom periodu preduzeća ne bi uspešno restrukturirala, bila su predmet likvidacije. Rezultati ovih aktivnosti, međutim, nisu bili sjajni prvenstveno zbog toga što rukovodstvo kompanija nije bilo spremno na velike rezove u poslovanju i otpuštanje radnika.

Studije slučajeva preduzeća u tranziciji koje su sačinjene od strane konsultanata, međunarodnih agencija kao što su Svetska banka i Organizacija za razvoj Ujedinjenih nacija (UNIDO) i drugih istraživača, otkrivaju kako se preduzeća mogu restrukturirati i pripremiti za uspešnu privatizaciju<sup>30</sup>. Ove studije pokazuju da su preduzeća koja sužavaju

29 Kornai, J., „The Road to a Free Economy“, *W.W. Norton*, New York, 1990., str. 54

30 Estrin, S., Brada, J., Gelb, A., Singh, I., „Restructuring and Privatisation in Central Eastern Europe: Case Studies of Firms in Transition“, *M.E. Sharpe, Inc. Armonk*, New York, 1995.

svoj proizvodni fokus i smanjuju svoj ciklus proizvoda, bila u stanju da se restrukturiraju i privuku investitore. Pored toga, tržišno orijentisani menadžeri odigrali su ključnu ulogu u restrukturiranju svojih kompanija. Konačno, niske cene rada u Centralnoj i Istočnoj Evropi u poređenju sa Zapadnom Evropom dale su prednost preduzećima u ovim zemljama kako bi privukli zainteresovane kupce.

Geografska blizina Centralne i Istočne Evrope tržištu Zapadne Evrope takođe je pomogla preduzećima da poboljšaju svoje finansijsko stanje. Uspešne kompanije su obnovile tehnologiju i modernizovale svoje mašine, kako bi proizvodile kvalitetnije i konkurentnije proizvode. Poznanstvo sa stranim kooperantima je pomoglo u eventualnim privatizacijama preduzeća. Takođe, kanali distribucije preduzeća promenjeni su od veleprodajnih i maloprodajnih lanaca ka direktnoj prodaji krajnjim kupcima.

Osim do sada navedenih istraživanja, studije slučaja analiziraju i preduzeća koja nisu uspela da se prilagode novom tržišnom okruženju. U ovim preduzećima, menadžment je pokazao malo volje da sprovede reforme, a kompanije su uglavnom bile proizvodno a ne tržišno orijentisane. Ovi menadžeri su pokušali da lobiraju za subvencije, a ne da se angažuju u restrukturiranju svojih preduzeća. Međutim, kako su države smanjivale subvencije, dug ovih preduzeća je rastao, čime se dalje pogoršalo njihovo finansijsko stanje i time stvorila i dodatna prepreka za privlačenje investitora.

U studiji ruskih preduzeća, autori Earle, Estrin i Leshchenko identifikovali su aktivnosti restrukturiranja (u oblasti proizvodnje, zaposlenosti, investicija i marketinga) koje poboljšavaju vrednost preduzeća<sup>31</sup>. Autori su koristili ove aktivnosti da testiraju svoje hipoteze da li razlika u vlasništvu rezultira različitim aktivnostima restrukturiranja od strane menadžera. Zaključak studije je pokazao da vlasnička struktura ne utiče mnogo na različitost aktivnosti restrukturiranja. Osim toga, shodno ovom istraživanju, za menadžere su bile bitnije aktivnosti restrukturiranja u oblasti investiranja i marketinga nego u oblasti proizvodnje.

Kao zaključak, potreba za restrukturiranjem preduzeća u ekonomijama u tranziciji u poslovanju, finansiranju i investicijama pre samog procesa njihove privatizacije se nameće kao zaključak skoro svih gore navedenih istraživanja koja su se bavila ovom temom. U nastavku rada, s obzirom na zaključak o neophodnosti samog restrukturiranja, analiziraćemo rezultate istraživanja koja treba da daju odgovor na pitanje u kom trenutku treba restrukturirati preduzeća u tranzicionim ekonomijama.

---

31 Earle, J., Estrin, S., Leshchenko, L., „Ownership Structures, Patterns of Control and Enterprise Behaviour in Russia“, *EDI Development Studies*, World Bank, Washington, 1996., str. 26

#### 2.2.4. Kada restrukturirati preduzeća u tranziciji

Jedno od pitanja o kojima se raspravljalo u tranzicionim privredama je u kom trenutku treba započeti aktivnosti restrukturiranja preduzeća. Generalno, postoje tri mogućnosti u redosledu aktivnosti privatizacije i restrukturiranja preduzeća tokom perioda tranzicije. To su:

- Privatizovati preduzeća u državnom vlasništvu, bez pokušaja da se preduzeće takvo kakvo je restrukturira, i ostaviti novim privatnim vlasnicima da odluče kako da restrukturiraju preduzeće nakon privatizacije;
- Prvo potpuno restrukturirati državna preduzeća, pa ih tek nakon toga privatizovati; i
- Delimično restrukturirati državna preduzeća pre privatizacije i ostaviti novom vlasniku da odluči kako najbolje da završi započeti proces.

Privatizacija preduzeća bez njihovog prethodnog restrukturiranja obično ima za rezultat nisku prodajnu cenu. Međutim, sa druge strane, restrukturiranje radi postizanja bolje cene je i skupo i teško. Mere restrukturiranja koje se sprovode pre privatizacije mogu da se razlikuju od nameravane strategije razvoja preduzeća koje ima potencijalni kupac. Osim toga, teško je motivisati menadžere i zaposlene da poboljšaju performanse ako će njihova radna mesta biti u opasnosti zbog privatizacije i prodaje novom vlasniku.

Autor Kornai tvrdi da su državna preduzeća previše birokratska da odgovore na prilike koje otvara prelazak na tržišni sistem i slobodna trgovina<sup>32</sup>. Pomenuti autor, zatim Lipton i Sachs<sup>33</sup>, kao i Aslund<sup>34</sup> i Blanchard<sup>35</sup> stavljaju efikasnost u centar diskusije o privatizaciji i tvrde da se samo od privatnih vlasnika može očekivati da koriste resurse efikasno, dok javno ili državno vlasništvo obično ima za rezultat nepažljivu potrošnju od strane menadžera, rasipničku alokaciju resursa, kao i nedostatak fleksibilnosti u poslovanju.

Međutim, druga grupa autora, Pinto<sup>36</sup>, kao i Estrin, Gelb i Singh<sup>37</sup> ima suprotan stav. Po njima, državna preduzeća u Centralnoj i Istočnoj Evropi su napravila velika prilagođavanja u poslovanju u svetlu novih tržišnih okolnosti. Da bi opstala u novom poslovnom okruženju, preduzeća su morala da se reorganizuju, smanje obim poslovanja, smanje višak radne snage,

32 Kornai, J., „The Road to a Free Economy“, *W.W. Norton*, New York, 1990., str. 51

33 Lipton, D., Sachs, J., „Privatisation in Eastern Europe: The Case of Poland“, *Brookings Papers on Economic Activity*, No.2, December 1990., str. 293

34 Aslund, A., „Systemic change and stabilization-goals and substance“, *Dartmouth*, Aldershot, 1991.

35 Blanchard, O., Dornbusch, R., Krugman, P., Layward, R., Summers, L., „Reform in Eastern Europe“, *MIT*, Cambridge, MA, 1991., str. 32

36 Pinto, B., Belka, M., Krajewski, S., „Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment by Manufacturing Firms“, *Brookings Papers on Economic Activity*, Volume I, 1993., str. 213

37 Estrin, S., Gelb, A., Singh, I., „Enterprises in Transition: Issues and method of analysis“, *Eastern European Economics*, Fall, 1993., str. 3

prodaju neproizvodna sredstva, poboljšaju kvalitet svojih proizvoda, kao i da pronađu nova tržišta. Neka državna preduzeća su mogla da se održe, ali ne bez smanjenja broja zaposlenih i priliva novog kapitala. Bez restrukturiranja, potencijalno održiva preduzeća obično ne uspeju da privuku kupca. Prilagođavanje preduzeća na nove uslove poslovanja zavisi od njegove finansijske situacije, kao i motivacije i sposobnosti menadžmenta. Pitanje je koliko država treba da uradi da pomogne u rešavanju ovih osnovnih strukturnih problema preduzeća. Neki autori se zalažu za državne intervencije, dok se drugi suprotstavljaju ovim intervencijama tokom tranzicionog perioda. Pri tome, državne mere restrukturiranja, kao što su čvrsto budžetsko ograničenje, finansiranje otpremnina za višak zaposlenih i selektivni otpis duga, mogu se koristiti u cilju podrške aktivnostima restrukturiranja.

Najbolji scenario je restrukturiranje preduzeća u potpunosti pre prodaje jer, kako je navedeno od strane autora, interno i eksterno restrukturiranje stvara vrednost i poboljšava moć pregovaranja prodavca<sup>38</sup>.

Autori Ernst, Alexeev i Marer tvrde da država ima legitimnu ulogu u podsticanju privatizacije i poboljšanju efikasnosti, pomažući restrukturiranje preduzeća<sup>39</sup>. Pri tome, često je neophodno smanjenje stepena zaduženosti preduzeća i to u velikoj meri. Osim toga, velika preduzeća koja gube novac i ne mogu naći privatnog kupca, moraju biti restrukturirana uz pomoć države, bilo kao priprema za eventualnu privatizaciju ili jednostavno da budu sačuvana. Prema ovim autorima, veliki državni programi restrukturiranja treba da budu preduzeti u delatnostima kojima privatni sektor ne može ili neće da se bavi.

Kao zaključak, posle više godina iskustva u tranziciji u Centralnoj i Istočnoj Evropi, gore navedena istraživanja ukazuju na to da državna preduzeća zahtevaju restrukturiranje svojih aktivnosti i pre i posle privatizacije. U pred-privatizacionom restrukturiranju, država bi trebalo da restrukturira preduzeća putem smanjenja broja zaposlenih, smanjenjem duga i uvođenjem strogih budžetskih ograničenja kako bi preduzeća postala samostalna i profitabilna. Međutim, novi vlasnik, koji poseduje sposobnosti i preduzetničku usmerenost na tržišno poslovanje, nakon privatizacije bi trebalo da nastavi započeto restrukturiranje i investira u opremu, modernizaciju tehnologije, u razvoj novih proizvoda, kao i istraživanje i razvoj, a sve u skladu sa svojom strategijom poslovanja.

Upravo na ovaj način je koncipiran i novi model privatizacije u Srbiji koji je sa primenom

---

38 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons Inc.*, New York, 1995., str. 351

39 Ernst, M., Alexeev, M., Marer, P., „Transforming the Core, Restructuring Industrial Enterprises in Russia and Central Europe“, *West View Press*, Boulder, Colorado U.S.A., 1996., str 7

počeo od 2001. godine. Naime, kao što ćemo videti u drugom delu ovog rada, aktivnosti restrukturiranja preduzeća koje podrazumeva novi model privatizacije se uglavnom svode na primenu socijalnog programa u cilju smanjenja broja zaposlenih, kao i na smanjenje/otpis obaveza koje preduzeće ima prema državi. Dalje aktivnosti restrukturiranja (modernizacija upravljanja, nove tehnologije, novi proizvodi i sl.) se prepuštaju novom vlasniku. Upravo zbog toga, novi model privatizacije podrazumeva definisanje kriterijuma učešća na tenderima i aukcijama kako bi se pronašli „pravi” kupci i partneri za privatizovana preduzeća.

## **ZAKLJUČAK**

U cilju kreiranja vrednosti u poslovanju za vlasnike kapitala, poslovno, investiciono i finansijsko restrukturiranje preduzeća su neophodne aktivnosti bez obzira na strukturu vlasništva. Iskustvo u restrukturiranju preduzeća u razvijenim privredama pokazuje da finansijsko restrukturiranje kreira vrednost zato što ne donosi promene u upravljanju preduzećem – postojeći menadžeri već dobro poznaju kompaniju i mogu da uvedu promene u poslovanju i investiranju a da ne dovedu u pitanje svoje radno mesto.

Iskustva u restrukturiranju preduzeća u privredama u tranziciji pokazuju da postoji veća potreba za njihovim restrukturiranjem nego za restrukturiranjem preduzeća u razvijenim ekonomijama. U ovom delu rada smo naveli nekoliko istraživanja koja pokazuju da menadžeri restrukturiraju svoje kompanije jer to pokazuje njihovu sposobnost upravljanja i pomaže im da steknu karijeru posle privatizacije. U privredama u tranziciji, i države se bave finansijskim restrukturiranjem preduzeća kako bi im smanjile akumulirane dugove i privukli kupce tokom privatizacije. Mnoge države direktno otpisuju dug preduzeća kako bi povećale njihovu atraktivnost. S druge strane, ovakve mere kreiraju moralni hazard jer se menadžerima daje poruka da će država uvek da ih izvuče iz nevolja i time uništava kredibilitet reformskog procesa.

Kao što smo naveli, postoje tri opcije za redosled restrukturiranja i privatizacije u tranziciji: restrukturiranje u potpunosti pre privatizacije, delimično restrukturiranje pre prodaje ili prodaja preduzeća u stanju u kakvom je. Najbolji scenario je restrukturiranje preduzeća u potpunosti pre prodaje, jer ono stvara vrednost i poboljšava moć pregovaranja prodavca. Tokom tranzicije, državna preduzeća se smatraju bogatstvom društva i prodaja preduzeća po niskim cenama ima političke reperkusije. Osim toga, potencijalni kupci će takođe biti zadovoljni da kupe restrukturirano preduzeće jer time umanjuju neizvesnost oko predmeta kupovine. Za sve strane, prodaja restrukturiranih preduzeća je najbolja opcija.

Međutim, kada restrukturiranje nije lako sprovesti zbog nedostatka kvalifikovanih menadžera, Država može delimično restrukturirati preduzeća pre privatizacije smanjenjem radne snage, smanjenjem duga i povećanjem autonomije preduzeća, pri čemu novi vlasnik može da završi proces restrukturiranja nakon same privatizacije. Pri tome, delimično restrukturiranje, pogotovu velikih konglomerata, je i neophodno radi održavanja socijalnog mira. Bitno je samo naglasiti da restrukturiranje preduzeća zahteva vreme i da postoji opasnost da se odugovlačenjem ovog procesa izgubi pravi trenutak njihove prodaje.

Treća opcija - prodaja preduzeća u sadašnjem stanju, koristi se za prodaju preduzeća koja ne zahtevaju restrukturiranje zato što su u takvom stanju da su već atraktivna za potencijalne kupce. Ova opcija, s druge strane, olakšava privatizaciju ostalih državnih preduzeća, zato što država svoje resurse u ovom slučaju može da fokusira na kompanije koje realno zahtevaju restrukturiranje svog poslovanja, a u cilju njihove pripreme za prodaju.

Dosadašnja iskustva u Srbiji pokazuju da je delimično restrukturiranje pre privatizacije optimalno rešenje kojim se, s jedne strane, omogućava privatizacija preduzeća koja se u sadašnjem stanju ne bi mogla prodati i, s druge strane, na taj se proces ne troši puno vremena ni resursa. Dosadašnji tok privatizacije pokazuje da se država uglavnom bavila finansijskim (u smislu otpisa akumuliranih dugova) i organizacionim (u smislu smanjenja broja zaposlenih i podele preduzeća na više poslovnih celina) restrukturiranjem, o čemu će više biti reči u drugom delu rada.

S obzirom na zaključak da je restrukturiranje pre privatizacije neophodna aktivnost jer se tako povećava atraktivnost preduzeća za potencijalne kupce, postavlja se pitanje načina na koji neko preduzeće treba restrukturirati. U sledećem delu rada, detaljnije ćemo predstaviti pojam vrednosti i način na koji se vrednost meri, kao i nekoliko modela koji predstavljaju okvir za aktivnosti restrukturiranja sa ciljem kreiranja vrednosti (tzv. *modeli vrednosti*). Upravo ovi modeli ukazuju na konkretne aktivnosti i faktore poslovanja na kojima treba raditi kako bi se kreirala vrednost kapitala i proces restrukturiranja uspešno završio. Konačno, nakon toga, analiziraćemo proces procene vrednosti kapitala kompanija kako bi utvrdili metodologiju i način vrednovanja i time postavili osnovu za procenu uspešnosti aktivnosti restrukturiranja (stvorenju vrednosti pre i nakon preduzetih aktivnosti restrukturiranja).

## **TREĆI DEO**

### **POJAM VREDNOSTI, OSNOVNI FAKTORI I MODELI VREDNOSTI I PROCENA VREDNOSTI KAPITALA**



### **3. POJAM VREDNOSTI, OSNOVNI FAKTORI I MODELI VREDNOSTI I PROCENA VREDNOSTI KAPITALA**

Predmet ovog dela rada je metodologija definisanja i izračunavanja ostvarene vrednosti kapitala preduzeća. U ovom delu rada detaljno ćemo analizirati osnovne faktore, odnosno pokretače vrednosti i predstaviti četiri modela vrednosti koji se bave analizom procesa i faktora kreiranja vrednosti kapitala jednog preduzeća. Konačno, na kraju ovog dela, analiziraćemo nekoliko pristupa i metoda procene vrednosti kapitala preduzeća.

Treba napomenuti da je predmet istraživanja ovog rada ostvarena vrednost sa finansijskog aspekta u smislu na koji način se, kroz razne poslovne odluke u procesu restrukturiranja, može uticati na povećanje vrednosti kapitala preduzeća. Predmet istraživanja nije ostvarena vrednost u procesu proizvodnje u smislu novostvorene vrednosti kod gotovih proizvoda. Drugim rečima, predmet istraživanja su faktori poslovanja kroz čije upravljanja se utiče na finansijski položaj jednog preduzeća i, posledično, na iznos vrednost njegovog kapitala za vlasnike tog kapitala.

S obzirom da su proces privatizacije i proces restrukturiranja neophodne aktivnosti kod državnih, odnosno društvenih preduzeća u ekonomijama u tranziciji, cilj ovog dela rada je da predstavimo ono što je cilj procesa restrukturiranja, a to je stvaranje vrednosti za vlasnike kapitala i povećanje atraktivnosti preduzeća za potencijalne kupce. Pri tome, teme koje ćemo obraditi u ovom delu rada poslužiće nam kao osnova za definisanje integralnog modela restrukturiranja putem upravljanja faktorima vrednosti, koji je prezentovan u trećem delu rada.

## 3.1 POJAM I OBRAČUN VREDNOSTI

### 3.1.1. Teorijski koncepti i pojam vrednosti

U prethodnom delu rada, upoznali smo se sa pojmom i procesom restrukturiranja preduzeća u privatnom i državnom vlasništvu. Predmet ovog dela rada je definicija pojma vrednosti, metodologija njenog izračunavanja, kao i modeli kreiranja vrednosti koji služe kao okvir za identifikaciju varijabli koje treba proučavati i kojima treba upravljati kako bi se, kroz proces restrukturiranja, povećala vrednost kapitala preduzeća. Cilj je da se primeni takav koncept poslovanja, investiranja i finansiranja koji će biti u funkciji restrukturiranja preduzeća, a u cilju kreiranja dodatne vrednosti za vlasnike kapitala.

Veliki broj autora se bavio pojmom vrednosti i njenog kreiranja u organizaciji. Autori McTaggart, Kontes i Mankins definišu kreiranje vrednosti kao upravljanje performansama pojedinih poslovnih jedinica uz uvažavanje ostvarenih novčanih tokova i stope prinosa na uložena sredstva<sup>40</sup>. Pojam stvaranja vrednosti odnosi se na povećanje stope prinosa na uložena sredstva vlasnika kapitala kombinacijom povećanja novčanih priliva i smanjenja rizika poslovanja. Vrednost je stvorena samo kada poslovna jedinica ili kompanija u celini može ostvariti prinos na uložena sredstva koji prevazilazi njene troškove kapitala.

Dva autora, Cappelli i Konijnenberg, su identifikovali pet pojedinačnih struktura koje pomažu u stvaranju vrednosti: struktura imovine, struktura kapitala, upravljačka struktura, struktura troškova i organizaciona struktura<sup>41</sup>. Struktura imovine pokazuje strukturu ukupnih sredstava kompanije koje ona koristi kako bi ostvarila svoje ciljeve. Struktura kapitala se bavi formom i relativnim iznosima pojedinačnih elemenata kapitala koji se koriste za finansiranje poslovanja. Ova struktura se odnosi na kombinaciju pozajmljenog i sopstvenog kapitala koji se koristi za finansiranje poslovnih operacija. Upravljačka struktura podrazumeva način zaštite i rešavanje sporova u vezi procesa koji se koriste za kontrolu i koordinaciju aktivnosti različitih zainteresovanih strana. Idealan sistem upravljanja pruža menadžerima dovoljno slobode da rade i da budu odgovorni za ono što su uradili. Struktura troškova uključuje troškove poslovanja i ostale troškove. Promene u strukturi troškova, kao što su realokacija radno intenzivne proizvodnje u zemlje sa niskim cenama rada, mogu da poboljšaju profitabilnost preduzeća. Konačno, organizaciona struktura kao, na primer, broj poslovnih jedinica u organizaciji, može da utiče na tok komunikacije i poboljšanje

40 McTaggart J., Kontes, P., Mankins, M., „Managing for Superior Shareholder Returns, The Value Imperative“, *The Free Press*, New York, 1994., str 56

41 Cappelle-Konijnenberg, „Restructuring, Firm Performance and Control Mechanism“, *Tilburg University, Research Memorandum*, 1995., str. 7

kroz proces restrukturiranja, čime je moguće stvoriti dodatnu vrednost za kompaniju.

Autor Rappaport se zalagao za primenu koncepta upravljanja zasnovanog na vrednosti (*Value Based Management*) u cilju stvaranja vrednosti u poslovanju<sup>42</sup>. Osim njega, autori Copeland, Koller i Murrin su se takođe zalagali za transformaciju čitave organizacije sa ciljem maksimiziranja ostvarene vrednosti, koristeći isti pristup upravljanja zasnovan na vrednosti<sup>43</sup>. Ovi autori navode da je važan deo upravljanja zasnovanog na vrednosti duboko razumevanje o tome koji faktori poslovanja u stvari utiču na kreiranje vrednosti. Ovi faktori, poznati kao pokretači ili faktori vrednosti (*Value Drivers*), utiču na finansijske performanse preduzeća i njihovim upravljanjem se kreira vrednost u poslovanju odnosno povećava vrednost kapitala preduzeća.

Kao što ćemo videti u trećem delu rada, prezentovani model restrukturiranja kroz upravljanje faktorima vrednosti se upravo zasniva na konceptu upravljanja koji za cilj ima stvaranje vrednosti u poslovanju koje se odlikava na povećanje vrednosti kapitala preduzeća, što predstavlja ključni indikator uspešnosti investicije za vlasnike kapitala.

Prema drugom autoru, vrednost je kreirana operativnim i investicionim odlukama koje menadžeri svakodnevno donose<sup>44</sup>. Da bi upravljanje vrednošću uspešno, mora da bude ugrađeno u donošenje svakodnevni poslovnih odluka. Ovo znači postizanje visokog nivoa menadžerskog razumevanja o tome kako menadžment može da utiče na povećanje vrednosti kompanije i prevođenje apstraktnih koncepata stvaranja vrednosti u smislene dnevne radne zadatke. U narednom delu rada, koji se detaljno bavi faktorima vrednosti, slikovito su navedeni odnosi između svakodnevni poslovnih odluka, pojedinih finansijskih pokazatelja u bilansima preduzeća i, konačno, ostvarene vrednosti kapitala.

Fokus na stvaranje vrednosti u finansijskom smislu podrazumeva da se odluke i aktivnosti prosuđuju u kontekstu koliko vrednosti će stvoriti, a da se ponašanje usmereno ka kreiranju vrednosti ohrabruje u celoj organizaciji. Uspostavljanje kulture vođene u skladu sa stvaranjem vrednosti zahteva dalekosežne organizacione promene. Autor Monnery tvrdi da proces stvaranja vrednosti zahteva da menadžeri razumeju koji su to faktori vrednosti i na koji način treba da podstaknu zaposlene da rade stvari drugačije<sup>45</sup>.

---

42 Rappaport, A., „Creating Shareholder Value“, *Macmillan Inc.*, New York, 1986., str. 32

43 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons Inc.*, New York, 1996., str. 96

44 Knight, J., „Value Based Management: Developing a systematic approach to creating shareholder value“, *McGraw-Hill*, New York, 1998., str. 63

45 Monnery, N., „Corporate Value Creation“, *Pitman Publishing*, London, 1995., str. 13

Strategija uspešnih preduzeća zavisi od sagledavanja samog procesa kreiranja vrednosti, koje uključuje razumevanje menadžera o tome kako da poboljšaju performanse poslovanja. Prema jednoj grupi autora, sagledavanje procesa kreiranja vrednosti je zasnovano na znanju ili iskustvu o razlozima zbog kojih postoje problemi u poslovanju i zbog kojih preduzeće ne može da maksimizira svoje potencijale, kao i načinu na koji menadžeri mogu da utiču na to poslovanje, kako bi se poboljšale performanse<sup>46</sup>.

Kada se govori o vrednosti kapitala preduzeća, jedan od najvećih autoriteta u ovoj oblasti je Shannon Pratt. On razlikuje nekoliko definicija vrednosti<sup>47</sup>. Najčešće korišćena je tzv. fer tržišna vrednost (*Fair Market Value*) i ona se definiše kao vrednost koja se ostvaruje prilikom dobrovoljne prodaje neke vrste imovine između kupca i prodavca, pri čemu ni jedno od njih nije pod pritiskom da proda ili da kupi i oboje imaju dovoljno znanja o činjenicama koje se odnose na predmet prodaje odnosno kupovine. S druge strane, investiciona vrednost (*Investment Value*) se definiše kao specifična vrednost imovine određenom investitoru na osnovu njegovih specifičnih preferenci i zahteva. Dakle, investiciona vrednost neke imovine se odnosi na konkretnog investitora a ne na vrednost te imovine generalno na tržištu. Konačno, fundamentalna vrednost (*Intrinsic* ili *Fundamental Value*) predstavlja vrednost imovine koja je isključivo bazirana na karakteristikama te imovine a ne karakteristikama ili osobinama koje su percipirane od strane pojedinih investitora.

U poslednjih desetak godina, veliki broj konsultantskih kuća je počeo da primenjuje pristup finansijskom upravljanju preduzeća sa ciljem kreiranja vrednosti. Jedna od njih je i Stern and Stewart and Co., koja je uvela pojam i model EVA u proces upravljanja (*Economic Value Added* ili dodata ekonomska vrednost)<sup>48</sup>. EVA se izračunava kao neto rezultat iz poslovanja nakon oporezivanja umanjen za cenu kapitala. Ideja autora je da se ocena ostvarenih rezultata menadžementa vrši isključivo kroz ovaj pokazatelj kreirane vrednosti u poslovanju. Pri tome, autor modela smatra da se vrednost kreira kroz povećanje efikasnosti poslovanja, ostvarivanje profitabilnog rasta i izlazak iz poslova i aktivnosti koje nisu profitabilne.

Konsultantska kompanija Deloitte je takođe predstavila svoj model koji prikazuje konkretne odluke koje rukovodstvo donosi a koje utiču na kreiranje vrednosti i povećanje vrednosti kapitala preduzeća<sup>49</sup>. Tzv. „mapa vrednosti“ (*Enterprise Value Map*) grafički

46 Campbell, A., Goold, M., Alexander, M., „The Value of the Parent Company“, *California Management Review*, 1995., str. 86

47 Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweih P. Robert, „Valuing Small Businesses and Professional Practices“, third edition, *McGraw-Hill*, 1998., str. 38

48 Stewart, B., „The Quest for Value“, *Harper Business*, New York, 1991., str. 2

49 [www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)

prikazuje odnos između osnovnih faktora vrednosti i procesa odnosno odluka koje rukovodstvo kompanije treba da donese kako bi uticalo na te faktore vrednosti. Kao četiri osnovna faktora vrednosti navode se stopa rasta prihoda, visina poslovnog rezultata (tzv. EBIT margina), efikasnost u upravljanju imovinom/aktivom kao i faktori u vezi sa internim snagama preduzeća i eksternim faktorima okruženja. Zbog mogućnosti univerzalne primene, pojedini elementi ovog modela biće iskorišćeni za definisanje modela restrukturiranja koji je prikazan u trećem delu rada.

Prema autorima Copeland, Koller i Murrin, kreiranje vrednosti za akcionare dovodi do kreiranja vrednosti za sve druge interesne grupe, jer akcionari u nastojanju da maksimiraju sopstveno bogatstvo, maksimiraju bogatstvo svih ostalih interesnih grupa<sup>50</sup>.

Važno je prepoznati da se ciljevi menadžmenta mogu u nekim situacijama razlikovati od onih koje imaju akcionari kompanije. Menadžeri, kao i drugi ljudi, ponašaju se u skladu sa svojim interesima. U svetu u kome principali (akcionari) imaju nesavršenu kontrolu nad svojim agentima (menadžerima), agenti ne mogu uvek raditi isključivo u najboljem interesu principala. Agenti imaju svoje ciljeve, a to ponekad može da bude suprotno interesima principala. Postoje, međutim, brojni faktori koji podstiču menadžment da deluje u najboljem interesu akcionara. Ovi faktori proizilaze iz pretpostavke da, što su veća očekivanja nepovoljnih posledica za menadžere ukoliko smanjuju bogatstvo akcionara, to je manje verovatno da će menadžeri delovati protiv interesa akcionara.

Ukratko, kompanija stvara vrednost koja koristi ne samo njenim akcionarima, već i svim drugim zainteresovanim stranama.

Pri tome, sama definicija pojma vrednosti zahteva i preciznu definiciju i mogućnost merenja pojmova kao što su „prinos na investirani (uloženi) kapital (sredstva)“, „investicija“ i „rizik“. Vrednost je izraz koji ukazuje koliko nešto vredi. Može da se meri i izrazi na veći broj načina. U ovom radu, naglasak je na kreiranju i merenju vrednosti koja može da se izrazi finansijski.

Kako bi vlasnik neke investicije realizovao finansijsku korist od njenog posedovanja, neophodno je da je u mogućnosti da realizuje svoj prinos na investiciju ili preko vlasništva ili putem prodaje. Upravo zbog toga su predmet istraživanja sledeće glave ovog rada konkurentni metodi prodaje kapitala – tenderi i aukcije, putem kojih država

---

50 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1996., str. 3

može da realizuje vrednost koja je kreirana aktivnostima restrukturiranja državnih i društvenih preduzeća. Pri tome, prinos na uloženi kapital predstavlja očekivani neto novčani tok od korišćenja tog kapitala u budućnosti. U teoriji, ostvarena neto dobit takođe može biti indikacija ostvarenog prinosa na uložena sredstva ali, s obzirom da je reč o knjigovodstvenoj kategoriji, u praksi se ne koristi u većoj meri. Investicija, sa druge strane, predstavlja sadašnju vrednost navedenog očekivanog neto novčanog toka u budućnosti koji je diskontovan sa odgovarajućom diskontnom stopom koja reflektuje nivo rizika te investicije. Iznos investicija se može utvrditi i kroz njenu knjigovodstvenu vrednost, ali samo sadašnja vrednost neto novčanog toka realno, kroz odluku da li da zadrži ili proda svoju investiciju, vlasniku kapitala daje tačnu indikaciju visine investicije. Konačno, rizik predstavlja meru verovatnoće da će očekivani neto novčani tok u budućnosti biti i ostvaren. Bez mere rizika, svaki očekivani dinar u budućnosti, bez obzira koliko špekulativan, bio bi jednako atraktivan za investitore.

Kao što je već navedeno, u ovom radu ćemo se baviti pojmom vrednosti koji se može finansijski iskazati i izmeriti. Sve gore navedene elemente vrednosti, odnosno način na koji merimo stopu prinosa, visinu investicije i rizik biće detaljno obrađeni i poslužiće kao osnova za definiciju modela restrukturiranja koji za cilj ima povećanje vrednosti kompanija i koji je prezentovan u trećem delu rada.

Bitan zaključak ovog dela rada je da su dva osnovna činioca u obračunu vrednosti, nivo prinosa na uloženi kapital, kao i stopa prinosa na uloženi kapital, koja odslikava rizik ostvarenja ovog prinosa.

U nastavku rada ćemo se detaljnije upoznati sa metodologijom izračunavanja ostvarene vrednosti, a zatim prezentovati i nekoliko konkretnih modela vrednosti koji sa različitih aspekata opisuju proces i faktore kreiranja vrednosti u preduzeću.

### **3.1.2. Metodologija obračuna ostvarene vrednosti**

U cilju preciznog obračuna ostvarene vrednosti, neophodno je precizno izmeriti dva njena osnovna činioca – iznos ostvarenog prinosa na uloženi kapital (sredstva), kao i samu stopu prinosa (*ROIC – Return on Invested Capital*), odnosno rizik ostvarenja tog prinosa. Sa ova dva elementa, sam proces kreiranja vrednosti se sastoji iz primene strategija poslovanja koje povećavaju prinos na investirani kapital, smanjuju rizik ili predstavljaju kombinaciju ove dve strategije. Naravno, ove strategije nije tako lako primeniti u praksi, ali je sigurno neophodno da se konceptualno razumeju.

Zašto je stopa prinosa na uložena (investirana) sredstva, odnosno kapital ključni faktor vrednosti? Ako je prinos na uložena sredstva manji od nule, preduzeće ne može da generiše dovoljno novca da nastavi poslovanje i bankrotiraće. Ako je stopa veća od nule, ali manja od ponderisane prosečne cene kapitala (u nastavku rada ćemo se detaljnije upoznati sa ovim pojmom), kompanija može biti profitabilna, ali iznos tog profita neće pružiti adekvatan prinos investitorima. Ako ovakva situacija potraje, kompanija neće biti u mogućnosti da privuče dodatni kapital od investitora i neće moći da opstane na duži rok. Većina kompanija u konkurentnoj privredi se može naći i u trećoj kategoriji, a to je da zarađuje stopu prinosa na investirani kapital koje je viša od ponderisane prosečne cene kapitala. U proseku, imajući u vidu cikličnost poslovnog ciklusa, ostvareni prinos na investirani kapital treba da bude jednak ponderisanoj prosečnoj ceni kapitala. Izazov za menadžment kompanija je da kreira vrednost zarađujući više od troškova kapitala na duge staze.

U osnovi, postoje dva suprotstavljena pristupa merenju ostvarene vrednosti:

- u računovodstvenom pristupu ono što je bitno je knjigovodstveni dobitak iz poslovanja: kreirana vrednost je jednostavno jednaka ostvarenom dobitku na kraju obračunskog perioda;
- u pristupu neto novčanih tokova (*Discounted Cash Flow* pristup ili DCF model/ pristup), vrednost poslovanja predstavljena je budućim očekivanim neto novčanim tokovima koji su diskontovani po stopi koja odražava stepen rizika njihovog ostvarenja.

Drugi pristup merenju ostvarene vrednosti, DCF pristup, nudi sofisticiraniju i pouzdaniju sliku o vrednosti kompanije od računovodstvenog pristupa. Glavna slabost računovodstvenog pristupa je u tome što ne uzima u obzir investicije potrebne za generisanje poslovnih prihoda, kao ni vremenski period na koji se investicije odnose. S druge strane, dobre strane računovodstvenog pristupa su lako dobijanje računovodstvenih merila performansi, kao i dobra razumljivost.

DCF pristup se bazira na konceptu da investicija stvara vrednost ukoliko generiše stopu prinosa koja je viša od stope prinosa na investicije koje imaju sličan rizik. Drugim rečima, za dati nivo rizika, kompanija koja ima višu stopu prinosa na uložena sredstva će moći da investira manje sredstava i samim tim da generiše veće tokove gotovine i kreira veću vrednost u poslovanju.

U praksi, vlasnici kapitala retko znaju tačan iznos prinosa na uložena sredstva, pogotovu ako kao indikaciju prinosa koriste knjigovodstvene pokazatelje. Knjigovodstveni pokazatelji, kao recimo neto dobit, su često posledica primene različitih računovodstvenih metodologija, kao i poreske optimizacije, tako da ne daju pravu sliku ostvarenog „ekonomskog“ prinosa na uložena sredstva. Pri tome, ostvarena neto dobit ne daje informaciju ni o ostvarenom toku gotovine, koji je glavni indikator uspešnosti poslovanja u smislu solvetnosti preduzeća i njegove mogućnosti ispunjenja obaveza iz poslovanja. U praksi se koriste i alternativne mere ostvarenog prinosa na uložena sredstva (kao, na primer, EBITDA – *Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization*, odnosno ostvareni rezultat iz poslovanja pre troška amortizacije, kamata i oporezivanja, ili EBIT – *Earnings Before Interest and Tax*, odnosno ostvareni rezultat iz poslovanja). Problem je što i ovi pokazatelji ne daju pravu sliku ostvarenog toka gotovine, jer ne uzimaju u obzir obim potrebnih investicija u obrtna i fiksna sredstva preduzeća, a koji moraju da se plate pre nego što bi preostali iznos gotovine bio na raspolaganju vlasnicima kapitala. Konačno, navedeni pokazatelji uzimaju u obzir samo trošak pozajmljenog kapitala (koji je izražen kroz iznos plaćene kamate na pozajmljena sredstva), dok se trošak sopstvenog kapitala ignoriše. Samim tim, korišćenjem ovih pokazatelja vlasnici kapitala ne dobijaju pravu sliku o ostvarenom prinosu na svoj uloženi kapital.

Osim što vlasnici kapitala često nisu u mogućnosti da pravilno izračunaju visinu ostvarenog prinosa na uložena sredstva, knjigovodstvena vrednost uloženi sredstava ili „investicija“ je takođe obično netačna. Naime, kao indikacija vrednosti investicija služe novčani iznosi koji su plaćeni u prošlosti ili, što je češće slučaj, knjigovodstvena vrednost imovine. Problem je što knjigovodstveni pokazatelji retko odslikavaju pravu, tržišnu vrednost imovine. Rešenje ovog problema je najčešće u proceni vrednosti imovine u sadašnjem trenutku mada i ona, često, ne odslikava njenu nematerijalnu vrednost.

Što se tiče rizika, u tradicionalnoj, knjigovodstvenoj analizi ostvarenog prinosa na uložena sredstva ne postoji kvantifikacija rizika. Pri tome, svaki prinos na uložena sredstva treba modifikovati shodno njegovom riziku, kako bi se dobio realan pokazatelj ostvarenog prinosa.

Upravo zbog toga što prevazilazi prethodno navedene slabosti i daje sliku realnog prinosa na uloženi kapital, DCF model je u širokoj upotrebi od strane kompanija kada se ocenjuju predlozi u vezi kapitalnih ulaganja i vrši procena vrednosti kapitala preduzeća. Pri tome, ovaj model se primenjuje na celokupno poslovanje jedne kompanije, koje je praktično samo skup pojedinačnih projekata.



Što se tiče same definicije, neto novčani tok predstavlja gotovinu koja je na raspolaganju i akcionarima i poveriocima nakon plaćanja svih obaveza, uključujući i finansiranje potrebnih investicija u obrtni kapital i fiksnu imovinu, kao što je prikazano u nastavku (u praksi se ovako definisan tok gotovine naziva još i slobodan tok gotovine – *Free Cash Flow*).

Rezultat iz poslovanja (EBIT)  
- Porez na dobit  
= Poslovna dobit nakon oporezivanja (bez efekta kamata)  
+ Trošak amortizacije  
- Ulaganje u kapitalne investicije (fiksnu imovinu)  
+/- Promene u obrtnom kapitalu  
= Slobodan tok gotovine

Ovako definisan novčani tok upravo predstavlja očekivani iznos gotovine koji akcionari i poverioci mogu da „izvuku“ iz kompanije, nakon što su obezbedili i pokrili sve obaveze koje su neophodne za poslovanje. Pri tome, stopa rasta tokova gotovine je često i najvažniji pokretač vrednosti jedne kompanije (u nastavku ćemo obraditi metodologiju procene vrednosti, pri čemu je uticaj stope rasta tokova gotovine na procenjenu vrednost kapitala značajan).

Osim toga, putem DCF metode obračunava se i iznos rizika, koji se odslikava kroz diskontnu stopu. Diskontna stopa predstavlja zahtevanu stopu prinosa na uloženi kapital i izražava rizik, odnosno verovatnoću ostvarenja očekivanog neto novčanog toka u budućnosti. Kao diskontna stopa se obično koristi ponderisana prosečna cena sopstvenog i pozajmljenog kapitala i o njoj će više reči biti u narednom poglavlju koje se bavi metodologijom procene vrednosti kapitala.

Korišćenjem ovako definisanog neto novčanog toka, kao i obračunom odgovarajuće diskontne stope, metodom diskontovanog neto novčanog toka se dobija procena vrednosti kapitala kompanije, koja predstavlja sadašnju vrednost očekivanih tokova gotovine koji su diskontovani korišćenjem odgovarajuće diskontne stope.

S obzirom da se vrednost izračunava kao sadašnja vrednost budućih prinosa koji su diskontovani diskontnom stopom koja odražava njihov rizik, matematički taj obračun izgleda ovako:

$$Vrednost = r_1/(1 + d) + r_2/(1 + d)^2 + \dots + r_n/(1 + d)^n, \text{ pri čemu}$$

V označava vrednost,

r = prinos,

d = diskontna stopa, i

n = poslednja godina projekcije koja ide u beskonačno.

Dakle, kako bi se izračunala stvorena vrednost, neophodno je definisati prinos (u ovom slučaju novčani tok iz poslovanja), odgovarajuću diskontnu stopu (ponderisanu prosečnu cenu kapitala), kao i period projekcije. Još detaljnije će ovaj metod obračuna vrednosti biti analiziran u delu rada koji se bavi metodama procene vrednosti kapitala.

Pri tome, formula jasno ukazuje na to da se vrednost može povećati ili povećanjem prinosa (brojioca u jednačini) ili smanjenjem diskontne stope, odnosno rizika poslovanja, kao imenioca u navedenoj jednačini. Naravno, moguća je i kombinacija obe strategije, kao što smo već naveli.

U načelu, kompanije stvaraju vrednost kada je prinos na uloženi kapital veći od troškova, odnosno cene tog kapitala. Trebalo bi očekivati da kompanije koje imaju veći prinos na kapital u odnosu na troškove kapitala imaju veću vrednost. Na žalost, prinos na investirani kapital sam po sebi ne može da objasni vrednost kompanije, iz istog razloga iz kog sam rast ne određuje vrednost. I ostali faktori su bitni. Na primer, posmatramo dva preduzeća koja počinju od iste tačke i sa identičnim očekivanim prinosom na kapital koji je veći od njihovih troškova kapitala. Međutim, jedna kompanija planira da investira dva puta više u odnosu na drugu. Kao rezultat, kompanija sa većim investicijama i bržim rastom bi trebalo da ima veću vrednost, uprkos identičnim prinosom na kapital. Iz toga sledi da bi i rast i prinos na uloženi kapital trebalo da pokreću vrednost.

U nastavku rada ćemo se detaljnije upoznati sa osnovnim faktorima kreiranja vrednosti. Upravljanje ovim faktorima omogućava upravljanje tokovima gotovine i, samim tim, doprinosi obimu i načinu kreiranja vrednosti u jednoj kompaniji.

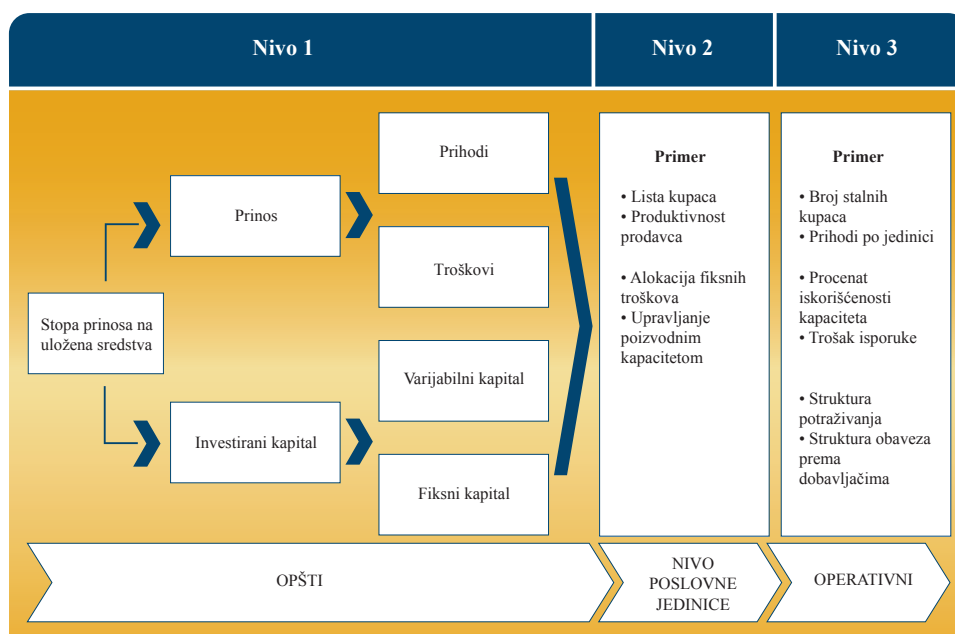
### **3.2 OSNOVNI FAKTORI KREIRANJA VREDNOSTI**

Važan aspekt u razumevanju upravljanja preduzećem u cilju maksimizacije njegove vrednosti je razumevanje koji su to faktori koji su ključni u procesu stvaranja vrednosti. Upravo ove faktore ili varijable nazivamo ključnim faktorima ili pokretačima vrednosti.

Faktor ili pokretač vrednosti je jednostavno varijabla čijom se promenom utiče na promenu vrednosti kompanije. Da bi bili „upotrebitivi“, pokretači vrednosti treba da budu organizovani tako da se mogu identifikovati oni koji imaju najveći uticaj na kreiranje vrednosti i dodeliti odgovornost za njihove performanse pojedincima koji treba da pomognu da se one i ostvare. Faktori vrednosti moraju da budu razvijeni detaljno do nivoa upravljanja koji direktno dovodi u vezu faktor vrednosti sa nivoom donošenja odluka odgovarajućeg dela menadžmenta.

Faktori vrednosti se mogu identifikovati na tri nivoa organizacije: na nivou kompanije kao celine, na nivou poslovnih jedinica i na nivou pojedinih poslovnih operacija. Pri tome, ključni faktori vrednosti nisu statični već se stalno menjanju i moraju se periodično preispitivati. Sledeći grafikon slikovito opisuje ključne faktore vrednosti na različitim nivoima organizacije<sup>51</sup>.

**Grafikon 1. Ključni faktori vrednosti i nivoi organizacije**



Kao što grafikon pokazuje, osnovni faktori vrednosti se mogu identifikovati na svakom nivou organizacije. Upravljanje tim faktorima za rezultat ima povećanje vrednosti, odnosno stope prinosa na uložena sredstva, odnosno kapital. Kao što smo već i naveli, a grafikon to jasno prikazuje, stopa prinosa na uložena sredstva se može povećati ili povećanjem iznosa ostvarenog prinosa (na koji god se način on definisao; shodno navedenom u prethodnom delu rada, prinos se identifikuje kao nivo ostvarenog neto novčanog toka) ili smanjenjem investiranog kapitala,

51 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, John Wiley and Sons Inc., New York, 1996, str. 108

odnosno boljim upravljanjem investicijama u obrtna sredstva i fiksnu imovinu.

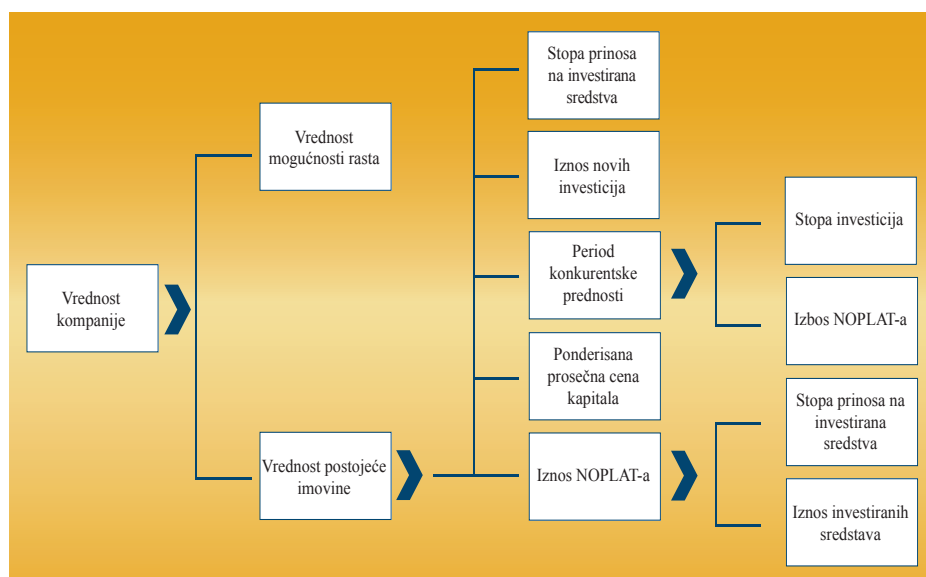
Identifikovanje ključnih pokretača vrednosti je kreativan proces koji zahteva mnogo napora i rezultat je čestih pokušaja i grešaka. Mehanički pristupi zasnovani na postojećim informacijama i čisto finansijski pristupi retko identifikuju ključne pokretače vrednosti. Usklađivanje pokretača vrednosti sa procesom donošenja odluka je ključ uspešne organizacije jedne kompanije.

Pri tome, faktore vrednosti ne treba posmatrati izolovano jedne od drugih. Na primer, povećanje cena proizvoda neke kompanije može generalno da rezultira u povećanju njene vrednosti, ali ne i ukoliko, usled povećanja cena, dođe do značajnog smanjenja tržišnog učešća. Upravo zbog toga, najbolje bi bilo kada bi se napravili različiti scenariji koji bi analizirali međusobni uticaj različitih faktora i pretpostavki o vrednosti preduzeća ili poslovnih jedinica u okviru kompanije. Oni pomažu top menadžmentu da razume odnos između definisane i prihvaćene strategije i ostvarene vrednosti kapitala.

U modelu restrukturiranja, koji je prezentovan u trećem delu rada, jednu od faza upravo predstavlja projekcija poslovanja u nekoliko različitih scenarija. Upravo je cilj ovoga da se pokuša predvideti na koji način i pod kojim uslovima će se pojedini faktori vrednosti ponašati i uticati na procenjenju vrednost kapitala preduzeća.

Sledeći grafikon prikazuje osnovne faktore vrednosti koji utiču na vrednost jednog posla ili kompanije u celini.

**Grafikon 2. Ključni faktori vrednosti u poslovanju kompanije**



Ovaj grafikon je koristan jer, sa finansijskog aspekta, prikazuje da vrednost jedne kompanije zavisi od vrednosti koja proizilazi iz postojećeg poslovanja, kao i od vrednosti koje su vezane za mogućnost rasta i nove poslove. Konceptualno, ovaj grafikon je sastavni deo modela vrednosti koji se odnosi na model tzv. pentagona restrukturiranja<sup>52</sup> (Grafikon 5).

Kao što se iz grafikona može videti, vrednost postojeće imovine zavisi od nekoliko faktora. Period konkurentne prednosti utiče na visinu investicija jedne kompanije kao i iznos dobiti koji ona ostvaruje iz poslovanja nakon plaćenih poreza (*NOPLAT – Net Operating Profit Less Adjusted Taxes*). Inače, ovaj indikator uspešnosti poslovanja u modelu restrukturiranja koji predstavljamo u trećem delu rada se označava kao PRUPP i predstavlja poslovni rezultat umanjen za iznos plaćenog poreza u metodologiji obračuna vrednosti kapitala. Kao takav, on je sastavni deo slobodnog toka gotovine. Sam iznos ovog rezultata, kao što se iz grafikona može videti, zavisi od iznosa investiranih sredstava i stope prinosa koja se na ta sredstva ostvaruje. Prosečna cena kapitala utiče na vrednost jer se ona određuje diskontovanjem neto novčanih tokova i što je cena kapitala niža, to je i sadašnja vrednost novčanih tokova viša. Mogućnost rasta je bitan faktor vrednosti – ukoliko je kompanija u mogućnosti da raste brže i više, to je i mogućnost kreiranja vrednosti za vlasnike kapitala veća. Kroz odgovarajuće upravljanje postojećom imovinom, više stope rasta obezbeđuju više vrednosti kapitala preduzeća.

Osim gore navedenog grafikona, analizi osnovnih faktora vrednosti u jednom preduzeću može da doprinese i poznata DuPont analiza, koju ćemo predstaviti u nastavku rada.

### **3.2.1. DuPont analiza faktora vrednosti**

Način na koji je jedna kompanija kreirala vrednost u prošlosti i potencijal koji ona ima za kreiranje vrednosti za akcionare u budućnosti može se analizirati putem tzv. DuPont analize. Ova analiza se zasniva na posmatranju stope ostvarenog profita, odnosno neto dobiti i koeficijenta obrta aktive, kao osnovnih elemenata stope prinosa na uložena sredstva, odnosno ukupnu aktivu.

DuPont formula uključuje knjigovodstvene pokazatelje koji se odnose na „ostvarenu neto dobit“ i „uložena sredstva“, što, putem manipulacije računovodstvenim pokazateljima, može da umanjiti tačnost analize. Međutim, kroz pažljivu interpretaciju i odgovarajuće modifikacije pokazatelja, ova formula je izuzetno korisna u identifikovanju i analizi ključnih faktora vrednosti, a u cilju definisanja strategije poslovanja koja je usmerena na povećanje stope prinosa na uložena sredstva i kreiranje vrednosti.

---

52 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons Inc.*, New York, 1996, str. 108

U svojoj osnovnoj varijanti, DuPont formula izgleda ovako:

<i>Stopa neto dobiti</i>		<i>Koeficijent obrta poslovne aktive</i>		<i>Stopa prinosa na poslovnu aktivu</i>
Neto dobit / Prihodi od prodaje	x	Prihodi od prodaje / Poslovna aktiva	=	Neto dobit / Poslovna aktiva

Kao što se može videti, osnovni elementi ove formule su stopa neto dobiti (koja meri stopu ostvarene dobiti na svaki dinar ostvarene prodaje, odnosno prihoda) i koeficijent obrta ukupne poslovne aktive preduzeća (koji se dobija kada se iznos ostvarenih prihoda podeli sa vrednošću poslovne aktive, odnosno imovine preduzeća). Pri tome, elemente vanrednog rezultata (vanredni prihodi i rashodi), kao i elemente koji nisu vezani za redovno poslovanje (vanposlovna aktiva, na primer), radi dobijanja uporedivih podataka, treba isključiti iz ove analize. S druge strane, trošak finansiranja (kamate), za svrhe ove analize treba isključiti iz obračuna ostvarene dobiti kako bi se isključio uticaj koji trošak finansiranja može imati na analizu operativnih performansi. Na ovaj način, predmet analize je normalizovan iznos ostvarene dobiti nakon oporezivanja ali pre troškova finansiranja – drugim rečima, na ovaj način se dobija iznos neto dobiti koji potiče direktno od investiranog kapitala.

Ova metodologija obračuna ostvarene dobiti je u skladu sa načinom obračuna slobodnog toka gotovine koji je prikazan u prethodnom delu rada (rezultat iz poslovanja, bez efekta kamata). Pri tome, stopa neto dobiti se može menjati ili usled povećanja prihoda ili usled smanjenja troškova. Upravo potreba da se definišu ciljevi koji će voditi ka povećanju stope neto dobiti treba da budu razlog da se rukovodstvo kompanije fokusira na analizu ključnih faktora vrednosti koji doprinose njenom povećanju, kao što je prikazano u tabeli u nastavku<sup>53</sup>.

53 Evans C. Frank, Bishop M. David, „Valuation for M&A: Building Value in Private Companies“, *John Wiley & Sons Inc.*, 2001, str. 26

**Tabela 1. Odnos faktora vrednosti i pojedinih elemenata bilansa uspeha**

Faktori vrednosti	Elementi bilansa uspeha
Tržište Kupci Marketing politika Obim prodaje Cene	Prihodi od prodaje
Kapacitet proizvodnje Efikasnost u proizvodnji Dizajn proizvoda Izbor i cena osnovnih sirovina Trošak radne snage Režijski troškovi	Troškovi proizvodnje
Troškovi skladištenja Troškovi distribucije Trošak marketinga i prodaje Trošak administracije	Troškovi poslovanja
Osnove plaćanja Strategija optimizacije Visina stopa	Porezi

Tabela prikazuje odnos između elemenata bilansa uspeha koji opredeljuju visinu stope prinosa na uložena sredstva, odnosno poslovnu aktivu (prihodi od prodaje, troškovi proizvodnje, ostali troškovi poslovanja i porezi) i faktora vrednosti, čijim upravljanjem se može uticati na elemente bilansa uspeha. Kroz definisanje planova poslovanja i podelu odgovornosti u smislu ko se u okviru kompanije bavi upravljanjem kojim faktorima vrednosti, menadžment kompanije direktno upravlja faktorima vrednosti a time i procesom kreiranja vrednosti. Upravo gornja tabela i prikazuje direktnu vezu između svakodnevnih poslovnih odluka i pokazatelja koji opredeljuju da li je vrednost u poslovanju kreirana ili ne. Još detaljniju vezu između svakodnevnih odluka (tzv. ključnih indikatora poslovanja) i pokazatelja vrednosti prikazećemo u tabelama u nastavku rada.

Ono što je interesantno napomenuti je da menadžeri obično jasno vide vezu i uticaj između povećanja prihoda i smanjenja troškova na profitabilnost i načina na koji se time kreira vrednost u preduzeću, kao što je i prikazano u prethodnoj tabeli. Ono na šta se obično ne obrati pažnja je stepen efikasnosti u korišćenju aktive, odnosno koeficijent obrta ukupne aktive (*Asset Turnover*). Ovaj pokazatelj ukazuje na odnos između visine angažovane

imovine/aktive i nivoa ostvarene prodaje, odnosno prihoda. Poboljšanja u ovom pokazatelju se zasnivaju na strategijama koje povećavaju prihode proporcionalno više nego što je potrebno povećati aktivu, odnosno angažovana sredstva ili strategijama koje smanjuju aktivu proporcionalno više nego što se umanjuju prihodi. Konceptualno, ovo se može ostvariti kroz poboljšanje u upravljanju svim elementima aktive jednog preduzeća – na primer, kroz upravljanje danima vezivanja potraživanja od kupaca, koeficijentom obrta zaliha, kao i koeficijentom obrta fiksne imovine. Sledeća tabela prikazuje faktore vrednosti koji utiču na koeficijent obrta ukupne aktive<sup>54</sup>.

---

54 Evans C. Frank, Bishop M. David, „Valuation for M&A: Building Value in Private Companies“, *John Wiley & Sons Inc.*, 2001, str. 28



**Tabela 2. Odnos faktora vrednosti i pojedinih elemenata bilansa stanja**

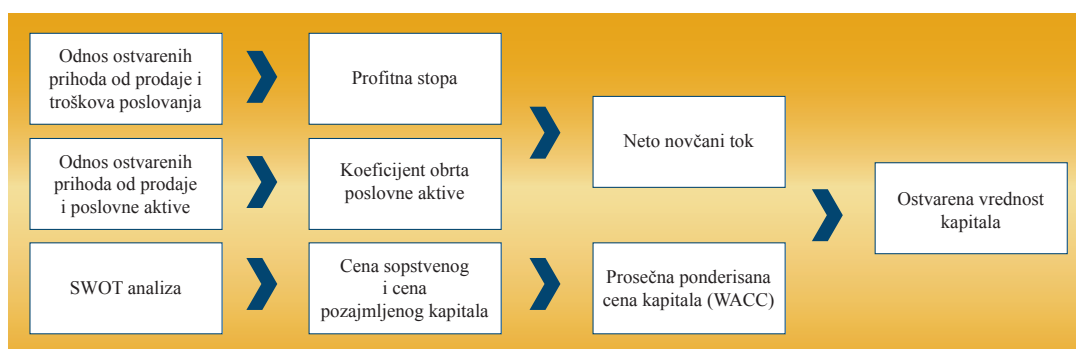
Faktori vrednosti	Elementi bilansa stanja
Broj sadašnjih i potencijalnih kupaca Politika prodaje	
Praksa poslovanja u privrednoj grani Procedura naplate Visina nenaplativih potraživanja Politika popusta	Potraživanja od kupaca i dani vezivanja
Broj i kapacitet dobavljača Trošak nabavke Trošak transporta Lojalnost kupaca Karakteristike proizvodnog procesa Mogućnost zastarelosti Karakteristike distribucije	Zalihe i koeficijent obrta
Broj i kapacitet dobavljača Mogućnosti plaćanja Politika plaćanja Iznos popusta Tok gotovine Mogućnost kreditiranja	Dobavljači i dani vezivanja
Trenutni i projektovani kapacitet Efikasnost proizvodnje Efikasnost skladištenja i distribucije Ograničenja u korišćenju kapitala Karakteristike dobavljača opreme	Fiksna imovina i koeficijent obrta

Prethodna tabela prikazuje odnos pojedinih elemenata bilansa stanja i faktora vrednosti koji na njih utiču. Slično kao i u slučaju bilansa uspeha, kroz upravljanje navedenim faktorima vrednosti, menadžment upravlja pojedinim elementima bilansa stanja, što za posledicu ima upravljanje koeficijentom obrta poslovne aktive, kao jednim od dva elementa koji definišu stopu prinosa na uloženi kapital (sredstva). Kao i u slučaju prikazivanja faktora vrednosti i elemenata bilansa uspeha, i u ovom slučaju ćemo detaljniju vezu između svakodnevnih odluka menadžmenta i faktora vrednosti prikazati u narednim tabelama.

U tradicionalnoj DuPont analizi, iznos neto dobiti, izražene kao procenat, se množi sa koeficijentom obrta ukupne aktive, izraženog kao broj obrta, kako bi se dobio pokazatelj stope prinosa na ukupnu aktivu, odnosno uložena sredstva. Ukoliko je u fokusu menadžera kreiranje vrednosti, neophodno je analizirati strategije kojim bi se poboljšala stopa neto dobiti i povećao koeficijent obrta ukupne aktive, kako bi se utvrdio njihov uticaj na tok gotovine i rizik poslovanja. Te strategije imaju uticaj i na elemente bilansa uspeha i na elemente bilansa stanja, kao što je i prikazano u prethodnim tabelama. Pri tome, tok gotovine zavisi od obima prodaje, iznosa stopa neto dobiti, visine poreskih stopa, kao i potrebnog nivoa investicija u fiksnu imovinu i obrtni kapital. S druge strane, rizik poslovanja zavisi od pozicije preduzeća na tržištu u odnosu na konkurenciju i kvantifikovan je kroz ponderisanu prosečnu cenu kapitala, o kojoj će više reči biti u nastavku rada.

Dakle, putem upravljanja stopom neto dobiti i koeficijentom obrta ukupne aktive, menadžment direktno utiče na visinu ostvarene vrednosti. Odnos ovih komponenti, koje utiču na kreiranje vrednosti u jednom preduzeću, je prikazan na sledećem grafikonu.

### Grafikon 3. Faktori vrednosti – DuPont analiza



Gledano sa leva na desno, gore navedeni grafikon se može opisati na sledeći način:

- Razlika između prihoda i rashoda daje ostvarenu stopu dobiti/profita za svaki dinar ostvarenog prihoda;
- Odnos ostvarenog prihoda i ukupne aktive preduzeća ukazuje na ostvareni obim prihoda u odnosu na ukupne resurse koji su korišćeni da bi se ti prihodi ostvarili i pokazuje efikasnost korišćenja sredstava kojima raspolaže preduzeće;
- Kombinacija stope neto dobiti i koeficijenta obrta aktive ukazuje na iznos neto novčanog toka posle oporezivanja ali pre finansijskih rashoda;
- SWOT analiza ukazuje na šanse i pretnje koje preduzeće ima iz okruženja, kao i na njegove interne snage i slabosti;

- Na osnovu SWOT analize se procenjuje stepen rizika poslovanja koji je osnova za definisanje cene sopstvenog i pozajmljenog kapitala, odnosno ponderisane cene sopstvenog i pozajmljenog kapitala preduzeća i, konačno,
- Neto tok gotovine posle oporezivanja i pre rashoda finansiranja se diskontuje sa ponderisanom cenom kapitala kako bi se dobila vrednost kapitala kompanije.

Navedeni grafikon je važan upravo zato što sumira odnose između pojedinih faktora vrednosti i ukazuje menadžmentu na koji način može uticati na iznos ostvarene vrednosti.

Faktori vrednosti koji su navedeni u prethodne dve tabele se dalje mogu razložiti na pojedinačne i svakodnevne odluke ili ciljeve koje menadžment treba da definiše i kroz čiju realizaciju bi se povećala vrednost kapitala preduzeća. Ovi ciljevi se u praksi obično nazivaju ključni indikatori poslovnih performansi (KPIs ili *Key Performance Indicators*).

Koji su to ključni indikatori poslovanja na koje rukovodstvo u svakodnevnom poslovanju može da utiče? Navešćemo primer prihoda od prodaje. Kako bi se povećali prihodi, potrebno je uticati na povećanje količine prodatih proizvoda i/ili na povećanje njihove cene. Da bi se povećao obim prodaje, s druge strane, preduzeće mora da povećava obim prodaje i postojećim kupcima kao i da traži nove kupce. Kako bi se pak povećao obim prodaje postojećim kupcima, preduzeće mora da se koncentriše na razumevanje potreba potrošača, inovacije u portfoliju proizvoda, nivo usluge, upravljanje ključnim kupcima (*key accounts management*), povećanje broja proizvoda u ponudi i njihovog kvaliteta, poboljšanje obuke zaposlenih i njihovog sistema motivacije i slično. Svako preduzeće može da identifikuje ove ključne indikatore poslovanja koji su usmereni ka povećanju prodaje prema postojećim kupcima. Što se tiče pronalaženja novih kupaca, preduzeće može da se geografski širi, da proširuje svoju ponudu proizvoda, poboljša svoje marketing i promotivne strategije i slično. Dakle, postoji čitav niz poslovnih odluka koji se svakodnevno donose i koje, kada se kumuliraju, doprinose povećanju i utiču na neki od ključnih finansijskih pokazatelja i faktora vrednosti.

Kao još jedan primer, kako bi se povećala profitabilnost po proizvodu (razlika između troškova proizvodnje i prodajne cene), preduzeće može da preduzme razne aktivnosti usmerene ka jačanju brenda, bolje upravljanja mrežom distribucije, segmentiranje potrošača po njihovoj osetljivosti na cenu i slično. Dakle, postoji veliki broj poslovnih odluka koje rukovodstvo kompanije treba da donese i postavi kao cilj svojim zaposlenima, a u cilju povećanja prihoda od prodaje. Ista ovakva analiza se može uraditi i za ostale faktore vrednosti (nivo ostvarenog rezultata iz poslovanja, kao i efikasnost u upotrebi

aktive odnosno koeficijent obrta ukupne aktive). Realizacija ovako definisanih poslovnih odluka direktno utiče na pojedine elemente bilansa stanja i bilansa uspeha na osnovu kojih se, kako smo već videli, definišu i izračunavaju novčani tok i ostvarena vrednost kapitala jedne kompanije. Radi lakseg razumevanja, odnos ključnih indikatora poslovanja i faktora vrednosti jednog preduzeća koji utiču na bilans uspeha i bilans stanja je prikazan u naredne dve tabele.

**Tabela 3. Odnos ključnih indikatora poslovanja i faktora vrednosti koji utiču na bilans uspeha**

Ključni indikatori poslovanja (KPIs)	Faktori vrednosti koji utiču na bilans uspeha
Definisati aktivnosti marketinga da bi se privukli novi kupci Usmeriti se na prodaju profitabilnijih proizvoda Otvoriti nova tržišta Identifikovati nove segmente potrošača na postojećim tržištima Povećati ulaganje u istraživanje i razvoj	Tržište Kupci Marketing politika Obim poslovanja Cene
Istražiti mogućnost smanjenja proizvodnog portfolija Povećati fokus na profitabilnije proizvode Istražiti mogućnost izdvajanja pojedinih delova procesa (outsource) Povećati obim korišćenja kvalitetnijih sirovina Poboljšati obuku i veštine radnika Uvesti stimulativni sistem motivacija proizvodnih radnika	Kapacitet proizvodnje Efikasnost u proizvodnji Dizajn proizvoda Izbor i cena osnovnih sirovina Trošak radne snage Režijski troškovi
Istražiti nove, jeftinije kanale prodaje Uložiti u obuku zaposlenih kako bi bili efikasniji Poboljšati aktivnosti distribucije i skladištenja Analizirati mogućnost izdvajanja aktivnosti (outsourcing)	Troškovi skladišta Troškovi distribucije Trošak marketinga i prodaje Trosak administracije
Istražiti načine za optimizaciju poreskih opterećenja Promeniti sedište preduzeća Optimizirati metod amortizacije	Osnove plaćanja Strategija optimizacije Visina stopa

Tabela 3. se nadovezuje na Tabelu 1. i slikovito prikazuje kako svakodnevne odluke i ciljevi koji se definišu kroz ključne indikatore poslovanja utiču na faktore vrednosti i, posledično, na elemente bilansa uspeha. Na sličan način se i sledeća tabela nadovezuje na prethodno prikazanu Tabelu 2. i faktore vrednosti koji utiču na pojedine elemente bilansa stanja.

**Tabela 4. Odnos ključnih indikatora poslovanja i faktora vrednosti koji utiču na bilans stanja**

Ključni indikatori poslovanja (KPIs)	Faktori vrednosti koji utiču na bilans stanja
Redefinisati segmente kupaca Koncentrisati se na solventne kupce Skratiti rok plaćanja Uvesti bonuse za prevremena plaćanja Poboljšati upravljanje nenaplativih potraživanja Poboljšati proces naplate	Broj sadašnjih i potencijalnih kupaca Politika prodaje Praksa poslovanja u privrednoj grani Procedura naplate Visina nenaplativih potraživanja Politika popusta
Poboljšati procenu tražnje za gotovim proizvodima Poboljšati saradnju sa dobavljačima sirovina Poboljšati efikasnost snabdevanja Usavršiti plan nabavki količinski i vremenski Definirati politiku prodaje nekurentnih zaliha Smanjiti trajanje ciklusa proizvodnje Uvesti JIT snabdevanje sirovinama	Broj i kapacitet dobavljača Trošak nabavke Trošak transporta Lojalnost kupaca Karakteristike proizvodnog procesa Mogućnost zastarelosti Karakteristike distribucije
Redefinisati strategiju nabavke Koncentrisati se na dobavljače koji nude duže rokove Racionalisati strukturu dobavljača Poboljšati koordinaciju nabavke svih poslovnih jedinica	Broj i kapacitet dobavljača Mogućnosti plaćanja Politika plaćanja Iznos popusta Tok gotovine Mogućnost kreditiranja
Izdvojiti (outsorce) pojedine funkcije i procese Konsolidovati IT sistem i proizvodne linije Smanjiti obim potrebnih nekretnina Koristiti efikasniju opremu i mašine Poboljšati sistem održavanja opreme Proveriti mogućnost zakupa objekata i opreme	Trenutni i projektovani kapacitet Efikasnost proizvodnje Efikasnost skladištenja i distribucije Ograničenja u korišćenju kapitala Karakteristike dobavljača opreme

Nakon što se prikupe sve gore navedene informacije o poslovanju jednog preduzeća, ključna aktivnost za kreiranje vrednosti je identifikovanje strategija koje će najefikasnije uticati na poboljšanje toka gotovine i smanjenje rizika poslovanja. Pri tome, u identifikovanju ovih strategija, menadžeri su obično naklonjeni strategijama koje povećavaju obim prodaje ili obim aktive bez da se obaziru na uticaj ovih odluka na tok gotovine. U tom pogledu, može se desiti da strategija rasta prodaje i aktive poveća rizik poslovanja kompanije ukoliko se ona udalji od svoje osnovne delatnosti ili krene da posluje na nekim tržištima koja joj nisu dovoljno poznata. Upravo zbog toga, svaka strategija se mora kvantifikovati u smislu uticaja na tok gotovine i rizik poslovanja i, naravno, mogućnosti da se ona i sprovede, imajući u vidu uslove konkurencije na tržištu.

Dakle, kao zaključak, u cilju kreiranja vrednosti jedne kompanije, neohodno je definisati i sprovesti strategije koje su usmerene na povećanje neto novčanog toka kroz kombinaciju povećanja prihoda, smanjenja troškova i poboljšanja u obrtu ukupne aktive, s jedne, i smanjenja rizika poslovanja i posledičnog smanjenja cene kapitala, s druge strane.

Sledeći grafikon prikazuje odnos ključnih indikatora performansi, osnovnih faktora vrednosti, pojedinih elemenata bilansa stanja i uspeha, kao i ostvarene vrednosti kapitala jednog preduzeća. Ovaj grafikon slikovito sažima sve što je navedeno u ovom delu rada.

**Grafikon 4. Proces kreiranja vrednosti kapitala upravljanjem osnovnim faktorima vrednosti**



Upravo definisani proces i metodologija u prethodnim grafikonima nam daje osnovu za definisanje modela restrukturiranja kroz upravljanje osnovnim faktorima vrednosti, što će biti prikazano u trećem delu ovog rada. Naime, kroz detaljnu analizu poslovanja preduzeća putem analize faktora vrednosti stvara se osnova za definisanje procesa i aktivnosti restrukturiranja. Predmet restrukturiranja su aktivnosti koje se odnose i na

bilans stanja i na bilans uspeha. Restrukturiranjem tih aktivnosti, ostvaruje se vrednost koja se finansijski izračunava preko stope neto dobiti i koeficijenta obrta poslovne aktive, kao što je i prikazano u ovom delu rada. Cilj ovih aktivnosti je, dakle, da se, kroz konsolidaciju elemenata u poslovanju koji imaju najveći uticaj na osnovne faktore vrednosti, maksimizira stvorena vrednost i poveća procenjena vrednost kapitala.

Predmet narednog dela rada je analiza četiri konkretna modela koji na različit način pristupaju i opisuju proces kreiranja vrednosti i to kroz aktivnosti poslovanja, finansiranja i investiranja. Cilj analize ovih modela je da se još detaljnije upoznamo sa različitim pristupima merenju ostvarene vrednosti, kao osnove za definisanje modela restrukturiranja koji je prezentovan u trećem delu.

### **3.3 MODELI KREIRANJA VREDNOSTI**

Kao što smo već naveli, u ovom delu rada ćemo se upoznati sa četiri modela koji definišu okvir, odnosno metodologiju za kreiranje, odnosno povećanje vrednosti kapitala kompanija u ime i za račun vlasnika tog kapitala. Pri tome, kreiranje vrednosti može i mora da se fokusira na sve zainteresovane strane, a ne samo na vlasnike kapitala. Zainteresovane strane su svi koji imaju koristi od poslovanja jedne kompanije - zaposleni, menadžeri, kupci, dobavljači, kao i država.

Određivanje ciljeva, koristi, kao i faktora vrednosti za svaku zainteresovanu stranu pojedinačno je teško. Pri tome, fokusiranje na kreiranje vrednosti samo za akcionare ne sme da zanemari interese drugih zainteresovanih strana. Ako preduzeće ignoriše interese svojih radnika, na primer, oni će dati otkaz i otići. Usled toga, menadžeri moraju da integrišu interese svih zainteresovanih strana preduzeća u pokušajima da kreiraju vrednost.

U praksi, sve odluke menadžmenta se zasnivaju na nekim modelima vrednosti. Stoga je u korist menadžera da svoje odluke baziraju na modelu koji najviše doprinosi tome da se kreira vrednost i poveća vrednost kapitala preduzeća.

Kao što ćemo videti u nastavku, prezentovani modeli kreiranja vrednosti se u svojoj osnovi baziraju na principima koji su navedeni u prethodnom delu rada. Sa finansijskog aspekta kreiranja vrednosti, ostvareni prinos na investiciju mora da bude viši od cene kapitala sa kojim se ta investicija ili kompanija finansira. Sa poslovnog aspekta kreiranja vrednosti, menadžment preduzeća svakodnevno treba da donosi odluke o poslovanju, finansiranju i investiranju, imajući u vidu osnovne faktore vrednosti i način na koji oni utiču na stvaranje vrednosti.

U literaturi o restrukturiranju i kreiranju vrednosti mogu se identifikovati četiri modela koji su važni za identifikovanje značajnih faktora za kreiranje vrednost u kompaniji i to su:

1. Pentagon restrukturiranja,
2. PARE model,
3. Lanac vrednosti, i
4. Model mreže vrednosti.

### 3.3.1. Pentagon restrukturiranja

Pentagon restrukturiranja se koristi u kreiranju konceptualnog okvira i identifikovanju ključnih faktora vrednosti za merenje da li se vrednost u poslovanju kreira ili se gubi<sup>55</sup>. Pri tome, koncept internog i eksternog restrukturiranja kao uslov za stvaranje vrednosti je od suštinskog značaja za razumevanje funkcionisanja preduzeća u tranziciji.

Autori ovog modela su definisali konceptualni okvir za izračunavanje vrednosti preduzeća kroz tzv. *pentagon restrukturiranja*. Pri tome, ovaj konceptualni okvir vrednovanja zasnovan je na analizi slobodnog novčanog toka kompanije (*Free Cash Flow*) i ključnih pokretača, odnosno faktora vrednosti i već je prikazan grafički u prethodnom delu rada (Grafikon 2.). Vrednost preduzeća je zbir vrednosti postojeće aktive/imovine preduzeća, kao i njegovog potencijala za rast. Vrednost postojeće imovine određena je nivoom ostvarene poslovne dobiti nakon oporezivanja, u istoj meri kao i ponderisanom prosečnom cenom kapitala. Vrednost mogućnosti rasta je, s druge strane, određena ključnim faktorima vrednosti – stopa prinosa na investirani kapital, iznos neto novih ulaganja, period konkurentske prednosti, stopa investiranja, kao i ponderisana prosečna cena kapitala. Period konkurentske prednosti pokazuje dužinu vremena tokom kojeg će očekivana stopa prinosa na investirani kapital premašiti ponderisanu prosečnu cenu kapitala preduzeća.

Najvažniji faktor vrednosti u ovom modelu je stopa prinosa na investirani kapital u odnosu na ponderisanu prosečnu cenu kapitala, kao i iznos koji kompanija investira u novi kapital. Razumevanje faktora vrednosti – posebno prinosa na investirani kapital i stope investiranja – pomaže da se razume slobodni novčani tok kompanije i planira kreiranje vrednosti u budućnosti. Prinos na ukupni investirani kapital pokazuje ukupne performanse preduzeća. Prinos na dodatno investirani (inkrementalni) kapital pokazuje da li nove investicije stvaraju vrednost ili ne.

---

<sup>55</sup> Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1996, str. 328



Treba napomenuti da je pokazatelj poslovne dobiti nakon oporezivanja po ovom modelu (*NOPLAT*) u potpunosti identičan poslovnoj dobiti nakon oporezivanja o kojoj je bilo reči prilikom definisanja metodologije obračuna stvorene vrednosti u prethodnom delu rada. Osim toga, kao što smo već napomenuli, ovaj pokazatelj uspešnosti poslovanja se u trećem delu ovog rada (kod metodologije restrukturiranja putem upravljanja faktorima vrednosti) označava kao PRUPP i predstavlja poslovni rezultat umanjen za iznos plaćenog poreza.

Na osnovu gore navedenog konceptualnog okvira za izračunavanje vrednosti kapitala preduzeća, pentagon restrukturiranja, koji je prikazan na sledećem grafikonu, opisuje mogućnosti povećanja vrednosti kroz aktivnosti internog i eksternog restrukturiranja. Značaj ovog pentagrama je što konceptualno ukazuje na korake i način internog i eksternog restrukturiranja poslovanja jednog preduzeća, što je bitno za definisanje modela restrukturiranja u trećem delu rada.

**Grafikon 5. Pentagon restrukturiranja**



Pentagon restrukturiranja pokazuje da je sadašnja tržišna vrednost preduzeća manja od potencijalne (optimalne) vrednosti preduzeća za jaz koji postoji između percepcije tržišta kapitala o vrednosti kapitala pojedinog preduzeća, kao i svih neiskorišćenih prilika za njegovo restrukturiranje. Upravo zbog toga se vrednost može kreirati smanjenjem pomenutog jaza u percepciji, kako na bazi aktivnosti restrukturiranja – interno i eksterno usmerenog poslovnog restrukturiranja, tako i kroz finansijsko restrukturiranje.

Autori ovog modela ukazuju da su kontinuirane interne i eksterne aktivnosti restrukturiranja neohodne kako bi se kreirala i povećala vrednost kapitala jednog preduzeća. U procesu analize vrednosti kapitala kompanije, model najpre poredi procenom dobijenu vrednost kapitala preduzeća „takvog kakvo je” (*as is*) i upoređuje je sa trenutnom tržišnom vrednošću kapitala preduzeća. Svaka razlika između ove dve vrednosti ukazuje na razliku u percepciji i signalizira da menadžment kompanije mora, u cilju povećanja tržišne vrednosti preduzeća, bolje komunicirati sa analitičarima na finansijskim tržištima. Nakon identifikacije ove razlike, proces kreiranja vrednosti podrazumeva realizaciju internih poboljšanja u poslovanju (npr. povećanje poslovnih margina, rast prodaje i smanjenje potrebe za trajnim obrtnim sredstvima), čime se povećava potencijalna vrednost kapitala preduzeća.

Osim internih poboljšanja, način za kreiranje vrednosti je i korišćenje prilika koje nudi samo tržište, bilo kroz kontrakciju preduzeća – dezinvestiranje, bilo kroz njegovu ekspanziju – akvizicije. Motivacija za prodaju pojedinih poslovnih jedinica, odnosno delova preduzeća je jasna - druga kompanija može bolje da upravlja tim delovima, i, shodno tome, kupac je spreman da plati veću cenu (premiju) u odnosu na sadašnju vrednost. S druge strane, sama prodaja može povećati vrednost za prodavca, jer novac koji dobije od prodaje poslovne jedinice može da uloži u unapređenje svoje osnovne delatnosti. Nepovezana preduzeća su naročito dobri kandidati za prodaju. Na sličan način, u akvizicijama, kombinacije koje pružaju pravu sinergiju mogu da povećaju vrednost.

Konačno, vrednost kapitala se može kreirati i sprovođenjem finansijskog restrukturiranja. U svakom slučaju, pažljivo sproveden program sveobuhvatnog restrukturiranja rezultiraće dosezanjem najviše moguće tržišne vrednosti preduzeća u tom trenutku, odnosno kreiranjem maksimalne moguće vrednosti za akcionare.

Ovaj model, kao i gore navedene aktivnosti restrukturiranja, podrazumeva da je vrednost kapitala jednaka diskontovanoj vrednosti očekivanih budućih slobodnih novčanih tokova. Slobodan novčani tok jednak je ostvarenom poslovnom rezultatu nakon oporezivanja, plus troškovi koji ne predstavljaju odliv gotovine (amortizacija), minus investicije u fiksnu i obrtnu imovinu. Ovako definisan tok ne uključuje finansijske novčane tokove, kao što su kamata ili dividende. Pri tome, ova definicija novčanog toka u skladu je definicijom obračuna vrednosti koju smo naveli u prethodnom delu rada.

Diskontna stopa za ovako definisan novčani tok odražava cenu svakog pojedinačnog elementa kapitala ponderisanih njihovim relativnim doprinosom ukupnom kapitalu

kompanije. Ovako definisana stopa se zove ponderisana prosečna cena kapitala i o njoj ćemo više diskutovati u narednom delu rada koji se bavi metodologijama procene vrednosti kapitala preduzeća.

Shodno ovom modelu, prema autorima, nakon projekcije novčanog toka u projektovanom i rezidualnom periodu, vrednost kapitala preduzeća se utvrđuje kao zbir diskontovanih neto novčanih tokova, umanjen za vrednost duga na dan procene, i prilagođen za iznos neposlovnih sredstava ili obaveza. Pri tome, vrednost duga kompanije jednaka je sadašnjoj vrednosti novčanih tokova za poverioce, umanjenih za stopu koja odražava rizičnost tog toka. U principu, metodologija ovog modela vrednosti se ne razlikuje od određivanja vrednosti kapitala preduzeća DCF metodom, sa kojim ćemo imati prilike da se upoznamo u narednom delu rada i koji predstavlja osnovu modela restrukturiranja i merenja ostvarene vrednosti kapitala koji je predstavljen u trećem delu rada.

Kako bi se pak napravila odgovarajuća projekcija novčanih tokova, neohodno je razumeti koji su to faktori vrednosti koji utiču na ovaj tok. Tek tada je menadžment preduzeća u mogućnosti da, kroz upravljanje pojedinim faktorima vrednosti, upravlja i novčanim tokovima i, posledično, kreira vrednost kapitala kompanije kojom rukovodi.

Pošto je vrednost kapitala zasnovana na diskontovanim slobodnim novčanim tokovima, osnovni faktor vrednosti poslovanja mora takođe biti pokretač slobodnog novčanog toka. Prema autorima ovog modela, kao što se na sledećoj slici može i videti, postoje dva ključna pokretača slobodnog novčanog toka: stopa po kojoj kompanija može da povećava svoje prihode i ostvarenu dobit (stopa ostvarenog rezultata iz poslovanja), kao i stopa prinosa na investirani (uloženi) kapital. Kompanije koje imaju veću ostvarenu dobit na svaki uloženi dinar vrede više u odnosu na slične kompanije koje imaju manju dobit na svaki dinar uloženog kapitala. Slično tome, brže rastuća kompanija vredi više od sporije rastuće kompanije, pod uslovom da obe ostvaruju isti prinos na uloženi kapital.

<i>Stopa prinosa na investirani kapital</i>	<i>Stopa ostvarenog rezultata iz poslovanja</i>	<i>Koeficijent obrta investiranog kapitala</i>
Rezultat iz poslovanja / Investirani kapital	= Rezultat iz poslovanja/ Ukupni prihodi	x Ukupni prihodi / Investirani kapital

Pri tome, stopa ostvarenog rezultata iz poslovanja pokazuje koliko je kompanija efikasna u konverziji prihoda u profit. Ona se dalje može razložiti na odnos pojedinih elemenata troškova i ostvarenih prihoda, čime se stvaraju uslovi da se upravljanjem pojedinim elementima troškova iz poslovanja direktno utiče na iznos ostvarene poslovne dobiti, a samim tim i na stopu prinosa na investirani kapital.

S druge strane, koeficijent obrta investiranog kapitala pokazuje koliko efikasno kompanija upošljava svoj investirani kapital. On se može dalje razložiti na koeficijent obrta obrtnih sredstava, koeficijent obrta fiksne imovine i koeficijent obrta ostale imovine koju preduzeće koristi u poslovanju. Boljim i efikasnijim upravljenjem pojedinim elementima imovine, menadžment može, kroz koeficijent obrta investiranog kapitala, direktno da utiče na stopu prinosa na investirani kapital, kao jednog od faktora slobodnog novčanog toka.

Kroz maksimizaciju rezultata iz poslovanja, kao i efikasnijim korišćenjem imovine, menadžment, shodno ovom modelu, direktno utiče na iznos slobodnog novčanog toka i iznos ostvarene vrednosti u poslovanju.

Pri tome, prema ovom modelu, sve dok je prinos na uloženi kapital veći od ponderisane prosečne cene kapitala, veći i brži rast kompanije generiše i veću vrednost. Stoga, u cilju povećanja vrednosti, kompanija mora:

- Povećati nivo ostvarene dobiti u odnosu na uloženi kapital (odnosno ostvariti veći prinos na uloženi kapital),
- Povećati stopu prinosa na novo-investirani (inkrementalni) kapital,
- Povećati stopu rasta, ali samo dok je stopa prinosa na novo-investirani kapital viša od ponderisane prosečne cene kapitala, i
- Smanjiti troškove kapitala.

Kao zaključak, prednost ovog modela je što proces kreiranja vrednosti vezuje sa realizacijom slobodnih novčanih tokova, što je metodološki prihvatljivo sa stanovišta izračunavanja ostvarene vrednosti u ovom radu. Osim toga, procena ostvarene vrednosti kapitala se zasniva na DCF metodi. S obzirom na opšte prihvaćenu metodologiju procene vrednosti kapitala o kojoj ćemo diskutovati u nastavku rada, zaključak je da ovaj model nudi prihvatljivu metodologiju restrukturiranja sa ciljem povećanja vrednosti i nudi konceptualni okvir za definisanje modela restrukturiranja putem upravljanja faktorima vrednosti koji je prikazan u trećem delu rada.

### 3.3.2. PARE model

Dva autora, Crum i Golderberg, su razvili konceptualni okvir za procenu održivosti preduzeća poznat kao PARE model (analiza potencijala i otpornosti – *Potential and Resilience Evaluation Model*)<sup>56</sup>. Navedeni autori tvrde da preduzimanje aktivnosti koje povećavaju potencijal i otpornost preduzeća kreiraju vrednost. Oni su takođe mišljenja da se navedeni model može koristiti za procenu vrednosti kapitala preduzeća u tranziciji ka tržišnoj ekonomiji.

*Potencijal preduzeća* se, prema istim autorima, odnosi na sposobnost preduzeća da generiše novčane tokove. Veći novčani tokovi će biti ostvareni kada menadžeri alociraju resurse preduzeća u investicije koje generišu povećanje neto imovine koja prelazi minimalni nivo koji je potreban da se nadoknadi investitorima za preuzeti rizik. Pri tome, potencijal kompanije zavisi od mogućnosti inovacija i sposobnosti implementacije pojedinih aktivnosti, odnosno projekata.

*Mogućnost inovacija* kompanije zavisi od sposobnosti menadžera da pronadu i neguju profitabilne investicione mogućnosti u budućnosti. Menadžment mora biti u stanju ne samo da stvori dovoljan broj novih projekata tokom vremena, već i da napusti postojeće projekte kada oni više ne daju odgovajuću stopu prinosa i kada se njihovi resursi mogu koristiti u profitabilnije svrhe. Neke od mera koje se koriste u merenju mogućnosti inovacija su zarađivačka moć, ostvareni pozitivni novčani tokovi, indeks profitabilnosti, rast prodaje, rast tržišnog učešća, visina troškova istraživanja i razvoja, kao i prosečan broj patenata stvorenih tokom godine.

*Sposobnost implementacije* se odnosi na menadžerske veštine i raspoloživost resursa neophodnih za uspešnu implementaciju projekata. Stepenn sposobnosti implementacije zavisi od obima u kojem su resursi dostupni na vreme, na zahtevanom mestu i u zahtevanom obliku. Faktori koji ukazuju na sposobnost implementacija preduzeća su subjektivni i ne podležu kvantificiranju. Neke od tih mera su opšta znanja i veštine menadžmenta, specifična marketing znanja i veštine, znanja i veštine o kvalitetu proizvoda, dobro poznavanje tehnologije i njena sofisticiranost, kao i pronalaženje kapaciteta za nove investicije.

Svako preduzeće treba da teži da bude jako u obe dimenzije – i mogućnosti inovacija i sposobnosti za njihovu implementaciju. Ako je pozicija preduzeća jaka u jednoj a

---

56 Crum, R., and I. Goldberg, "Restructuring and Managing the Enterprise in Transition", *EDI Learning Resources Series*, World Bank, Washington, D.C., 1998.

slaba u drugoj dimenziji, neohodno je preduzeti korektivne akcije. Ako je preduzeće slabo u obe dimenzije, ozbiljna posledica ovakvog stanja može biti njegova likvidacija. Takva preduzeća nemaju nikakve šanse za uspeh u dugom roku bez većih investicija i restrukturiranja. U tom slučaju, menadžment treba da proceni stepen otpornosti kompanije pre nego što odluči da je likvidira.

**Otpornost kompanije** se odnosi na rizik koji je povezan sa budućim novčanim tokovima. Koristi se kao zamena za koncept rizika. Rizik se može posmatrati kao verovatnoća da se preduzeće neće razvijati tokom vremena u skladu sa onim što investitori smatraju da treba da bude njegov strateški cilj. Neprijateljske sile mogu ugroziti konkurentsku poziciju preduzeća, a mogu čak da budu i pretnja njegovom daljem postojanju. Po PARE modelu, dve strateški značajne dimenzije rizika koje su povezane sa poslovanjem preduzeća su položaj ranjivosti i rezervni kapacitet preduzeća.

*Položaj ranjivosti* preduzeća se odnosi na stepen do kojeg se smatra da postojeće neprijateljske snage u poslovnom okruženju mogu da prouzrokuju značajne poremećaje u profitabilnosti poslovanja preduzeća. Ovo je “pretnja” dimenzija i glavni aspekt rizika. Ono što se procenjuje je šta može da pođe naopako, kao i moguće pretnje koje bi mogle da ugroze poslovanje kompanije. Neki korisni pokazatelji ranjivosti su koncentracija novčanih tokova po proizvodima, koncentracija prodaje po proizvodima, struktura dospelih dugova, tempo promene tehnologije, varijabilnost novčanih tokova, kao i varijabilnost same prodaje.

*Rezervni kapacitet* se odnosi na sposobnost preduzeća da se odbrani od nepovoljnih okolnosti, da rasporedi resurse brzo da bi se izbegle štetne posledice nepovoljnih događaja, kao i da preživi u slučaju kada je podvrgnuto dezintegrativnim snagama. Neki korisni pokazatelji rezervnog kapaciteta kompanije su stepen likvidnosti, pokrivanje obaveza novčanim tokovima, smanjenje troškova u slučaju otpuštanja radnika, uticaj obustavljanja proizvodnje koja zahteva odliv gotovine, kao i ukidanje pojedinih troškova kao posledica napuštanja projekata.

Položaj otpornosti preduzeća se procenjuje korišćenjem kombinacije pretnja - pozicija ranjivosti i odbrana - rezervni kapacitet. Procenom ranjivosti i rezervnog kapaciteta, menadžment je u sposobnosti da identifikuje osnovni izvor problema - nedostatak rezervi ili previše ranjivosti, kao i potencijalne snage - dovoljne rezerve ili nisku ranjivost. Po modelu, rizik je negativna dimenzija i kompanije žele da ga izbegnu u meri u kojoj je to mudro.

Prema autorima modela, jak potencijal i jaka otpornost pokazuje da je kompanija jak konkurent, kao i da se zahteva budnost da se održi ta pozicija. S druge strane, niska otpornost i nizak potencijal pokazuju da menadžment treba da razmotri likvidaciju ili, u najmanju ruku, ozbiljno restrukturiranje. Evaluacija kompanije u smislu potencijala i otpornosti pomaže u identifikovanju problema i ukazuje na korekcije koje je potrebno preduzeti kako bi se kreirala vrednost u poslovanju.

Kao zaključak, tržišni fokus PARE modela i njegova orijentacija prema onome što je potrebno da se poboljša konkurentnost jednog preduzeća, odgovara situacijama u zemljama koje prolaze kroz tranziciju ka tržišnoj ekonomiji. Model pomaže da se utvrde faktori koji utiču na povećanje potencijala i otpornosti pojedinačnih kompanija. Osim toga, model omogućava menadžerima da postave prava pitanja, da identifikuju odgovarajuće prioritete i da utvrde odgovarajuće akcije. U procesu restrukturiranja kompanija u tranzicionim zemljama, elementi ovog modela se mogu koristiti za davanje odgovora na važna pitanja kao što su sposobnosti i veštine menadžera u kreiranju vrednosti, identifikacija osnovnih izvora teškoća u poslovanju, kao i korekcije u poslovanju koje je neophodno uraditi, a u cilju kreiranje vrednosti kompanija.

### **3.3.3. Lanac vrednosti**

Lanac vrednosti je model koji je kreirao Majkl Porter. Prema ovom modelu, atraktivnost grane i konkurentna prednost su glavni izvori kreiranja vrednosti<sup>57</sup>. Što su oni povoljniji, veća je verovatnoća da će kompanija kreirati vrednost. Prednost ovog modela je što, sa aspekta poslovanja, identifikuje različite aktivnosti koje čine lanac poslovanja jedne kompanije i ukazuje na potencijalna mesta na kojima se može povećati stvorena vrednost. Prema Porteru, profitabilnost kompanije je pod uticajem strukture njene delatnosti i strateških izbora koje pravi u svom pozicioniranju u privrednoj grani u kojoj posluje. Po ovom modelu, prva osnovna determinanta profitabilnosti jedne kompanije je *atraktivnost privredne grane* u kojoj posluje. U svakoj privrednoj grani postoje pravila konkurentnosti koja se odnose na mogućnost ulaska novih konkurenata, opasnost od supstitucije proizvoda, pregovaračku moć kupaca, pregovaračku moć dobavljača, kao i rivalitet među postojećim konkurentima. Ova pravila određuju profitabilnost grane, jer utiču na prodajne cene, troškove poslovanja i neophodne investicije preduzeća.

---

57 Porter, M., „Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance“, *The Free Press*, New York, 1985., str. 12

Druga osnovna determinanta profitabilnosti kompanije je njena *relativna pozicija unutar privredne grane*. Pozicioniranje određuje da li je profitabilnost preduzeća iznad ili ispod proseka grane. Preduzeće koje može da se dobro pozicionira može ostvariti visoke stope prinosa, čak i kada je struktura grane nepovoljna i prosečna profitabilnost skromna. Fundamentalna osnova iznad-prosečnih performansi u dugom roku je održanje konkurentske prednosti.

Konkurentska prednost u suštini raste ako je preduzeće u stanju da stvori vrednost za svoje kupce koja prevazilazi troškove njenog kreiranja. Postoje dva osnovna tipa konkurentske prednosti: cenovno liderstvo i diferencijacija.

Porterov model opisuje osnovnu ulogu lanca vrednosti u identifikovanju izvora cenovnog liderstva i diferencijacije. Lanac vrednosti je pristup koji posmatra preduzeće kao skup diskretnih, ali povezanih aktivnosti. Termin *lanac vrednosti* označava sve aktivnosti koje dodaju vrednost, počev od dizajna proizvoda, nabavke proizvodne opreme, samog proizvodnog procesa, a zaključno sa kretanjem proizvoda od fabrike do krajnjeg potrošača. Cilj analize lanca vrednosti je analiza kretanja sirovina od dobavljača, preko proizvodnje, do potrošača, po najnižoj ceni i u najkraćem vremenu. Formulacija lanca vrednosti se fokusira na to kako ove aktivnosti kreiraju vrednost i šta određuje njihove cene, dajući preduzeću značajne mogućnosti u određivanju kako da ove aktivnosti kombinuje. Preme Porterovom modelu, svako preduzeće se posmatra kao skup aktivnosti koje se obavljaju za projektovanje, proizvodnju, tržište, isporuku i podršku njegovih proizvoda. Vrednosne aktivnosti su podeljene u dve široke kategorije – osnovne (primarne) aktivnosti i aktivnosti podrške.

Sledeći grafikon prikazuje osnovu Porterovog lanca vrednosti<sup>58</sup>.

**Grafikon 6. Osnova lanca vrednosti u okviru preduzeća**



58 Porter, M., „Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance“, *The Free Press*, New York, 1985., str. 232



Osnovne aktivnosti su aktivnosti koje su uključene u fizičko stvaranje proizvoda i njegovu prodaju i transfer do kupca, kao i posle-prodajne usluge. Primarne aktivnosti uključuju ulaznu logistiku (prijem, skladištenje, rukovanje materijalom, kontrolu inventara i drugo), proizvodnju (aktivnosti u vezi sa transformisanjem sirovina u finalni proizvod), izlaznu logistiku (skladištenje i distribuciju do kupaca), marketing i prodaju (reklamiranje, promocija, prodaja, izbor kanala prodaje i cene) i usluge (ugradnja, popravka, obuka, snabdevanje delovima i podešavanje proizvoda).

Aktivnosti podrške uključuju nabavku (funkcija kupovine sirovina koje se koriste u lancu vrednosti preduzeća), razvoj tehnologije (aktivnosti usmerene na poboljšanje proizvoda i procesa), upravljanje ljudskim resursima (zapošljavanje, obuka, razvoj i naknada) i infrastrukturu preduzeća (opšti menadžment, planiranje, finansije, računovodstvo i dr.).

Sistem vrednosti uključuje dobavljačev lanac vrednosti, lanac vrednosti preduzeća, lanac vrednosti kanala distribucije (prodaje) i lanac vrednosti kupaca. Dobavljači imaju lanac vrednosti sa ciljem da kreiraju i isporučuju kupljene sirovine koji se koriste u lancu vrednosti preduzeća. Na primer, lanac vrednosti proizvođača pamuka će uticati na troškove sirovina tekstilne kompanije. Veze između dobavljačevog lanca vrednosti i lanca vrednosti preduzeća pružaju mogućnosti za preduzeće da kreira vrednost. Pored toga, mnogi proizvodi prolaze kroz lanac vrednosti kanala distribucije na njihovom putu ka kupcu. Kanali distribucije obavljaju aktivnosti kao što su prodaja, oglašavanje i dr. Trošak kanala distribucije, kao sastavni deo prodajne cene preduzeća, često predstavlja veliki deo prodajne cene za krajnjeg korisnika.

Na sledećem grafikonu je prikazana struktura vrednosnog sistema jednog preduzeća prema Porteru<sup>59</sup>.

### Grafikon 7. Struktura vrednosnog sistema



Porterov pristup lanca vrednosti obezbeđuje sistematičan način razumevanja ponašanja troškova i prihoda, kao i postojećih i potencijalnih izvora diferencijacije u odnosu na konkurenciju. *Sa cenovnim liderstvom*, preduzeće namerava da postane jeftin proizvođač

59 Porter, M., „Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance“, *The Free Press*, New York, 1985., str. 255

u svojoj grani. Izvori cenovne prednosti uključuju potragu za ekonomijom obima, zaštićenom tehnologijom, preferencijalnim pristupom sirovinama i drugo. Cenovna prednost daje rezultate ako preduzeće ostvaruje niže kumulativne troškove obavljanja vrednosnih aktivnosti od svojih konkurenata. Strateška vrednost cenovne prednosti zavisi od njene održivosti. Održivost će biti prisutna ako izvore cenovne prednosti preduzeća konkurenti teško mogu da ponove ili imitiraju. Cenovna prednost dovodi do superiornih performansi ako preduzeće pruža prihvatljiv nivo vrednosti za kupce, na način na koji njegova cenovna prednost nije poništena zbog potrebe da naplati nižu cenu od konkurencije.

U *strategiji diferencijacije*, preduzeće teži da bude jedinstveno u svojoj delatnosti u nekoliko dimenzija koje su široko cenjene od strane kupaca. Preduzeće bira jedan ili više atributa koje mnogi kupci u grani vide kao važne i onda se pozicionira da zadovolji te potrebe. Preduzeće biva nagrađeno za svoju jedinstvenost cenovnom premijom. Diferencijacija može biti zasnovana na samom proizvodu, sistemu isporuke kojim se vrši prodaja, marketinškom pristupu, kao i na širokom spektru drugih faktora. Preduzeće mora biti istinski jedinstveno u nečemu ili da se doživljava kao jedinstveno, ako očekuje cenovnu premiju. Diferencijacija potiče suštinski od stvaranja vrednosti za kupca kroz uticaj preduzeća na lanac vrednosti kupca.

Kao zaključak, koncept koji pruža Porter sa svojim modelom vrednosti je neohodan kako bi se razumelo poslovanje i okruženje svakog pojedinačnog preduzeća koje je predmet restrukturiranja. Kroz analizu svih aktivnosti koje su navedene u ovom modelu, menadžeri mogu da razumeju koje aktivnosti je neophodno restrukturirati kako bi se dodala, odnosno povećala vrednost kompanije. Svaka od aktivnosti koja je definisana Porterovim lancem vrednosti utiče kako na bilans uspeha, tako i na bilans stanja i upravljanjem ovim aktivnostima se upravlja finansijskim performansama, kao i procesom stvaranja vrednosti. Osim toga, analiza okruženja je osnova za SWOT analizu i utvrđivanje rizika poslovanja kompanije, što je polazna osnova za izračunavanje prosečne ponderisane cene kapitala preduzeća.

U svakom slučaju, prema ovom modelu, atraktivnost privredne grane, kao i konkurentska prednost neke kompanije, predstavljaju osnovne izvore kreiranja vrednosti. Što su ova dva faktora povoljnija, veća je verovatnoća da će kompanija kreirati vrednost u svom poslovanju. Sama suština, kao i elementi ovog modela koriste se i u definisanju modela restrukturiranja u trećem delu ovog rada.

### 2.3.4. Model mreže vrednosti

Model mreže vrednosti (*Value Network Model*) kreirao je autor Rappaport<sup>60</sup>. Kao i do sada navedeni modeli vrednosti, i ovaj model pruža konceptualni okvir za analizu procesa kreiranja vrednosti kapitala. Kreiranje vrednosti kapitala preduzeća podrazumeva promenu u visini njegove vrednosti tokom određenog perioda. Navedeni model je od pomoći jer ukazuje na osnovne determinante vrednosti. Ovaj model pruža okvir za kreiranje vrednosti restrukturiranjem, investiranjem i finansiranjem. Osim toga, model se može koristiti u akvizicijama u tržišnim ekonomijama, a time može da pomogne i u razumevanju akvizicija u procesu privatizacije.

U svojoj osnovi, model koristi DCF pristup merenju ostvarene vrednosti kapitala. Model procenjuje ostvarenu vrednost kapitala za akcionare diskontovanjem projektovanih novčanih tokova korišćenjem ponderisane prosečne cene kapitala kao diskontnog faktora. Ovako ostvarena vrednost predstavlja zbir vrednosti akcijskog (sopstvenog) i pozajmljenog kapitala i označava ukupnu vrednost kompanije. Vrednost samo akcijskog, odnosno sopstvenog kapitala je razlika između ukupne vrednosti kompanije i vrednosti pozajmljenog kapitala, odnosno duga.

Prema ovom modelu, ukupna vrednost kapitala jednog preduzeća se sastoji od tri komponente: sadašnje vrednosti budućih slobodnih novčanih tokova u periodu projekcije, sadašnje vrednosti rezidualne vrednosti nakon perioda projekcije, kao i sadašnje tržišne vrednosti gotovine, utrživih hartija od vrednosti i drugih investicija koje se mogu konvertovati u gotovinu u ovom trenutku.

Novčani tok iz poslovnih aktivnosti predstavlja razliku između priliva i odliva iz poslovanja. On je relevantan za procenu vrednosti kapitala upravo zbog toga što predstavlja iznos gotovine koji je na raspolaganju za podmirenje obaveza prema poveriocima i akcionarima. Shodno modelu, projektovani novčani tokovi se diskontuju korišćenjem ponderisane prosečne cene sopstvenog i pozajmljenog kapitala.

Osim projekcije novčanog toka, model zahteva i procenu cene kapitala, koja je neophodna za uspostavljanje minimalno prihvatljive stope prinosa koju menadžment zahteva od novih investicionih projekata. Investicije sa prinosom koji je veći od cene kapitala će stvoriti vrednost za akcionare, dok će prinosi koji su manji od cene kapitala umanjiti vrednost za akcionare.

---

60 Rappaport, A., „Creating Shareholder Value“, *Macmillan Inc.*, New York, 1986., str. 55

Prema modelu, period projekcije poslovanja je obično 5 ili 10 godina. Vrednost kapitala koja se pripisuje periodu nakon perioda projekcije naziva se rezidualna vrednost. Rezidualna vrednost često čini najveći deo procenjene vrednosti firme. Za većinu kompanija samo mali procenat vrednosti može se razumno pripisati procenjenim novčanim tokovima samo u periodu projekcije.

Metodološki, ovaj model je u potpunosti u skladu sa metodologijom obračuna stvorene vrednosti i DCF metodom procene kapitala, o kojima smo već pričali u prethodnom delu rada. Pri tome, važnost ovog modela je što opisuje vezu između poslovnog cilja koji se ogleda u stvaranju vrednosti za akcionare i osnovnih parametara procene, odnosno faktora vrednosti. Osnovni faktori vrednosti prema ovom modelu su stopa rasta prodaje, stopa poslovnog dobitka, stopa poreza na dobit, investicije u trajna obrtna sredstva, kapitalne investicije, cena kapitala preduzeća, kao i vremenski period u kome traje rast vrednosti.

*Rast prodaje* je procenat povećanja prodaje koji se očekuje u budućnosti i pokazuje rast tržišnog potencijala kompanije. Što je veći potencijal rasta prodaje, veća je i vrednost kompanije.

*Stopa ostvarenog poslovnog rezultata* se izračunava kao procenat ostvarene poslovne dobiti u odnosu na vrednost ostvarene prodaje u posmatranom periodu.

*Stopa poreza na dobit* predstavlja iznos poreza koji se plaća na ostvareni poslovni rezultat za određeni period.

*Investicije u trajna obrtna sredstva* predstavljaju neto ulaganja u potraživanja, zalihe, dobavljače i aktivna vremenska razgraničenja, koja su potrebna da podrže rast prodaje. Povećanje u iznosu potrebnom za finansiranje trajnih obrtnih sredstava umanjuje vrednost kompanije.

*Kapitalne investicije* predstavljaju iznos sredstava koji je uložen u nabavku fiksne imovine, kao što su objekti, oprema, zemljište i ostale dugoročne investicije.

*Cena kapitala* predstavlja diskontnu stopu koja se koristi za diskontovanje novčanih tokova preduzeća i definisana je kao ponderisani prosek cene pozajmljenog i cene akcijskog, odnosno sopstvenog kapitala. Procena cene kapitala je od suštinske važnosti za uspostavljanje minimalno prihvatljive stopa prinosa ili stope koju menadžment treba da zahteva od novih investicionih ulaganja. Investicije koje daju veći prinos od cene

kapitala kreiraju vrednost za akcionare, dok one koje donose manji prinos od cene kapitala smanjuju vrednost za akcionare. Pri tome, izabrani ponder treba da se zasniva na dugoročnoj ciljnoj strukturi kapitala preduzeća.

Relevantna cena duga, odnosno pozajmljenog kapitala je dugoročna stopa ili prinos do dospeća koja odražava sadašnju cenu duga koju zahtevaju poverioci. Relevantna cena sopstvenog, odnosno akcijskog kapitala je implicitna stopa prinosa koja treba da privuče investitore da kupe akcije preduzeća. Pri tome, cena sopstvenog kapitala je zbir stope ulaganja bez rizika i premije za rizik. Prinos na dugoročne državne obveznice služi kao najbolja procena stope ulaganja bez rizika. Premija za rizik je razlika između očekivanog prinosa na tržišni portfolio i stope ulaganja bez rizika, pomnožena beta koeficijentom. Premija na rizik predstavlja dodatnu naknadu koju investitori očekuju za držanje akcija preduzeća, a ne državnih obveznica koje, teorijski, ne nose nikakav rizik za investitora.

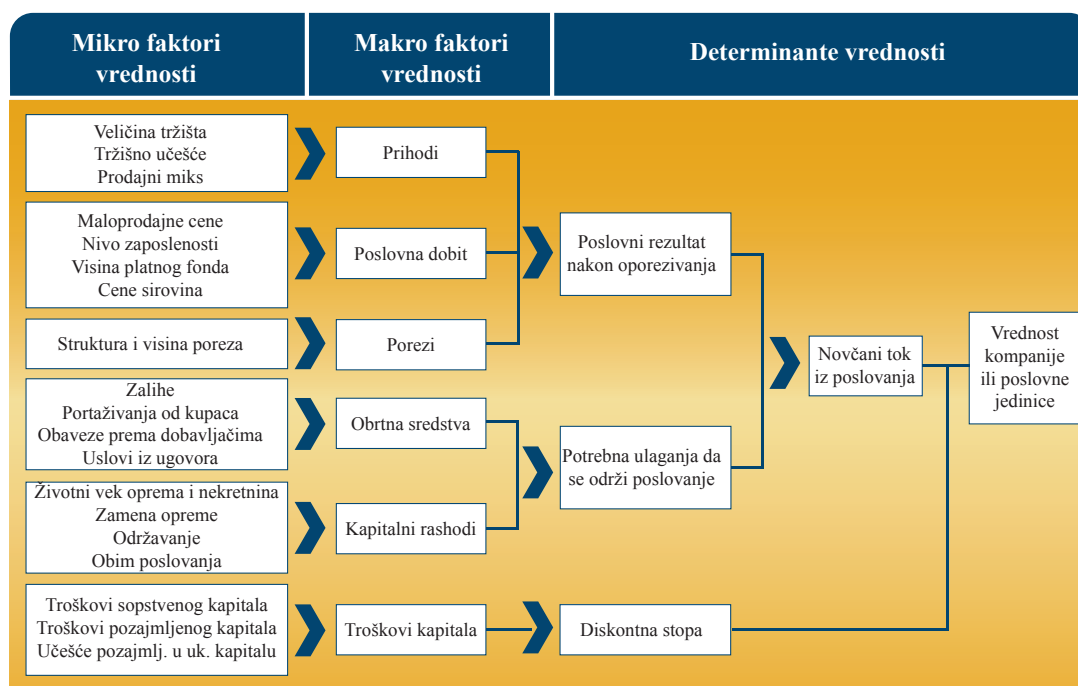
*Period trajanje rasta vrednosti* predstavlja ocenu menadžmenta u kom vremenskom periodu očekuju da će preduzeće ostvarivati stope prinosa na uloženi kapital veće od cene kapitala preduzeća.

Gore navedeni faktori vrednosti i način na koji oni utiču na vrednost kapitala preduzeća su prikazani na sledećem dijagramu. Iako su ovi faktori kritični u određivanju vrednosti svakog preduzeća, oni takođe moraju da budu korisni i za operativno odlučivanje. Da bi bili korisni u svakodnevnom poslovanju, ovi makro faktori vrednosti treba da se dovedu u vezu sa mikro faktorima vrednosti, odnosno poslovnim odlukama koje menadžeri svakodnevno donose, kao što je prikazano na sledećem grafikonu<sup>61</sup>.

---

61 Rappaport, A., „Creating Shareholder Value“, *Macmillan Inc.*, New York, 1986., str. 172

**Grafikon 8. Makro i mikro faktori vrednosti - Rappaport**



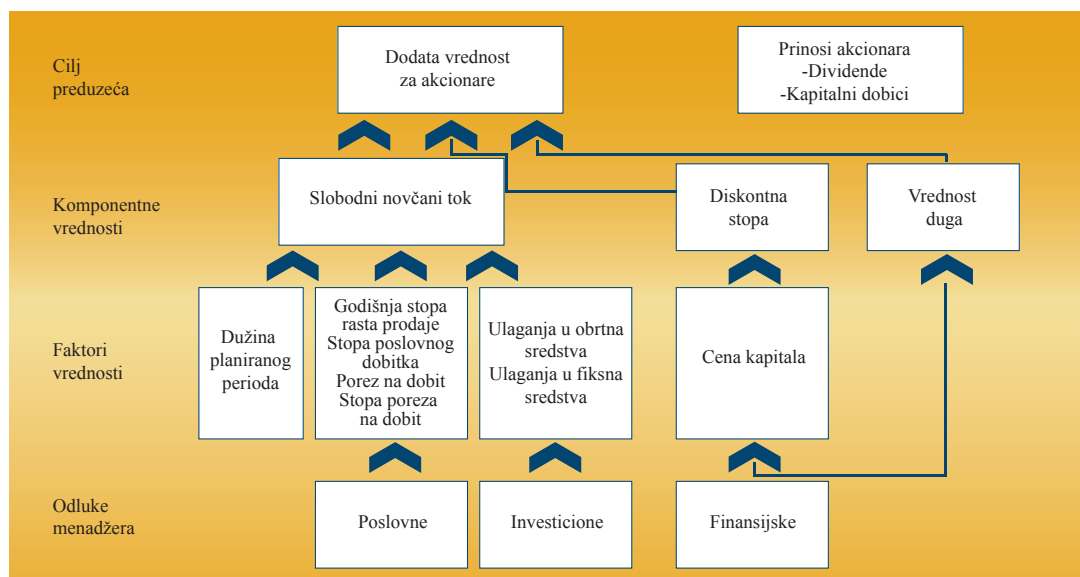
Analiza faktora odnosno pokretača vrednosti je kritičan korak u potrazi za strategijom koja, svojom primenom, kreira najviše vrednosti kapitala za akcionare. Prvi korak u ovoj analizi je razvijanje mape faktora vrednosti. Ovaj korak podrazumeva identifikovanje mikro faktora vrednosti koji utiču na rast prodaje, stopu poslovnog rezultata, kao i na investicione potrebe. Sledeći korak je identifikovanje faktora koji imaju najveći uticaj na vrednost, kako bi se njihovim upravljanjem kreiralo najviše vrednosti za akcionare. Pri tome, za utvrđivanje koliko jedan faktor utiče na vrednost, neophodno je proceniti relevantni opseg delovanja tog faktora u jednoj organizaciji. Treći korak u analizi faktora vrednosti je izolacija uticaja onih faktora koji mogu da utiču na upravljanje.

Iskustvo pokazuje da najveći broj menadžera veruje da može da identifikuje ključne faktore vrednosti koji su relevantni za njihovo poslovanje. Shodno tome, prednost ovog modela je što prikazuje vezu između odluka menadžmenta i osnovnih faktora vrednosti. Operativne odluke, kao što su proizvodni miks, cena, promocija, oglašavanje, distribucija i usluge za potrošače su pre svega vezane za prva tri navedena faktora vrednosti: stopu rasta prodaje, stopu poslovnog dobitka i stopu poreza na dobitak. Investicione odluke kao što su, na primer, povećanje nivoa zaliha i proširenje kapaciteta se ogledaju u sledeća dva faktora vrednosti: investicije u trajna obrtna sredstva i kapitalne investicije. Troškovi kapitala, kao faktor vrednosti, su regulisani ne samo poslovnim rizikom, već i finansijskim odlukama menadžmenta u smislu strukture

pasive koja se koristi u finansiranju poslovanja, kao i korišćenju odgovarajućih finansijskih instrumenata.

Na osnovu svega gore navedenog, sledeći grafikon prikazuje Rappaportov model mreže vrednosti u svojoj celosti<sup>62</sup>.

**Grafikon 9. Model mreže vrednosti**



Kao što dijagram prikazuje, prva komponenta procene vrednosti kapitala, novčani tok iz poslovanja, je određen poslovnim i investicionim faktorima vrednosti, zajedno sa periodom trajanja rasta vrednosti. Druga komponenta, diskontna stopa, je bazirana na procenjenim troškovima, odnosno ceni kapitala. Podsetimo se da diskontovanje novčanih tokova iz poslovanja korišćenjem odgovarajuće diskontne stope daje za rezultat vrednost kapitala na nivou kompanije (tzv. vrednost investiranog kapitala). Od ove vrednosti na nivou kompanije, kada se odbije vrednost duga, dobija se vrednost kapitala za akcionare. Stvorena vrednost za akcionare, zauzvrat, služi kao osnova za obezbeđivanje prinosa akcionarima koji se sastoje od dividendi i kapitalnih dobitaka.

U svom radu, autor navodi da ne postoji konceptualni okvir koji je imao veći uticaj na razmišljanje menadžmenta o kreiranju vrednosti od onog koji je razvio Majkl Porter. Prim tome, u prethodnom delu rada je već predstavljen model lanca vrednosti koji je prezentovao Porter, a koji se fokusira na gransku atraktivnost, konkurentsku poziciju unutar grane, kao i izvore konkurentске prednosti, kao suštinskih elemenata procesa formulisanja poslovne strategije i stvaranja vrednosti. Upravo

62 Rappaport, A., „Creating Shareholder Value“, *Macmillan Inc.*, New York, 1986., str. 56

ovaj lanac vrednosti Rappaport smatra relevantnim okvirom za definisanje odgovarajuće strategije poslovanja sa ciljem maksimizacije vrednosti.

Pri tome, svaku definisanu strategiju treba na odgovarajući način proceniti kako bi se utvrdilo koja stvara najveću dodatnu vrednost za akcionare. Za svaku strategiju, proces vrednovanja uključuje definisanje polaznih pretpostavki, kao i ocenjivanje rezultata, uključujući i primenu scenario analize kako bi se utvrdio uticaj promene različitih varijabli na konačni rezultat. Na kraju procesa vrednovanja, menadžeri bi trebalo da budu u mogućnosti da odgovore na sledeća pitanja:

- ✓ Kako će alternativne strategije uticati na stvaranje vrednosti za akcionare?
- ✓ Koja strategija će verovatno da stvori najveću vrednost?
- ✓ Za izabrane strategije, koliko je osetljiva vrednost na interne i eksterne faktore poslovanja koji nisu razmatrani u najverovatnijem scenariju?

Na nivou kompanije u celini, proces vrednovanja različitih poslovnih strategija treba da pruži odgovor na sledeća pitanja:

- ✓ Koje poslovne jedinice u korporativnom portfoliju kreiraju najveću vrednost za akcionare?
- ✓ Koje poslovne jedinice imaju ograničeni potencijal kreiranja vrednosti i koje bi samim tim trebalo da budu kandidati za gašenje ili prodaju?
- ✓ Koja kombinacija strategija će generisati najveću ukupnu vrednost?
- ✓ Koje poslovne jedinice su generatori gotovine, a koje troše gotovinu?
- ✓ U kom stepenu kompanija može da finansira svoje predložene strategije iz internih izvora, a koliko dodatnog sopstvenog ili pozajmljenog kapitala mora da obezbedi?

Uspešna implementacija ovog modela znači da je menadžment prihvatio sledeće principe vrednosti za akcionare:

- ✓ vrednost se stvara na dugi rok a rizik poslovanja je prilagođen performansama novčanih tokova, a ne kratkoročnim zaradama, i
- ✓ svaki rast ne stvara vrednost.

Kao zaključak, Rappaportov model pruža okvir za kreiranje vrednosti restrukturiranjem, investiranjem i finansiranjem. Prednost ovog modela je što se zasniva na Porterovom lancu vrednosti i prikazuje vezu između svakodnevnih odluka menadžmenta i osnovnih faktora,



odnosno pokretača vrednosti. Osim toga, model je i metodološki prihvatljiv u smislu zasnivanja ostvarene vrednosti kapitala na diskontovanim neto novčanim tokovima. Kao takav, delovi ovog modela su konceptualno iskorišćeni za definisanje integralnog modela restrukturiranja putem upravljanja faktorima vrednosti koji je prikazan u trećem delu ovog rada.

## **ZAKLJUČAK**

U ovom delu rada, analizirana su četiri modela koji se bave procesom kreiranja vrednosti i definisanjem konceptualnog okvira koji je neophodan za identifikovanje faktora koji utiču na proces stvaranje vrednosti u jednoj kompaniji. Cilj je da se kroz proces restrukturiranja u okviru aktivnosti poslovanja, finansiranja i investiranja nađe način da se poveća vrednost preduzeća. Pomenuti modeli pomažu u procesu razumevanja na koji način i upravljanjem kojim faktorima se vrednost za akcionare može povećati. Shodno tome, kada u ovom radu pominjemo pojam stvorene vrednosti u finansijskom smislu, on se odnosi na razliku između stope prinosa na uložena sredstva i cene kapitala, kao što pominju Rappaport i Copeland. Ukoliko pak pojam stvorene vrednosti koristimo u smislu upravljačkih aktivnosti menadžmenta, kao što navodi Porter u svom lancu vrednosti, onda se on odnosi na aktivnosti u procesu restrukturiranja poslovanja, finansiranja, investiranja i upravljanja koje pomažu kreiranju vrednosti na nivou kompanije u celini.

Pri tome, svi navedeni modeli predstavljaju konceptualni okvir za razumevanje faktora vrednosti i načina na koji oni utiču na pojedine finansijske pokazatelje koji su pak, osnovni elementi izračunavanja stvorene vrednosti. Ovde pre svega mislimo na nivo ostvarenog toka gotovine kao i visinu diskontne stope, odnosno ponderisanu prosečnu cenu kapitala, koja odslikava rizik poslovanja i ostvarenja projektovanih tokova gotovine.

Kako bi metodološki jasnije uobličili prezentovane modele, u narednom delu rada su predstavljeni različiti koncepti procene vrednosti kapitala preduzeća. Od svih navedenih pristupa i metoda, za ovaj rad je relevantan metod diskontovanog neto novčanog toka, koji, osim što je osnova modela kreiranja vrednosti preduzeća koji su predstavljeni u ovom delu rada, predstavlja i konceptualnu osnovu modela restrukturiranja koji je prezentovan u trećem delu rada.

### 3.4 PROCENA VREDNOSTI KAPITALA PREDUZEĆA – TEORIJSKI KONCEPTI I PRIMENA U PRAKSI

U prethodnom delu rada smo se upoznali sa definicijom vrednosti, načinom njenog obračuna, kao i modelima vrednosti koji pružaju konceptualni okvir za razumevanje na koji način i putem kojih faktora se može povećati vrednost kapitala jednog preduzeća. S obzirom na neophodnost restrukturiranja preduzeća pre njihove privatizacije, nameće se pitanje merenja vrednosti njihovog kapitala pre i nakon procesa njihovog restrukturiranja, a u cilju utvrđivanja uspešnosti restrukturiranja. U ovom delu rada ćemo se upoznati sa osnovnom metodologijom procene vrednosti kapitala preduzeća, kako bi definisali način i metodologiju na osnovu koje merimo ostvarenu vrednost kroz proces restrukturiranja.

U načelu, postoje tri generalno prihvaćena pristupa proceni vrednosti kapitala preduzeća koja nisu predmet likvidacije (*Going concern*). To su<sup>63</sup>:

- ✓ Prihodni pristup (*Income approach*)
- ✓ Tržišni pristup (*Market approach*)
- ✓ Troškovni pristup (*Cost approach ili Asset based approach*)

Zaključak procene vrednosti kapitala se obično zasniva na kombinovanju rezultata procena jednog ili više pristupa.

U nastavku rada ćemo detaljnije analizirati svaki od tri pristupa proceni vrednosti kapitala preduzeća.

#### 3.4.1. Prihodni pristup

Prihodni pristup uglavnom podrazumeva dva metoda procene. Prvi metod je metod diskontovanog neto novčanog toka (*Discounted Cash Flow method* ili *DCF metod*) a drugi metod je metod korigovane sadašnje vrednosti (*Adjusted Present Value method*). U literaturi figurira i model ekonomskog profita, koji će takođe biti prikazan u ovom delu rada.

##### 1.1.1.1. Metod diskontovanog neto novčanog toka

Osnovna pretpostavka DCF metoda je da se fer tržišna vrednost kapitala (*Fair Market*

---

63 Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweihls P. Robert, „Valuing a business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies“, fourth edition, *McGraw-Hill*, 2000., str. 45

*Value*) određuje kao sadašnja vrednost budućih tokova gotovine. Pri tome, metodologija procene u obzir uzima (1) projekciju tokova gotovine koja se očekuje u budućnosti, (2) vremenski period realizacije novčanih tokova, kao i (3) rizik koji je povezan sa realizacijom tih tokova.

Model diskontovanog neto novčanog toka se može predstaviti na sledeći način<sup>64</sup>:

$$PV = r_1/(1 + d) + r_2/(1 + d)^2 + \dots + r_n/(1 + d)^n + [r_n(1 + g)]/[(d - g)/(1 + d)^n], \text{ pri čemu}$$

PV označava sadašnju vrednost,

r = neto novčani tok

d = diskontna stopa,

n = poslednja godina projekcija koja ide u beskonačno, i

g = stopa rasta.

Period projektovanja tokova gotovine se sastoji iz dva dela: prvi deo pokriva period od 3-5 godina i odnosi se na eksplicitnu projekciju poslovanja za taj period, dok se drugi deo odnosi na rezidualni period, koji pokriva godine poslovanja nakon eksplicitne projekcije. Pri tome, eksplicitna projekcija mora da pokriva dovoljno dugačak period vremena da kompanija ostvari dugoročno održivu stopu rasta, stopu investicija i drugih faktora poslovanja. Vrednost novčanog toka u rezidualnom periodu izračunava se primenom odgovarajuće formule, koja nije predmet analize ovog rada.

Primena DCF metoda zahteva preciznu i temeljnu analizu prihoda, troškova poslovanja, plana investicija, planirane strukture kapitala, analizu rezidualne vrednosti, kao i analizu diskontne stope. Svi ovi elementi čine sastavni deo analize poslovanja na osnovu koje se donosi zaključak o proceni vrednosti kapitala preduzeća. Pri tome, svaki od ovih faktora predstavlja i faktore vrednosti o kojima smo pričali u prethodnom delu rada. Kroz upravljanje ovim faktorima, menadžment upravlja finansijskim pokazateljima poslovanja i utiče na visinu kreirane vrednosti za vlasnike kapitala. Svaki od ovih faktora je kraće opisan u nastavku.

*Analiza prihoda* zahteva projekciju poslovnih prihoda u naredne 3 do 5 godina. Ova analiza indirektno podrazumeva da procenitelj razume tržište na kome kompanija posluje, konkurenciju, cenovnu strategiju, uticaj inflacije, instalirane kapacitete proizvodnje, kao i

---

64 Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweihs P. Robert, „Valuing a business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies“, fourth edition, *McGraw-Hill*, 2000., str. 155

ostale faktore koji utiču na delatnost u kojoj preduzeće posluje. Pri tome, Porterov model vrednosti može da posluži u svrhu sagledavanja svih ovih faktora okruženja.

*Analiza troškova* poslovanja podrazumeva analizu fiksnih i varijabilnih troškova, kao i svih elemenata troškova poslovanja, kako bi se utvrdila njihova visina u projektovanom periodu.

*Plan investicija* zahteva razumevanje i analizu kapitalnih investicija i investicija u trajna obrtna sredstva.

*Analiza strukture kapitala* se bavi sadašnjom strukturom kapitala preduzeća, optimalnom strukturom kapitala, cenom različitih komponenti izvora sredstava, faktorima rizika u poslovanju preduzeća, kao i ponderisanom prosečnom cenom kapitala.

*Analiza rezidualne vrednosti* podrazumeva projekciju i razumevanje poslovanja preduzeća nakon eksplicitnog perioda projekcije. Postoji veći broj metoda i formula kako se utvrđuje rezidualna vrednost ali one nisu predmet istraživanja ovog rada.

*Analiza diskontne stope* se zasniva na stopi prinosa koju investitor zahteva na svoj uloženi kapital, kao i proceni rizika poslovanja preduzeća. Diskontna stopa se koristi za diskontovanje očekivanih tokova gotovine u godinama projekcije na njihovu sadašnju vrednost. Ono što je bitno za postupak procene vrednosti je da definicija diskontne stope odgovara definiciji toka gotovine koji je predmet procene. Drugim rečima, diskontna stopa koja predstavlja cenu sopstvenog kapitala (*Cost of equity capital*) treba da se koristi ukoliko se projektovani tok gotovine odnosi na gotovinu koja ostaje akcionarima (*Equity Cash Flow*), dok se ponderisana prosečna cena sopstvenog i pozajmljenog kapitala (*Weighted Average Cost of Capital* ili *WACC*) koristi u slučaju projektovanja toka gotovine koji ostaje i akcionarima i poveriocima (*Debt Free Cash Flow*). Osim toga, analiza diskontne stope se može raditi na nominalnoj (uključuje inflaciju) ili realnoj (isključuje inflaciju) bazi, u zavisnosti od prirode projekcije odgovarajućeg toka gotovine.

Za utvrđivanje ponderisane prosečne cene kapitala (*Weighted Average Cost of Capital* ili *WACC*) u praksi se koristi sledeća formula:

$WACC = r_e * (E / (D + E)) + r_d * (1 - T_c) * (D / (D + E))$ , pri čemu su elementi ove formule sledeći:

- *WACC* – ponderisana prosečna cena kapitala (*Weighted Average Cost of Capital*)

- $r_e$  – cena sopstvenog kapitala (*Cost of equity capital*)
- $E$  – tržišna vrednost sopstvenog kapitala (*Market value of the company's equity*)
- $D$  – tržišna vrednost obaveza preduzeća (*Market value of the company's debt*)
- $r_d$  – cena pozajmljenog kapitala pre oporezivanja (*Pre-tax cost of debt capital*)
- $T_c$  – stopa poreza na dobit preduzeća (*Corporate tax rate*)

Za utvrđivanje cene sopstvenog kapitala (*Cost of equity capital*), u praksi se koristi tzv. CAPM model (*Capital Asset Pricing Model*), sa sledećom formulom:

$r_e = r_f + \beta$  (ERP), pri čemu su njeni elementi sledeći:

- $r_e$  – cena sopstvenog kapitala (*Cost of equity capital*)
- $r_f$  – stopa ulaganja bez rizika (*Risk free rate*)
- beta koeficijent  $\beta$  - indikator rizika poslovanja preduzeća
- ERP – premija rizika (*Equity risk premium*), koja se izračunava kao razlika između stope prinosa na investicije na tržištu kapitala umanjene za stopu ulaganja bez rizika (*Total return on the stock market less  $r_f$* )

Kao rezultat analiza gore navedenih faktora, projektuje se novčani tok za period od 3 do 5 godina. Kao što smo već napomenuli, ovaj novčani tok može da se odnosi na novčani tok prema akcionarima ili novčani tok prema svim davaocima finansiranja (i akcionarima i poveriocima). U oba slučaja, tokovi gotovine mogu biti nominalni (oni koji uključuju očekivanu stopu inflacije) ili realni (oni koji isključuju inflaciju), i mogu se projektovati kao tokovi pre ili nakon oporezivanja.

Nezavisno od načina obračuna tokova gotovine, kako bi se izračunao ukupan slobodni tok gotovine (*Free cash flow*), neophodno je dodati amortizaciju kao trošak koji nije odliv gotovine i oduzeti vrednost investicija (kapitalnih i u trajna obrtna sredstva). Obračun slobodnog toka gotovine je već prikazan u delu rada koji se odnosi na analizu obračuna vrednosti. Kao potsetnik, slobodan tok gotovine se obračunava na sledeći način:

- Rezultat iz poslovanja
- Porez na dobit
- = Poslovna dobit nakon oporezivanja (bez efekta kamata)
- + Trošak amortizacije
- Ulaganje u kapitalne investicije (fiksnu imovinu)

+/- Promene u obrtnom kapitalu  
= Slobodan tok gotovine

Treba napomenuti da se navedeni iznos poslovne dobiti nakon oporezivanja (bez efekta kamata), u trećem delu rada koji se odnosi na metodologiju restrukturiranja označava sa PRUPP (poslovni rezultat umanjen za iznos plaćenog poreza).

Diskontovanjem ovako dobijenog slobodnog toka gotovine, kao i diskontovanjem rezidualne vrednosti, dobija se sadašnja vrednost slobodnog toka gotovine. Zbir ovako dobijenih sadašnjih vrednosti predstavlja vrednost sopstvenog kapitala (u slučaju da se radi o diskontovanju novčanog toka prema akcionarima) ili vrednost investiranog kapitala (u slučaju da se radi o diskontovanju novčanog toka prema svim davaocima finansiranja). U ovom drugom slučaju, kako bi se utvrdila vrednost sopstvenog kapitala, neophodno je od vrednosti investiranog kapitala oduzeti iznos duga, odnosno obaveza prema poveriocima na dan procene.

U zavisnosti od okolnosti i cilja procene vrednosti, ovako dobijena vrednost kapitala preduzeća može biti predmet daljih korekcija, kroz diskonte (umanjenja vrednosti) u slučaju procene manjinskog udela (*Minority interest discount*), kontrolne premije u slučaju procene kontrolnog udela (*Control premiums*), faktore rizike zemlje ulaganja, nedostatak utrživosti (*Marketability discount*), kao i iznos neposlovne aktive i nedostatka obrtnog kapitala<sup>65</sup>.

U svakom slučaju, DCF metod procene vrednosti je opšte prihvaćeni metod procene, koji obuhvata sve aspekte poslovanja jednog preduzeća. Metodologija procene ovim metodom je identična metodologiji obračuna vrednosti, a na njoj se zasnivaju i modeli vrednosti, o kojima je bilo reči u prethodnom delu rada. U osnovi, modeli podrazumevaju da povećanjem tokova gotovine i smanjenjem ponderisane prosečne cene kapitala, preduzeća kreiraju vrednost. Sa aspekta ovog rada, DCF je metod utvrđivanja ostvarene vrednosti u poslovanju kao i analize osnovnih faktora vrednosti. Ovaj metod procene odnosno merenja ostvarene vrednosti će biti i osnova za definisanje modela restrukturiranja u trećem delu rada.

---

65 Pratt, S. P., „Business Valuation, Premiums and Discounts“, *New York: John Wiley & Sons, 2001.*, str. 5

### 1.1.1.2. Metod korigovane sadašnje vrednosti

Metod korigovane sadašnje vrednosti je metodološki sličan metodu diskontovanog neto novčanog toka. Ovaj metod podrazumeva da se vrednost kompanije podeli na vrednost koja se stvara iz tokova gotovine pod pretpostavkom finansiranja samo sopstvenim kapitalom i vrednost koja se stvara usled korišćenja pozajmljenog kapitala – prvenstveno smanjenje poreske osnovice usled plaćanja kamate i uštede koje se ovim mogu postići. Prvi tok gotovine se diskontuje samo cenom sopstvenog kapitala (*Unlevered Cost of Equity*), dok se za drugi tok kao diskontna stopa koristi cena pozajmljenog kapitala (*Cost of Debt*).

Oba toka gotovine se projektuju za eksplicitni period projekcije od 3 do 5 godina, kao i za rezidualni period.

Slično kao u DCF metodu, suma sadašnjih vrednosti toka gotovine iz oba perioda projekcije predstavlja vrednost investiranog kapitala. Kada se od tako dobijene vrednosti oduzme vrednost duga, odnosno iznos pozajmljenih sredstava, dobija se procenjena vrednost sopstvenog kapitala na dan procene. Faktori eventualne korekcije tako dobijene vrednosti su identični kao i u DCF modelu.

### 1.1.1.3. Model ekonomskog profita

Osim gore navedena dva modela, u svrhu procene vrednosti kapitala preduzeća, jedna grupa autora predlaže i tzv. model ekonomskog profita<sup>66</sup>. U modelu ekonomskog profita, vrednost kompanije je jednaka iznosu uloženog kapitala na koji se dodaje premija koja je jednaka sadašnjoj vrednosti iznosa vrednosti koji kompanija stvara svake godine. Ekonomski profit meri vrednost kapitala kreiranu u kompaniji u jednom vremenskom periodu.

Ekonomski profit jednak je razlici između prinosa na investirani kapital i cene kapitala, pomnoženog sa iznosom investiranog kapitala, kao što je prikazano sledećom formulom:

$$\text{Ekonomski profit} = \text{iznos investiranog kapitala} \times (\text{stopa prinosa na investirani kapital} - \text{ponderisana prosečna cena kapitala})$$

Prema ovom modelu, vrednost kompanije je jednaka količini uloženog kapitala, plus

66 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, John Wiley and Sons, Inc. New York, 1996, str. 149

premija ili diskont koji je jednak sadašnjoj vrednosti projektovanog ekonomskog profita, kao što je prikazano sledećom formulom:

$$Vrednost = \text{iznos investiranog kapitala} + \text{sadašnja vrednost ekonomskog profita}$$

Ako je kompanija zaradila stopu prinosa koja je jednaka ponderisanoj prosečnoj ceni kapitala, onda bi diskontovana vrednost njenih projektovanih slobodnih novčanih tokova trebala da bude jednaka uloženom kapitalu. Drugim rečima, kompanija vredi onoliko koliko je prvobitno uloženo. Kompanija vredi više ili manje nego uloženi kapital samo u meri u kojoj su njene stope prinosa na investirani kapital veće ili manje od prosečne ponderisane cene kapitala.

### 3.4.2. Tržišni pristup

Tržišni pristup proceni vrednosti kapitala se bazira na podacima sa tržišta kapitala. Ideja ovog pristupa je da se vrednost kapitala odredi komparacijom preduzeća koje je predmet procene sa (1) sličnim preduzećima koja se kotiraju na berzi (*Capital market approach*) i/ili sa (2) sličnim preduzećima koja su bila predmet kupovine ili prodaje u skorašnjem periodu (*Transactions approach*)<sup>67</sup>.

U oba slučajeva, bira se uzorak odgovarajućih kompanija koje su po poslovnim karakteristikama najbližnje preduzeću čiji je kapital predmet procene. Idealan slučaj su kompanije koje posluju u istoj privrednoj grani, imaju slične proizvode i slične su veličine. Za svaku od ovih kompanija se određuje i analizira set finansijskih pokazatelja, koji se još nazivaju i multiplikatori. Primeri ovih multiplikatora su odnos cene akcija na tržištu i ostvarene dobiti, odnos cene akcija na tržištu i ostvarenog nivoa prodaje, kao i odnos cene akcija na tržištu i knjigovodstvene vrednosti kapitala.

Nakon što se analiziraju gore navedeni multiplikatori za svaku od sličnih kompanija, donosi se zaključak o njihovoj jedinstvenoj vrednosti. Ta vrednost se onda primenjuje na odabrane finansijske pokazatelje preduzeća čiji je kapital predmet procene (ostvarena dobit, nivo prodaje i knjigovodstvena vrednost kapitala) i kao rezultat se dobija projektovana vrednost kapitala tog preduzeća.

Slično kao i u DCF metodu, multiplikatori se mogu odnositi na vrednost sopstvenog

---

67 Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweih P. Robert, „Valuing a business – The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies“, fourth edition, *McGraw-Hill*, 2000., str. 224 i 260



ili vrednost investiranog kapitala, u kom slučaju se vrednost pozajmljenih sredstava, odnosno duga, mora oduzeti kako bi se dobila vrednost sopstvenog kapitala. Tako dobijena procenjena vrednost takođe može biti predmet korekcija, kao i u slučaju DCF metoda.

### **3.4.3. Troškovni pristup**

U osnovi ovog pristupa je procena vrednosti celokupne imovine preduzeća i to obrtne imovine, fiksne imovine, kao i nematerijalne imovine (licence, patenti, trgovinske marke, itd.). Vrednost svake od navedenih kategorija imovine se određuje zasebno, i to shodno metodologiji procene koja je prihvatljiva za svaku kategoriju pojedinačno.

U sledećem koraku procene, ovako dobijene vrednosti se sabiraju kako bi se dobila procenjena vrednost ukupne imovine preduzeća. Od ukupne vrednosti imovine preduzeća oduzima se vrednost duga, odnosno pozajmljenih sredstava kako bi se dobila procenjena vrednost sopstvenog kapitala.

Slabost ovog pristupa je što ne uzima u obzir stopu prinosa koju navedena imovina može da generiše. Upravo zbog toga, ukoliko se pretpostavlja da će preduzeće čiji je kapital predmet procene nastaviti da posluje u budućnosti (*going concern* pretpostavka), osnovni pristupi proceni vrednosti kapitala su prihodni i tržišni, dok se troškovni pristup može koristiti samo u izuzetnim slučajevima.

Na kraju, primenom sva tri gore navedena pristupa, procenitelj donosi konačan zaključak o vrednosti kapitala preduzeća.

Za nastavak ovog rada bitno je razumeti gore navedene koncepte. Naime, pod pretpostavkom da je preduzeću potrebno restrukturiranje, neohodno je utvrditi vrednost njegovog kapitala pre i nakon restrukturiranja, kako bi se utvrdila visina kreirane vrednosti. Za svrhu ovog rada, relevantna je procena vrednosti metodom diskontovanog novčanog toka, s obzirom da, kao što smo i videli u prethodnom delu rada, najveći broj modela koji se bavi kreiranjem vrednosti podrazumeva da je kreirana vrednost proporcionalna visini budućih tokova gotovine diskontovanih odgovarajućom diskontnom stopom.

Osim toga, metodologija obračuna ostvarene vrednosti koja je prezentovana u prethodnom delu rada u potpunosti odgovara metodologiji procene vrednosti kapitala preduzeća metodom diskontovanog neto novčanog toka. Upravo zbog toga, metodologija restrukturiranja u cilju povećanja vrednosti koja je prezentovana u trećem delu rada se zasniva na ovde opisanoj

metodologiji procene kapitala DCF metodom.

Kao zaključak, za svrhu ovog rada, relevantan metod procene vrednosti kapitala je DCF metod upravo zbog toga što na njemu počiva i obračun ostvarene vrednosti koji smo obradili u prethodnom delu rada. DCF pristup je zasnovan na jednostavnom konceptu da ulaganje stvara vrednost, pod uslovom da ostvaruje prinos na investicije iznad prinosa koji se može dobiti na investicije sličnog rizika. Drugim rečima, za dati nivo poslovnog rezultata, kompanija sa većim prinosom na investicije treba da investira manje kapitala i da, zauzvrat, stvara veće tokove gotovine i veću vrednost.

Sumarno, DCF metod, kao što smo već naveli, podrazumeva sledeće:

- ✓ Da je vrednost poslovanja jednaka diskontovanoj vrednosti očekivanih budućih slobodnih novčanih tokova. Slobodan novčani tok jednak je ostvarenom poslovnom rezultatu nakon oporezivanja, plus troškovi koji ne predstavljaju odliv gotovine (amortizacija), minus investicije u obrtna sredstva i fiksnu imovinu. Ovako definisan tok ne uključuje finansijske novčane tokove, kao što su kamata ili dividende.
- ✓ Diskontna stopa za ovako definisan novčani tok odražava cenu svakog pojedinačnog elementa kapitala ponderisanih njihovim relativnim doprinosom ukupnom kapitalu kompanije. Ovako definisana stopa se zove ponderisana prosečna cena kapitala.
- ✓ Projekcija poslovanja se pravi za dva perioda – eksplicitni period projekcije od 3 do 5 godine, kao i rezidualni period koji u obzir uzima poslovanje nakon toga.
- ✓ Vrednost investiranog kapitala je jednak zbiru sadašnjih vrednosti projektovanog novčanog toga u godinama projekcije i rezidualnom periodu.
- ✓ Vrednost duga kompanije jednaka je sadašnjoj vrednosti novčanih tokova koji se odnose na pozajmljeni kapital.
- ✓ Vrednost sopstvenog kapitala preduzeća je jednaka vrednosti investiranog kapitala umanjenog za vrednost duga i korigovanog za iznos neposlovne imovine.

Ovaj postupak vrednovanja je koristan i prihvatljiv jer pomaže u razumevanju osnovnih faktora vrednosti poslovanja jedne kompanije. Kao što smo prilikom analize modela vrednosti videli, postupak procene i modeli vrednosti se međusobno prožimaju. Sam

postupak procene vrednosti, koji podrazumeva i analizu istorijskih performansi i analizu okruženja u kome preduzeće posluje, pomaže u razumevanju osnovnih faktora vrednosti. Definisane pretpostavke DCF metoda zahteva razumevanje privredne grane u kojoj preduzeće posluje, konkurencije, strukture prodaje, strukture troškova, politike investicija i upravljanja obrtnim sredstvima, rizika poslovanja i sl., iz kojih i proizilazi identifikacija osnovnih faktora vrednosti. Upravljanje i fokus na ovim faktorima vrednosti, sa druge strane, za svoju posledicu imaju povećanje slobodnog toka gotovine koji je osnovni element projekcije kod DCF metoda i direktno utiče na iznos procenjene vrednosti kapitala.

## **ZAKLJUČAK**

U ovom delu rada, upoznali smo se sa teorijskim konceptima i iskustvima procesa privatizacije i procesa restrukturiranja, kako u razvijenim, tako i zemljama u razvoju. Privatizacija društvenog i državnog kapitala u zemljama u tranziciji je neophodan korak u celokupnom procesu tranzicije i preduslov stvaranja modernog, tržišnog ambijenta poslovanja. Restrukturiranje takvih preduzeća je neophodno kako bi im se omogućilo da uspešno posluju u novom ambijentu i kako bi se povećala njihova atraktivnost u procesu privatizacije.

Uspešno restrukturiranje podrazumeva aktivnosti u procesu poslovanja, finansiranja i investiranja. Pri tome, uspešnost procesa restrukturiranja se meri visinom kreirane vrednosti kapitala, odnosno razlikom u vrednosti kapitala preduzeća pre i nakon restrukturiranja. Analizom postupka i metodologije procene vrednosti kapitala, kao i četiri modela vrednosti, utvrdili smo da je vrednost kapitala jednaka diskontovanoj vrednosti očekivanih budućih slobodnih novčanih tokova. Pri tome, diskontna stopa za ovako definisan novčani tok odražava cenu svakog pojedinačnog elementa kapitala ponderisanih njihovim relativnim doprinosom ukupnom kapitalu kompanije i zove se ponderisana prosečna cena kapitala. Kako bi uticao na nivo stvorene vrednosti, menadžment mora da poveća iznos slobodnog novčanog toka, smanji ponderisanu prosečnu cenu kapitala ili kombinuje obe strategije istovremeno.

Drugim rečima, u cilju kreiranja vrednosti jedne kompanije, neophodno je definisati i sprovesti strategije koje su usmerene na povećanje neto novčanog toka kroz kombinaciju povećanja prihoda, smanjenja troškova i poboljšanja u obrtu ukupne aktive, s jedne, i smanjenja rizika poslovanja i posledičnog smanjenja cene kapitala, s druge strane.

Kroz detaljnu analizu poslovanja preduzeća putem analize faktora vrednosti stvara se osnova za definisanje procesa i aktivnosti restrukturiranja. Predmet restrukturiranja su aktivnosti koje se odnose i na bilans stanja i na bilans uspeha. Cilj ovih aktivnosti je da se, kroz konsolidaciju elemenata u poslovanju koji imaju najveći uticaj na osnovne faktore vrednosti, maksimizira stvorena vrednost i poveća procenjena vrednost kapitala.

Treba napomenuti da se pomenuti modeli vrednosti i iskustva u restrukturiranju mogu primeniti kako na kompanije u državnom, odnosno društvenom vlasništvu, tako i na privatne kompanije.

Analiza koja je prezentovana u ovom delu rada predstavlja osnov za definisanje metodologije restrukturiranja kroz upravljanje faktorima vrednosti, što je predmet istraživanja u trećoj glavi ovog rada.

Četiri prezentovana modela vrednosti daju konceptualni okvir koji menadžerima treba da posluži da identifikuju osnovne faktore vrednosti putem kojih menadžment može da utiče na visinu ostvarenih slobodnih novčanih tokova. Najvažniji faktori vrednosti koji utiču na visinu slobodnih novčanih tokova su stopa po kojoj kompanija može da povećava svoje prihode i ostvarenu dobit (stopa ostvarenog rezultata iz poslovanja), kao i stopa prinosa na investirani (uloženi) kapital.

Sledeći grafikon slikovito prikazuje odnos svih elemenata koji su navedeni u ovom delu rada a koji se odnose na proces kreiranja i procene ostvarene vrednosti kapitala a koji su osnova za definisanje aktivnosti restrukturiranja i modela koji je prikazan u trećem delu ovog rada.

**Grafikon 10. Prikaz odnosa elemenata koji utiču na proces kreiranja i procene ostvarene vrednosti**



Pod pretpostavkom da je menadžment identifikovao osnovne faktore vrednosti, kao i da je definisao i realizovao program restrukturiranja koji je bio usmeren ka povećanju vrednosti kapitala, sama realizacija stvorene vrednosti u procesu restrukturiranja odvija se na tržištu. U slučaju Srbije, prodaja kapitala državnih i društvenih preduzeća na tržištu se odvija putem dva modela prodaje – tendera i aukcija. U nastavku rada ćemo se detaljnije upoznati sa istorijatom procesa privatizacije u Srbiji i analizirati karakteristike oba modela prodaje društvenog i državnog kapitala, koji su definisani u novom modelu privatizacije u Srbiji od 2001. godine – modelu privatizacije kroz prodaju kapitala.

## **ČETVRTI DEO**

### **MODELI PRIVATIZACIJE, RESTRUKTURIRANJE I PRODAJA KAPITALA PUTEM TENDERA I AUKCIJA**

#### **4. MODELI I REZULTATI PRIVATIZACIJE U ZEMLJAMA CENTRALNE I ISTOČNE EVROPE**

U ovom delu rada ćemo se ukratko upoznati sa modelima i rezultatima privatizacije u zemljama Centralne i Istočne Evrope. Razlog za ovo leži u činjenici da je novi koncept privatizacije u Srbiji, koji podrazumeva prodaju kapitala državnih i društvenih preduzeća putem javnih tendera i aukcija, nastao na osnovu pažljive analize modela privatizacije koji su se do 2001. godine primenjivali u ostalim zemljama Centralne i Istočne Evrope. Osim toga, ukratko ćemo i analizirati modele i rezultate privatizacije u Srbiji do 2001. godine, kako bi razumeli pozadinu izbora i definisanja novog koncepta privatizacije u 2001. godini, kao i potvrdili treću hipotezu koja je predmet istraživanja ovog rada.

Treba napomenuti da se kreiranje vrednosti u procesu restrukturiranja ne završava samim procesom restrukturiranja. Naime, vrednost kapitala koja se kreira u procesu restrukturiranja se valorizuje na tržištu i upravo zbog toga je izbor pravog metoda prodaje kapitala, nakon završenog procesa restrukturiranja, izuzetno važno. Stoga su predmet analize ovog dela rada javni tenderi i javne aukcije kako konkurentni metodi prodaje kapitala društvenih preduzeća putem kojih treba da se valorizuje vrednost kapitala koja je kreirana procesom restrukturiranja.

Osnovne pouke koje se mogu izvući iz iskustava u privatizaciji zemalja Centralne i Istočne Evrope je da ne postoji čist model transformacije, da se ona ne može sprovesti preko noći, i da je to veoma složen i osetljiv proces.

U praksi se razlikuju četiri osnovna čista modela privatizacije: reprivatizacija (denacionalizacija), prodaja, besplatna podela, kao i akcionarstvo zaposlenih.

Reprivatizacija kao oblik privatizacije obuhvata vraćanje svojine nad državnim ili društvenim preduzećima i drugom imovinom bivšim vlasnicima ili njihovim naslednicima.

Povraćaj može biti u obliku naturalne restitucije (vraćanje imovine, odnosno preduzeća u svojini), suvlasništva na datom preduzeću ili imovini, u obliku kompenzacije u vidu suvlasništva na nekom drugom preduzeću ili imovini i, konačno, u obliku državnih obveznica ili novca. Iako se reprivatizacija u istočnoevropskim zemljama vrši iz drugih razloga (moralni, kredibilitet države), ipak je njen sporedni efekat privatizacija društvenog ili državnog kapitala.

Prodaja kao model privatizacije se može sprovesti prodajom spoljnim investitorima i prodajom unutrašnjim investitorima.

Prodaja spoljnim investitorima u prvoj varijanti podrazumeva da preduzeće sa društvenim ili državnim kapitalom samoinicijativno krene u privatizaciju na način da sprovede korporatizaciju, a zatim da izdate akcije ponudi na prodaju zainteresovanim investitorima. U drugoj varijanti inicijativu pokreće država i ista obuhvata prvo procenu vrednosti preduzeća u društvenom ili državnom vlasništvu od strane ovlašćenih državnih organa i, drugo, prodaju kapitala preduzeća po procenjenoj vrednosti.

Prodaja unutrašnjim investitorima je model u kome su u povlašćenom položaju zaposleni u preduzeću koje je predmet privatizacije. Povlastice se daju sa ciljem sprečavanja otpora zaposlenih u procesu privatizacije. Ovaj model podrazumeva prodaju akcija preduzeća radnicima, a najčešće se sprovodi na kombinovani način, tako što se jedan deo akcija deli besplatno zaposlenima, dok im se drugi deo prodaje putem aukcije, tako da akcije dobijaju oni koji za njih ponude najvišu cenu.

Model prodaje se bazira na prodaji društvenih i državnih preduzeća pomoću više varijanti prodaje od koje su značajne javna prodaja akcija, prodaja i iznajmljivanje preduzeća, privatna prodaja akcija, i prodaja zaposlenima<sup>68</sup>.

Najčešće korišćen metod privatizacije u tržišnim privredama je javna prodaja akcija i dostupna je svim potencijalnim investitorima. Javna ponuda za prodaju akcija državnih firmi je svakako dobra u zemljama gde je razvijeno tržište kapitala i gde postoje institucije za promet hartija od vrednosti. Celokupni kapital preduzeća koji se iskazuje u akcijama prodaje se na primarnom tržištu ili na sekundarnom tržištu (državne akcije).

Najstariji metod privatizacije je prodaja državnog preduzeća privatnim licima. Ta tehnika korišćena je i koristi se i dalje u razvijenom delu sveta, kao i u zemljama u razvoju. Najpoznatiji primer je privatizacija u Velikoj Britaniji tokom 1980-tih godina, koja je pokrenula i talas privatizacije u celom svetu.

Dva su osnovna metoda prodaje: javni upis akcija i direktna prodaja najpovoljnijem ponuđaču. Kod prvog, država fiksira cenu akcije i nudi ih na prodaju zainteresovanim, bilo privatnim licima, bilo institucionalnim investitorima. Kod drugog, država organizuje

---

68 Grupa autora, „Strategija transformacije velikih preduzeća u uslovima globalizacije“, *Ekonomski fakultet*, Beograd, 1999., str. 137



prikupljanje ponuda na konkurentski način (tenderi) ili neposredno pregovara sa zainteresovanim investitorima. Moguća je i kombinacija ova dva metoda prodaje.

Prodaja je praktično jedini primenjen metod privatizacije u razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Ponekad se odstupa od metoda prodaje po punoj ceni, jer vlade, kao britanska svojevremeno, teže širenju akcionarstva i jačanju srednjeg sloja, pa organizuju javni upis akcija sa nižim cenama od tržišnih ukoliko ih kupuju građani. Ideja je da se popustima obezbede kapitalni dobici kupaca-građana i da se oni podstaknu na upis.

U praksi zemalja u tranziciji, kod kojih je model prodaje pokazao izuzetne rezultate (Latvija, Estonija, Poljska, u kasnijim fazama privatizacije Mađarska, Češka, i Slovačka, prevashodno su korišćeni metodi tenderske i aukcijske prodaje. Oba metoda prihvaćena su od najvećeg broja međunarodnih finansijskih institucija koje učestvuju u finansiranju projekata privatizacije.

U zemljama u tranziciji, privatizaciju kroz prodaju najdoslednije su koristile Nemačka, Mađarska i Estonija. Ukoliko je za istočnonemačku privatizaciju jasno zašto je isključivo bila oslonjena na prodaju, interesantno je pogledati razloge Mađarske i Estonije: u obe zemlje je prevagnulo shvatanje da se dobro upravljanje privatizovanim preduzećima može ostvariti jedino ako se ona prodaju, a ne i ukoliko se besplatno podele građanima ili delimično besplatno zaposlenima.

Reformska estonska vlada čak je angažovala stručnjake nemačke privatizacione agencije Trijhand u koncepcijskim i tehničkim poslovima, uz veliko oslanjanje na međunarodne tendere.

Poklon kao model privatizacije predstavlja rešenje problema koji se javljaju kod sprovođenja procesa privatizacije putem prodaje, a problemi su: nedostatak domaćeg kapitala, slaba zainteresovanost inostranih investitora za kupovinu najvećeg broja domaćih preduzeća, nepravednost i sporost.

Model poklona se sprovodi tako što se vrši besplatna podela akcija preduzeća koja su predmet privatizacije svim punoletnim građanima, a pre njegove realizacije vrši renacionalizacija i korporatizacija preduzeća. Podela akcija se vrši posredno putem vaučera.

Naime, potreba za privatizacijom velikog broja preduzeća u zemljama u tranziciji pokrenula je oko 1990. godine potragu za inovativnim pristupom i pronađena je vaučerska privatizacija, koja se zasniva na besplatnoj podeli specijalnog privatizacionog novca (vaučeri) građanima, kojima oni kupuju akcije preduzeća.

Vaučeri mogu da se daju građanima ili u jednakom ili u nejednakom iznosu, a prema godinama starosti ili radnog staža i nekim drugim karakteristikama. Vaučerska privatizacija može biti organizovana centralizovano, za veći broj preduzeća odjednom (češki sistem) ili decentralizovano, za svako preduzeće pojedinačno (ruski sistem).

Sprovođenje ovog modela nije jednostavno i vrši se u više etapa. U prvoj se obavlja podela određenog broja vaučera, koji predstavljaju idealno jednaki deo nacionalnog bogatstva, svakom punoletnom građaninu. U drugoj etapi se vrši prodaja akcija preduzeća koja su predmet privatizacije za vaučere, a prodaja se vrši putem licitacije, s tim da građani imaju podjednaku količinu „privatizacionog novca“, uz otvorenu mogućnost trgovine vaučerima na sekundarnom tržištu. Navedeno omogućava da pojedini građani prodaju svoje vaučere za gotovinu, stvarajući drugima mogućnost da se za kupovinu akcija konkretnih preduzeća pojave sa većom količinom „privatizacionog novca“, čime se omogućava veća koncentracija vlasništva.

Najpoznatije vaučerske privatizacije su češka, slovačka i ruska, a delom su joj pribegle Poljska, Litvanija, Letonija, Slovenija, kao i centralnoazijske republike (Jermenija, Kazahstan, Kirgizija). Češka privatizacija je bila centralizovana, pri čemu je država istovremeno prodavala veliki broj preduzeća koristeći iterativnu tehniku promene cena. Pošto su vaučeri bili neprenosivi među građanima, formirano je više investicionih fondova koji su akumulirali vaučere građana i kupovali akcije preduzeća. U Češkoj je vaučerska privatizacija navođena kao razlog nedostatka restrukturiranja i niske stope rasta, a oštro je kritikovan i privatizacioni program u Rusiji<sup>69</sup>. Vaučerska privatizacija u Češkoj bila je dobro osmišljena, ali su bili slabi njeni efekti na korporativno upravljanje preduzećima i restrukturiranje preduzeća.

U Rusiji je vaučerska privatizacija bila decentralizovana, a vaučeri prenosivi. Ipak, kupoprodaja vaučera je bila skromna, a većina je investirana u preduzeća u kojima su vlasnici vaučera bili zaposleni.

Iskustvo Poljske je interesantno zbog toga što je, iako vaučeri vode poreklo iz Poljske,

---

69 Grupa autora (Icak Goldberg), „Strategija reformi“, *Centar za liberalno demokratske studije*, Beograd, 2003., str. 342

vaučerski program bio nekoliko godina zaustavljen u parlamentarnoj proceduri pre nego što je usvojen. Kada je konačno usvojen, obim programa bio je manji nego što je prvobitno bilo planirano i njegov uticaj na privredu je bio u celini ograničen. Bez obzira na to, u Poljskoj je ostvaren privredni rast, pre svega zahvaljujući razvoju malih preduzeća, što je u Poljskoj bilo lakše ostvarivo nego u Srbiji, delimično i usled prekogranične trgovine sa dva velika tržišta, Nemačkom i Rusijom. Ostale odlike privatizacije u Poljskoj bile su raščišćavanje dugova preduzeća putem jedinica za raščišćavanje dugova u komercijalnim bankama, kao i privatizacija putem stečaja neprofitabilnih preduzeća.

U Mađarskoj je korišćen pristup „od slučaja do slučaja“. Iako u Mađarskoj vaučeri nikada nisu bili prihvaćeni, program privatizacije bio je uspešan, verovatno zbog povoljnijih početnih uslova i otvorenosti za strane investicije.

Prednosti modela poklona je jednakost svih građana u podeli nacionalnog bogatstva, s obzirom da model poklona polazi od pretpostavke da je društvena/državna svojina vlasništvo svih punoletnih građana, te da se njenom podelom po principu jednakog učešća svih ispravljaju dotadašnje nepravde koje se tiču raspodele dohotka od ostvarivanja prava na rad. Pored toga, ovaj model omogućava da se vrlo precizno izvrši individualizacija do tada društvenog/državnog vlasništva na konkretne titulare, čime se realizuje jedan od ključnih ciljeva sprovođenja procesa privatizacije.

Prednost ovog modela je i laka sprovodivost, što proizilazi iz činjenice da se u sprovođenju ovog modela raspolaže dovoljnom količinom „kapitala“ za dovođenje procesa privatizacije do kraja, jer je ukupno društveno/državno vlasništvo namenjeno privatizaciji po ovom modelu raspodeljeno građanima kroz vaučere, te brzina sprovođenja privatizacije zavisi od sposobnosti dobrog organizovanja druge etape u realizaciji ovog modela, odnosno brzinom zamene vaučera za akcije konkretnog preduzeća.

Sledeća prednost ovog modela je minimalna uloga države u njegovoj primeni, koja se svodi na određivanje preduzeća koja će biti predmet privatizacije po ovom modelu. Najčešće se, međutim, po ovom modelu ne privatizuju sva preduzeća. Za neka preduzeća, odnosno za delove nekih preduzeća, postoji visoka zainteresovanost za njihovu kupovinu i ista se najčešće prodaju stranim investitorima. Navedena kombinacija modela prodaje i modela poklona u sprovođenju privatizacije u jednoj privredi potrebna je zbog težnje za dokapitalizacijom državnih fondova koja se može izvršiti samo na bazi prihoda od prodaje, s obzirom da se realizacijom poklona ne ostvaruju gotovo nikakvi prihodi. Uz

ovo, uloga države u sprovođenju ovog modela obuhvata i administrativni deo, koji se sastoji u izdavanju vaučera i posredničke uloge u njihovom prometu.

Kao prednost ovog modela je i odsustvo potrebe za realnom procenom vrednosti preduzeća. Akcije preduzeća se prodaju na aukciji po klasičnom principu koji podrazumeva da akcije dobijaju oni građani koji za njih ponude najvišu cenu. Pored toga, prednost ovog modela se ogleda i u tome što je u njegovoj primeni moguć minimalan stepen malverzacija, koja je izuzetno značajna, pogotovo kada se ima u vidu velika mogućnost zloupotreba kada se privatizacija sprovodi primenom modela prodaje.

Pored prednosti, model poklona/vaučera ima i svoje nedostatke. Glavni među njima je visoka disperzija vlasništva i, s tim u vezi, loše upravljanje koje iz toga proističe. Naime, svaki građanin raspolaže veoma malim delom imovine preduzeća, te kao posledica toga ne dolazi do visokog stepena želje da se aktivno uzme učešće u upravljanju preduzećem. Čak i da postoji želja za aktivnim učešćem u upravljanju poslovanjem preduzeća, pojedinačni vlasnik nije u stanju da nametne svoju volju, s obzirom da ne raspolaže adekvatnom snagom za to. Tako se dešava da preduzećem, nakon sprovedenog modela privatizacije putem poklona, upravljaju menadžeri koji pre svega vode računa o svojim interesima, jer vlasnici nisu zainteresovani, niti imaju mogućnosti da nametnu svoje interese kao primarne.

Sledeća mana ovog modela je finansijske prirode i vezana je za činjenicu da se primenom modela poklona ne ostvaruju nikakvi prihodi za državu. Jedina sredstva koja se prikupe tokom sprovođenja ovog modela su takse kojima se pokrivaju troškovi njegove realizacije. Pored navedenog, primena ovog modela stvara opasnost od nastanka inflacije u privredi koja ga koristi, a javlja se kao posledica trgovine dobijenim akcijama na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti. Ako se kao kupci ovih akcija javljaju strani investitori, dolazi do povećanja platežno sposobne tražnje na domaćem tržištu, koju ne prati adekvatan porast proizvodnje, čime se stvaraju uslovi za rast cena.

Mana ovog modela je i neobaveznost realne procene vrednosti preduzeća, što dovodi do toga da vlasnici vaučera imaju dilemu za akcije kojeg preduzeća da ih zamene. Vlasnicima vaučera se ne nude akcije velikog broja preduzeća, a istovremeno im se nude informacije o trenutnom stanju u njima, odnosno o perspektivama njihovog razvoja.

Krajem 1990-ih, rezultati vaučerske privatizacije postali su jasniji i uticali su na preporuke koje je međunarodna zajednica upućivala kasnijim reformatorima kao što je

Srbija. Postignut je novi konsenzus da su vaučeri i investicioni fondovi, iako atraktivni kao koncepcija, retko uspešni u praksi.

Razlog za to je što su oni su administrativno komplikovani, njihovo korišćenje dovodi do zloupotrebe, lošeg korporativnog upravljanja, a prinos investicija za prosečnog vlasnika vaučera je nizak ili ravan nuli. Sada se stiče utisak da je, iako je masovna privatizacija dovela do promene formalnog vlasništva, postojeća uprava preduzeća ostala na svojim mestima i da su veze preduzeća sa državnim vlastima putem subvencija, poreza i docnji u plaćanju troškova energije ostale nepromenjene.

U praksi su posle raspada Sovjetskog Saveza u tranzicionim procesima dominirala dva modela: masovna vaučerska privatizacija i prodaja većinskog paketa akcija investitorima pod dominantnim uticajem države.

Preduzeće koje ne može ili ne želi da se privatizuje putem izdavanja akcija, može izvršiti privatizaciju prodajom celokupne imovine ili prodajom jednog dela imovine. Druge alternative su davanje poslovnog sistema u zakup, primenom franšizinga, lizinga ili davanje koncesija. Rasprodaja imovine preduzeća praktično znači njegovu likvidaciju, što je u nekim slučajevima jedini način da se spasi bar nešto od ugrožene imovine.

Prodaja zaposlenima i menadžerima primenjuje se na zapadu i pošto u većini slučajeva zaposleni i menadžeri nisu finansijski u mogućnosti da otkupe poslovni sistem, stvara se poverenički fond koji uzima komercijalni kredit, a nad imovinom preduzeća se uspostavlja hipoteka.

Akcionarstvo zaposlenih podrazumeva znatne popuste na cenu akcija (ili delimično besplatnu podelu) menadžerima i/ili zaposlenima u preduzećima koja se privatizuju. Ona tako predstavlja kombinaciju prodaje i besplatne podele, ali s tim da su beneficije podele ograničene na zaposlene u datom preduzeću. Odloženo plaćanje je uobičajeno, kako bi se savladao problem nedovoljne kupovne moći zaposlenih. Akcionarstvo zaposlenih bilo je popularno na području bivše Jugoslavije, kao politički najbezbolniji način prelaska iz samoupravne u privatnu privredu. Najbezbolniji zato što akcionarstvo zaposlenih najmanje menja tip kontrole nad preduzećem: ona ostaje u rukama zaposlenih, bar u kratkom i srednjem roku. Stoga su joj pribegle Slovenija, Hrvatska, Srbija i Makedonija.

Poljska je, polazeći od socijalističke tržišne privrede, takođe jednim delom koristila akcionarstvo zaposlenih. Rusija je, kako smo videli, krenula od sasvim drugog modela

privatizacije, ali je, zbog tehničkih rešenja, završila u znatnoj meri sa akcionarstvom zaposlenih, pri čemu je menadžerski sloj uspeo da u mnogim preduzećima postane dominantan vlasnik. Rumunija i Slovačka su takođe delimično pribegle ovom modelu.

U izboru između dva osnovna modela, besplatne podele kapitala i prodaje kapitala, Srbija se 2001. godine opredelila za model prodaje, prevashodno zbog negativnih iskustava sa modelima vaučerizacije i besplatne podele kapitala u zemljama Centralne i Istočne Evrope.

Prva iskustva pokazuju da je tranzicija znatno složenija nego što se očekivalo, odnosno došlo je do brojnih nedoumica i poremećaja izraženih kroz pad proizvodnje, gubitak imovine i porast nezaposlenosti, mada se očekivalo nešto sasvim drugo. Slične slabosti su se ispoljile u skoro svim zemljama koje su prošle kroz proces tranzicije.

Naime, teškoće koje su se u procesu tranzicije pojavile, dovele su u većini bivših socijalističkih zemalja do pada društvenog bruto proizvoda i do još većeg pada industrijske proizvodnje. Došlo je do porasta nezaposlenosti i oštrog socijalnog raslojavanja, što je izazvalo nezadovoljstvo stanovništva prema tranziciji i prema pojedinim državnim organima koje su je sprovodile. Uzrok tome je da je prelazak sa državno-ekonomskog sistema na neizgrađeni tržišni uticaj stvorio vakuum u kojem je privreda prepuštena delovanju neplaniranih uticaja. Međutim, tranzicija se može sprovesti i bez privrednih potresa, što se potvrđuje na primeru kineske reforme, tranziciji privrede u Čileu, kao i još nekim zemljama. Kina je smišljenim merama poštedela privredu od pomenutih poremećaja i uspela da u procesu smanjenja državne intervencije i uspostavljanja tržišnog sistema, postigne veoma zapažene stope privrednog rasta, da poveća trgovinsku razmenu, i pojača devizne rezerve zemlje<sup>70</sup>.

Danas postaje sve više jasno da je početak tranzicije započeo u veoma nepovoljnim uslovima u kojima su se tada nalazile bivše socijalističke zemlje. Drugim rečima, poremećaji kod zemalja u tranziciji su prevashodno rezultat njihove nepripremljenosti, u smislu da su izostale pripreme u institucionalnoj bazi, neophodne promene u monetarno-finansijskom sistemu i dr.

U strategijskom pristupu ovom problemu, iskristalisala su se dva mišljenja. Po prvom, mere tranzicije bi trebalo sprovesti brzo i odjednom, dok po drugom postepeno i od

---

70 Grupa autora, „Ekonomski odnosi sa inostranstvom i tranzicija jugoslovenske privrede“, *Naučno društvo ekonomista Jugoslavije*, 1998., str. 519-520

sektora do sektora. Nema sumnje da će svaka zemlja koja stupa na put tranzicije prihvatiti istovremeno i određene uslove tranzicije. Ako prihvati metod brze, biće više zavisna od spoljnih izvora finansiranja, u protivnom, teret pada na domaće stanovništvo.

Prvi model tranzicije primenjen u većini zemalja koje su ušle u ovaj proces, predviđa da svaka od njih na relativno brz način uspostavi tržište u celini, a zatim i posebna tržišta kapitala i investicija, adekvatan mehanizam funkcionisanja ovih tržišta, kao i da uspostavi odgovarajuće institucije.

Češka, Mađarska i Slovačka su se opredelile za tzv. brzu privatizaciju, dok su se Rusija, Rumunija, Moldavija i Bugarska opredelile za sporiju i selektivnu privatizaciju.

U nastavku rada ćemo se detaljnije upoznati sa procesom i rezultatima privatizacije u Srbiji do 2001. godine, odnosno sa fazama procesa privatizacije do 2001. godine, sa zakonskom regulativom koja je pratila pojedine faze i ostvarenim rezultatima po Zakonu o društvenom kapitalu, Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine i, što je najvažnije, po Zakonu o svojinskoj transformaciji.

Treća hipoteza ovog rada se odnosi na potvrdu da li je model prodaje kompanija najefikasniji model realizacije vrednosti u procesu privatizacije u uslovima zakasnele tranzicije. Upravo analiza koja sledi će nam, zajedno sa analizom rezultata privatizacije shodno novom konceptu, koja je prikazana u poslednjem delu ovog rada, omogućiti da povrdimo ovu hipotezu.

#### **4.1 PRIVATIZACIJA U SRBIJI DO 2001. GODINE**

Tranzicija u SFRJ počela je 1989. godine. Do te godine, u Srbiji, kao delu SFRJ, nije postojala mogućnost osnivanja privatnih preduzeća. Preduzeća su bila u društvenom vlasništvu, a kolektivno vlasništvo tog tipa imalo je za posledicu da menadžment kompanija nije vodio računa o profitabilnosti.

U Srbiji, kao i u drugim zemljama Centralne i Istočne Evrope, krajem osamdesetih godina prošlog veka dolazi do društvenopolitičkih reformi kojima se omogućava osnivanje privatnih kompanija. Pripreme za transformaciju preduzeća kao dela procesa ekonomske tranzicije u Srbiji započele su donošenjem Zakona o hartijama od vrednosti 1989. godine, čija je suština bila isplata plata u akcijama. Transformacija preduzeća počela je 1990. godine

donošenjem Zakona o društvenom kapitalu, koji je dao tehnička rešenja za otpočinjanje privatizacije. Takođe, te godine se usvaja i Zakon o svojinskoj transformaciji, kojim se, po prvi put posle Drugog svetskog rata, u Srbiji omogućava društvenim preduzećima da se transformišu u akcionarska društva u mešovitom privatno-društvenom vlasništvu.

Pre sada važećeg zakona, privatizacija u Srbiji od 1989. godine odvijala se po tri zakona: Zakona o društvenom kapitalu („Službeni list SFRJ“, br. 84/89 i 46/90), Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine („Službeni glasnik RS“, br. 48/91, 75/91, 48/94 i 51/94), i Zakona o svojinskoj transformaciji („Službeni glasnik RS“, br. 32/97).

Na odluku da se pristupi svojinskoj transformaciji uticali su kako faktori iz okruženja, tako i oni unutrašnji.

U neposrednom okruženju došlo je do toga da su bivše socijalističke države, među njima i bivše republike SFRJ, pristupile kako privatizaciji državnih odnosno društvenih preduzeća, tako i transformaciji istih u društva kapitala. Primera radi, Rusija je to učinila Zakonom o privatizaciji 1991. godine i Predsedničkim dekretom o obaveznoj transformaciji velikih državnih preduzeća 1992. godine; Bugarska je to učinila Zakonom o privatizaciji 1992. godine koji je obavezan za većinu državnih preduzeća; Poljska Zakonom o privatizaciji 1991. godine; Rumunija Zakonom o privatizaciji 1991. godine koji je obavezan za sva državna preduzeća; Ukrajina Zakonom o privatizaciji imovine državnih preduzeća 1992. godine, a slično se desilo i u ostalim zemljama Centralne i Istočne Evrope. Ovakvi procesi u okruženju nisu mogli da ostanu bez uticaja i na našu zemlju.

Sa druge strane, jedan od unutrašnjih činioca koji je uticao na odluku da se pristupi svojinskoj transformaciji je i spontano jačanje privatnog kapitala koji pokazuje svoju prednost u odnosu na društveni i državni kapital. Osim toga, u privatni sektor ulaze i pojedinci iz vladajuće strukture, pa sa tih pozicija pokazuju veći interes za privatizacijom. Konačno, od značaja je i deo unutrašnjeg javnog mnjenja koji vrši pritisak na vlast da privredni sistem dovede u sklad sa privrednim sistemima u okruženju.

Promena vlasništva u državnoj/društvenoj imovini (kapitalu), odnosno proces privatizacije u Srbiji, može se podeliti u više faza:

1. Prvu fazu (1990.-1991.) karakteriše Zakon o društvenom kapitalu, koji je bio veoma liberalan, a proces privatizacije je bio decentralizovan, dok je uloga države skoro eliminisana.



2. Druga faza (1991.-1994.) se odvijala na osnovu Republičkog zakona o uslovima i postupku transformacije društvene u druge oblike svojine, prema kome su iz privatizacije bila isključena preduzeća od strateškog značaja koja su u međuvremenu bila podržavljena.
3. U trećoj fazi (1994.-1997.) je, praktično, poništena celokupna dotadašnja privatizacija. Negde oko 500 preduzeća koja su proces privatizacije započela do 1994. godine je zatražilo zaštitu pred tadašnjim Privrednim sudom, a učešće akcionarskog dela kapitala u privredi svedeno je sa 43% na svega 3%.
4. Četvrta faza (1997.-2001.) je poznata po Zakonu o svojinskoj transformaciji, Zakonu o Akcijskom fondu, Uredbi o listi preduzeća koja se privatizuju po posebnom programu, Uredbi o ovlašćenim proceniteljima, kao i Uredbi o tarifama. Po prvi put bilo je moguće da se veći deo kapitala (60%) besplatno podeli. Sprovedenje privatizacije je u najvećoj meri bilo u nadležnosti samih preduzeća, ali država nije bila spremna da privatizaciju dovede do kraja.
5. Peta faza (od 2001. do danas) je karakteristična po donošenju Zakona o privatizaciji, Zakona o Agenciji za privatizaciju, Zakona o Akcijskom fondu i pratećih uredbi. Osnova važećeg zakona ispoljava se u odlučnosti države da se privatizacija sprovede do kraja. Pri tome, privatizacija po ovom zakonu favorizuje prodaju vlasničkih paketa, koncentraciju vlasništva i samim tim efikasniju korporativnu kontrolu. Istovremeno se otvara pitanje zaštite interesa manjinskih akcionara, zato što ovim zakonom nije obezbeđen adekvatni nivo te zaštite<sup>71</sup>.

Proces stvaranja racionalne strukture vlasništva u Srbiji prošao je kroz nekoliko faza, od kojih su najvažnije sledeće:

- ✓ prva faza je faza koegzistencije i podrazumeva mogućnost paralelnog postojanja privatne i društvene svojine bez njihovog mešanja;
- ✓ druga faza je faza kooperacije i podrazumeva stvaranje institucionalnih uslova za paralelno postojanje i mešanje privatne i društvene svojine; i
- ✓ treća faza podrazumeva kreiranje institucionalnih uslova za transformaciju društvene svojine u druge oblike svojine<sup>72</sup>.

71 Stojan M. Miladinović, *Ekonomski anali*, Ekonomski fakultet, Beograd, april 2006., str. 136

72 D. Đurićin, M. Zec, B. Mijatović, „Privatization in Serbia“, *Ekonomski fakultet*, Beograd, Filozofski fakultet, Beograd, 1995., str. 71

#### 4.1.1 PEOVLADUJUĆI MODEL

Metodi privatizacije koji su korišćeni u Srbiji do 2001. godine su interna privatizacija, eksterna privatizacija, kao i besplatna distribucija (podela) akcija građanima. Pri tome, primat su imali modeli besplatne distribucije kapitala zaposlenima, penzionerima i građanima, što je dovelo do niskih budžetskih prihoda.

Interna privatizacija predstavlja prodaju akcija po veoma niskim cenama ili besplatno ustupanje akcija preduzeća radnicima kojima u njemu rade ili su radili. Prodaja akcija se vrši uz određeni popust ili kroz raspodelu akcija, a određuje se na bazi radnog staža, visini plate i dr. Besplatna podela akcija se često kombinuje sa njihovom prodajom.

Pod internom privatizacijom podrazumeva se i model ESOP (*Employee Stock Ownership Plan*) – plan akcionarstva zaposlenih, shodno kome zaposleni formiraju fond kome poslovne banke daju kredit do visine vrednosti preduzeća. Navedeni kredit radnici otplaćuju, i u srazmeri prema otplaćenom delu kredita dobijaju akcije. Potpunom otplatom kredita radnik postaje vlasnik svog dela akcija. U zavisnosti od usvojenih i unapred dogovorenih pravila, radnik može da proda akcije preduzeću ili bilo kom drugom kupcu, ili one ostaju u portfelju preduzeća do njegovog odlaska u penziju.

Interna privatizacija se veoma lako sprovodi, popularna je među zaposlenima u uspešnim preduzećima i predstavlja spontani proces jer do privatizacije dolazi voljom zaposlenih bez državnog uticaja. Međutim, kod interne privatizacije postoji mogućnost manipulacije radnicima od strane direktora ili lica koja kontrolišu preduzeće, kao i mogućnost namernog stvaranja gubitka preduzeća, čime se smanjuje njihova vrednost, a samim tim i vrednost koju treba platiti u procesu privatizacije. Korišćenjem ovog modela ostvaruju se izuzetno mali budžetski prihodi i isti predstavlja privilegiju zaposlenih radnika u uspešnim preduzećima u odnosu na radnike koji su zaposleni u neuspešnim firmama i radnike u društvenim delatnostima i javnim službama.

Eksterna privatizacija podrazumeva prodaju akcija na javnim licitacijama na kojima mogu učestvovati svi građani iz zemlje i inostranstva. Akcije se prodaju onima koji ponude najvišu cenu.

Eksterna privatizacija obezbeđuje visoke budžetske prihode, kao i devizne prihode, efikasnije poslovanje i savremeni menadžment ako se radi o stranim investitorima, kao i optimalnu alokaciju akcija koja je izvršena na ekonomskim principima. Nedostaci

eksterne privatizacije su problemi kod određivanja cena akcija koji se javljaju zbog nepostojanja tržišta kapitala u zemljama u tranziciji. Osim toga, postoji opasnost da se veliki procenat akcija proda stranim investitorima čime država može izgubiti kontrolu nad svojom imovinom. Konačno, nedostatak eksterne privatizacije je i nepostojanje institucija i informacija za prodaju akcija po realnoj ceni.

Distribucija (podela) akcija svim građanima se sprovodi prodajom akcija određenog preduzeća po veoma niskim cenama ili njihovim besplatnim ustupanjem svim građanima iznad 18 godina starosti, pri čemu kriterijumi za podelu mogu biti različiti. Nakon dobijanja akcija, svaki građanin može da kupuje i prodaje akcije na tržištu hartija od vrednosti. Ovaj model je jednostavan, obezbeđuje podjednako učešće svih građana u imovini zemlje, i podstiče rad tržišta kapitala. S druge strane, nedostaci su nedostatak budžetskih prihoda, kao i velika disperzija vlasništva koja onemogućava postojanje dominantnog titulara imovine, a što je neophodno za uspešno poslovanje preduzeća. Takođe, sprovođenje ovog modela, ne može da obezbedi potpunu pravednost podele zbog različite vrednosti pojedinih preduzeća čije akcije građani imaju, a ni doprinos pojedinih građana u stvaranju državne imovine nije jednak.

U Srbiji je dominantan model privatizacije do donošenja Zakona o privatizaciji bio model radničkog akcionarstva. Kao što je već spomenuto, proces privatizacije se u Srbiji, u periodu od 1990. godine do 2000. godine odvijao na osnovu tri zakona: Zakona o društvenom kapitalu, Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine, kao i Zakona o svojinskoj transformaciji.

Opšte karakteristike sva tri zakona bile su da je osnov za sticanje prava na akcije bio radni staž u društvenom i državnom sektoru, autonomnost odluke o pokretanju postupka u subjektu koji se transformiše, kao i neoročenost, odnosno neobaveznost postupka.

Prva karakteristika favorizovala je zaposlene i penzionere. Zaposleni su u zavisnosti od dužine radnog staža sticali akcije ili pravo na otplatu po povlašćenim uslovima, tj. sa popustom (po zakonima iz 1991. i 1994. godine) ili besplatno (po zakonu iz 1997. godine).

Druga karakteristika dozvoljavala je subjektu privatizacije da sam odluči da li će ili neće pokrenuti proces. Tako su bolje firme sa kvalitetnijim i odgovornijim menadžmentom iskoristile pogodnosti tih zakona i u velikoj meri se privatizovale. Primeri poznatijih kompanija koje su privatizovane (u potpunosti ili većim delom) po tom modelu su Hemofarm, Knjaz Miloš, Progres, Bambi, Pekabeta, C market, Metalac, Dijamant, i mnoge druge.

Konačno, treća osobenost je bila neoročenost, odnosno neobaveznost postupka. Dakle, subjekt privatizacije uopšte nije bio u obavezi da stupi u postupak privatizacije, tako da u mnogim firmama nije ni shvaćena pružena šansa. Prema sadašnjem Zakonu o privatizaciji, subjekti privatizacije nemaju slobodu da sami odlučuju da li žele ili ne da otpočnu proces privatizacije, već je zakonom definisan rok u kome proces treba da se završi (do kraja 2008. godine u prvoj verziji zakona, kasnije je ovaj rok produžen), kao i njegova obaveznost.

Proces transformacije u našim preduzećima započeo je sa zakašnjenjem u odnosu na druge socijalističke privrede. U tom pogledu, dva načina privatizacije su važna: do 1991. godine (kada je privatizacija bila regulisana federalnim zakonom), i od 1991. godine do danas (period tokom kog je proces privatizacije bio regulisan republičkim zakonom)<sup>73</sup>.

Prvi, savezni Zakon o društvenom kapitalu koji je usvojen u avgustu 1990. godine, zbog tadašnjih političkih prilika, nije bio ispravno shvaćen i šire primenjivan. Koncept je favorizovao zaposlene u preduzećima i podrazumevao je kupovinu firme od strane radnika po povlašćenim uslovima, tj. sa popustom. I u preduzećima gde je bio započet, proces privatizacije je donošenjem novih propisa obezvređen, odnosno privatizovani kapital sveden je na nekoliko procenata.

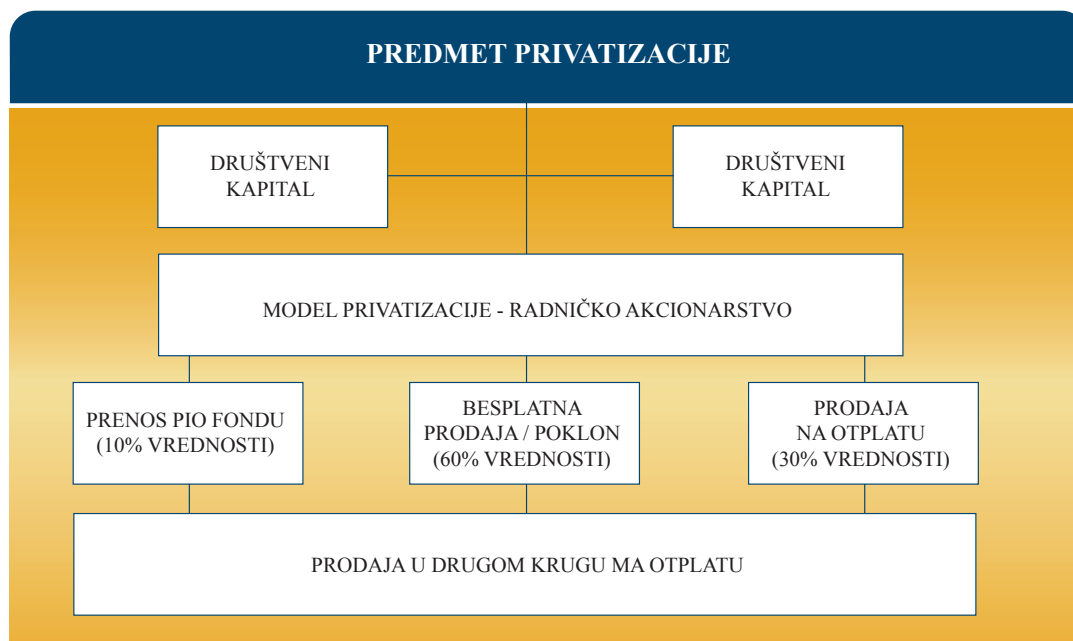
Republički zakon donesen u avgustu 1991. godine - Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine - bio je veoma sličan prethodnom jer se radilo o otkupu dela firme kroz otplatu akcija. Međutim, zbog visoke inflacije u tom periodu, većina novca dobijenog kroz otplatu akcija je obezvređena i privatizacija nije dala značajnije rezultate, odnosno veoma mali procenat vlasništva preduzeća je prešao u vlasništvo privatnih lica.

Sledećom ilustracijom prikazan je preovlađujući model privatizacije po Zakonu o svojinskoj transformaciji.

---

73 D. Đurićin, M. Zec, B. Mijatović, „Privatization in Serbia“, *Ekonomski fakultet*, Beograd, Filozofski fakultet, Beograd, 1995., str. 86

**Grafikon 11. – Model privatizacije po Zakonu o svojinskoj transformaciji**



Zakon o svojinskoj transformaciji čija je primena počela 31.10.1997. godine bio je po radnike daleko najpovoljniji zakon od svih prethodnih, a moglo bi se reći i budućeg, odnosno sadašnjeg Zakona o privatizaciji. On je nudio, po prenosu 10% vrednosti društvenog i državnog kapitala firme Penzijskom i invalidskom fondu, besplatnu prodaju, tj. poklon 60% društvenog kapitala firme u prvom krugu privatizacije. Dakle, nešto što je po prethodnim zakonima mukotrпно otplaćivano godinama, sada se moglo steći jednom odlukom odmah. Preostalih 30% kapitala se moglo kupovati na otplatu po povlašćenim uslovima u narednih 6 godina. Za tri godine, po ovom zakonu transformisano je ili započelo transformaciju oko 780 firmi ili oko 21% celokupne srpske privrede.

Nedostatak zakona je bio favorizovanje principa priznatog radnog staža kao jedinog kriterijuma za sticanje besplatnih akcija, koji je imao za posledicu akumuliranje većinskog dela akcijskog kapitala u rukama vremešnije populacije. Osim toga, radničko akcionarstvo je karakterisano velikom disperzijom vlasništva, a u uslovima nedovoljne informisanosti i edukacije nije moglo biti efikasno u odlučivanju. Proces ukрупnjavanja vlasništva preko finansijskih tržišta i da je postojao bio bi spor, što bi dovelo do konstantne stagnacije i krajnji cilj povećanja efikasnosti poslovanja teško da bi bio dostignut. Pravednost procesa, s druge strane, obezbeđena je obaveznom procenom i limitiranjem prava na kapital koji je predmet transformacije.

Može se reći da proces u firmama koje su se ovako transformisale nije okončan, jer u većini situacija nije ni došlo do drugog kruga, tj. prodaje akcija na otplatu sa popustom. Jedan od razloga je zato što nije bilo interesovanja, a drugi što je u međuvremenu donesen novi Zakon o privatizaciji.

Savezni Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvenog oblika svojine u druge oblike svojine proklamovao je načelo dobrovoljnosti u pogledu donošenja odluke preduzeća o privatizaciji, načelo autonomnosti preduzeća u pogledu procene vrednosti kapitala, kao i načelo odsustva spoljne kontrole nadležnih organa u procesu privatizacije.

Republički Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvenog oblika svojine u druge oblike svojine uvodi obaveznu procenu vrednosti koju vrši republička Agencija za procenu vrednosti kapitala, čime se odstupa i od načela odsustva spoljne kontrole u procesu privatizacije. Takođe, u Zakonu se nalaže i preispitivanje zakonitosti do tada sprovedenih postupaka privatizacije na osnovu saveznog zakona, što je imalo za posledicu poništavanje nekih do tada izvršenih postupaka privatizacije. Izmenama Zakona od 1994. godine, Agenciji za procenu vrednosti kapitala je dato ovlašćenje da vrši proveru ispravnosti revalorizacije vrednosti privatizovanog društvenog kapitala od 01.01.1990. godine do datuma stupanja na snagu Zakona, kao i da proveru ispravnost revalorizacija vrednosti upisanih akcija i udela.

Donošenjem pomenutog republičkog zakona, kao i Zakona o osnovama promene vlasništva društvenog kapitala, prestali su da važe raniji savezni i republički zakoni u kojima je, pored modaliteta svojinske transformacije, bila regulisana i upravljačka transformacija društvenih preduzeća.

#### **4.1.2. SPROVOĐENJE MODELA**

Transformacija preduzeća je složen proces sastavljen iz različitih aktivnosti. Centar gravitacije svih transformacionih aktivnosti je privatizacija. Privatizacija u našim uslovima predstavlja individualizaciju svojinskih prava koja završava identifikovanjem privatnih vlasnika i uspostavljanjem korporativnog upravljanja.

Proces vlasničke transformacije u našoj zemlji odvijao se u dva pravca. Prvi je proces transformacije društvene svojine preduzeća u privatnu. Drugi je proces transformacije društvene svojine u državnu svojinu. Naime, saglasno Zakonu o svojinskoj transformaciji, svojinska transformacija u preduzećima može da se sprovede na jedan od moguća tri načina:

- ✓ autonomno,
- ✓ prema posebnom programu koji donosi nadležan organ preduzeća uz saglasnost Vlade Republike Srbije, i
- ✓ uz saglasnost osnivača, u vezi sa čim program i odluke donosi nadležni organ preduzeća, uz saglasnost osnivača i Vlade Republike Srbije kada ona nije osnivač.

Ovakva zakonska odredba rezultirala je da se najveći broj društvenih, mešovitih i javnih preduzeća vlasnički transformiše na autonoman način, odnosno privatizuje shodno odluci nadležnog organa preduzeća.

Prvi vid transformacije propisan je Zakonom o svojinskoj transformaciji i drugim odgovarajućim propisima. Drugi vid transformacije propisan je Zakonom o preduzećima i drugim pratećim propisima. Međutim, i jedan i drugi vid transformacije pratili su brojni ograničavajući faktori koji se mogu grupisati u tri celine: faktori vezani za političku volju, za zakonodavnu regulativu, i za društvenu realnost.

Svojinska transformacija u preduzeću vrši se izborom jednog ili više modela: prodajom akcija radi prodaje kapitala (sa ili bez popusta), prodajom akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala (sa popustom), kao i konverzijom duga u akcije poverilaca (sa popustom). Zakon o svojinskoj transformaciji i pored datih modela ne pruža mogućnost za potpuno ostvarenje cilja privatizacije, jer ne traži da se vrši privatizacija ekonomski sposobnih privrednih subjekata

Kao što je već navedeno, Zakon o svojinskoj transformaciji prioritet daje akcionarstvu zaposlenih. Zadržan je princip dobrovoljnosti društvenih preduzeća da se privatizuju, osim društvenih preduzeća koja su ispunila uslove za otvaranje stečajja.

Dalje, proširen je krug učesnika, pa pored stvaraoca postojeće društvene svojine, pravo na osnovni i dodatni popust, ali ne i poklon, imaju zaposleni i penzioneri van preduzeća iz privrede i vanprivrede i zemljoradnici po principu pravičnosti. Utvrđen je kriterijum radnog staža za dobijanje poklona, odnosno zaposleni u preduzeću i van preduzeća imaju pravo na sticanje akcija čija je nominalna vrednost 400 DEM u dinarskoj protivvrednosti za svaku punu godinu radnog staža u preduzeću ili drugom obliku organizovanja sa društvenim ili državnim kapitalom, plus maksimum od 6.000 DEM koji se može kupiti sa popustom. Ukupni kapital koji je mogao da se pokloni iznosio je 30% društvenog kapitala, za otkup sa popustom se izdvajalo 40% društvenog kapitala, dok je za tržišnu prodaju preostajalo još 30% kapitala.

Akcije koje su dobijene na poklon nisu mogle da se prodaju dve godine od stupanja na snagu ovog zakona ili jednu godinu za radnike koji su napunili 65 godina starosti. Značajno je i da su se novčana sredstva ostvarena od prodaje (osim u slučaju dokapitalizacije) izdvajala na poseban račun preduzeća i uplaćivala u roku od tri dana i to 50% Fondu za razvoj Republike Srbije, 25% Zavodu za tržište rada, i 25% Republičkom fondu penzijskog i invalidskog osiguranja zaposlenih.

Prodaja akcija se vršila u dva kruga. U prvom krugu akcije su kupovali zaposleni i drugi koji imaju pravo na popust, dok se u drugom krugu išlo na tržište, na kome su se kao kupci mogli da jave kako domaća tako i strana fizička i pravna lica. Ukoliko bi posle ovoga preostale neke akcije, one su prenošene Akcijskom fondu. Novina je bila i da se dokapitalizacijom moglo otkupiti društveno preduzeće ili njegov deo bez ijednog dinara, pod uslovom da se sve investira u preduzeće, dok se model konverzije duga u akcije stimulisao sa 20% stimulacije.

U sprovođenju modela se mogu razlikovati aktivnosti pre i posle procesa privatizacije. Aktivnostima pre privatizacije identifikuju se predmet i način transformacije, uključujući i odgovarajuću verifikaciju. U pitanju je radikalna promena ne samo preovlađujućeg vlasničkog odnosa već i pravnog statusa, kao i organizacije i funkcionisanja preduzeća. Glavne posleprivatizacione aktivnosti obuhvataju novu strategiju, operacije sa akcijama, emitovanje kapitala, kao i poslovne kombinacije kroz integracije i preuzimanja<sup>74</sup>.

Glavne aktivnosti pre privatizacije su:

- ✓ revizija i procena,
- ✓ stečaj i likvidacija,
- ✓ program razvoja i transformacije, i
- ✓ forensic procene.

Revizija i procena predstavljaju finansijsku pripremu za svojinsku transformaciju preduzeća. Revizija treba da obezbedi transparentnost i kredibilitet kao bitne pretpostavke svojinske transformacije. Revizija obuhvata analizu finansijskog stanja, analizu računovodstvenih izveštaja, kao i analizu računovodstvenih promena. Revizija daje uvid u realno finansijsko zdravlje preduzeća koje je osnova za izbor modela svojinske transformacije i bitna je za procenu vrednosti. Iskustvo pokazuje da rentabilna preduzeća

---

74 D. Đurićin, „Transformacija preduzeća i finansijska tržišta“, *Centar za hartije od vrednosti*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000., str. 112



biraju model prodaje, da poslovno-kontroverzna preduzeća biraju model dokapitalizacije, a gubitaši model likvidacije.

Procena služi za definisanje fer vrednosti kapitala kao predmeta transformacije. Osnovni pristupi procene su troškovni, prinosni i tržišni, a metodi su: metod neto imovine, metod diskontovanog novčanog toka, i metod likvidacione vrednosti. Zakon o svojskoj transformaciji je predvideo procenu po osnovu pravilnika o proceni koju je propisala

Direkcija za procenu vrednosti kapitala.

Kritično pitanje za stečaj i likvidaciju je da li se preduzeće u krizi može oporaviti ili se mora likvidirati. Ukoliko preduzeće ima veću vrednost kada funkcioniše ide se na stečaj, u suprotnom slučaju ide se na likvidaciju.

Posle procene, a pre izbora modela svojske transformacije, rade se program razvoja i transformacije preduzeća. Programom razvoja definiše se vizija i strategija razvoja, a programom transformacije izvodljivi metod svojske, statusne, organizacione, i upravljačke transformacije.

#### **4.1.3. REZULTATI**

Od ukupnog broja društvenih preduzeća u avgustu 1990. godine – 3.678, većina njih, 2.572 ili 69,9%, završilo je proces transformacije vlasništva ili je napravilo veliki pomak u tom pogledu<sup>75</sup>.

Kao što je već napisano, pre sada važećeg zakona, privatizacija u Srbiji od 1989. godine odvijala se po tri zakona: Zakona o društvenom kapitalu, Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike, kao i Zakona o svojskoj transformaciji. U nastavku će biti navedeni rezultati koji su ostvareni primenom svakog od navedenih zakona.

##### *A) Zakon o društvenom kapitalu*

Prvu fazu procesa privatizacije u Srbiji započela je savezna vlada Ante Markovića donošenjem saveznog Zakona o društvenom kapitalu. Na osnovu odredbi ovog zakona, proces je među bivšim republikama SFRJ bio najintenzivniji u Srbiji.

---

<sup>75</sup> D. Đuričin, M. Zec, B. Mijatović, „Privatization in Serbia“, *Ekonomski fakultet*, Beograd, Filozofski fakultet, Beograd, 1995., str. 86

Tokom primene ovog zakona, modeli transformacije koji su se koristili bili su dokapitalizacija i model prodaje. U tom periodu od 12 meseci, 1.220 preduzeća podvrgnuto je procesu transformacije, odnosno 33,17% od ukupnog broja društvenih preduzeća u 1990. godini, što se može smatrati vrlo solidnim rezultatom kada se u obzir uzme kratak vremenski period primene.

Za vreme prva četiri meseca od usvajanja navedenog zakona, odnosno u periodu od avgusta do decembra 1990. godine, 169 preduzeća je transformisano, od čega su 4 prodana, a 165 je povećalo svoj kapital. Tokom prvih osam meseci 1991. godine, od januara do avgusta, proces je značajno intenziviran, tako da je 1.051 preduzeće podvrgnuto transformaciji (5 je prodato, a 1.046 je povećalo kapital). Naredna tabela sumarno prikazuje ostvarene rezultate privatizacije po Zakonu o društvenom kapitalu.

**Tabela 5. – Rezultati privatizacije po Zakonu o društvenom kapitalu**

	PRODAJA	DOKAPITALIZACIJA
1990	4	165
1991	5	1046
Ukupno	9	1211

*Izvor: Đuričin, D., Zec, M., Mijatović, B., "Privatization in Serbia"*

Privatizacija je bila najintenzivnija u Vojvodini, a posmatrano po privrednim delatnostima transformacijom su najviše bila obuhvaćena preduzeća u oblasti trgovine, zatim industrije, saobraćaja i ugostiteljstva.

Korišćenjem ovog modela postignuti su dobri rezultati kada je reč o transformaciji upravljačkih struktura. Samoupravni organi zamenjeni su organima upravljanja karakterističnim za korporativno upravljanje. I pored činjenice da nije došlo do velikih kadrovskih promena u upravljačkim strukturama, s obzirom da je interna privatizacija bila dominantan model vlasničke transformacije, ipak su formirani efikasniji upravljački mehanizmi, jer su radnički saveti i zborovi zamenjeni upravnim odborima i skupštinama akcionara.

Sprovođenje vlasničke transformacije na način koji propisuje navedeni zakon ima i svojih mana, koje se pre svega ogledaju u činjenici da nije potpuno eliminisan društveni kapital

iz pasive preduzeća. Osim toga, mane su i neatraktivnost kada je u pitanju privatizacija neuspješnih preduzeća i nepovoljne implikacije njegove primene sa stanovišta racionalnosti alokacije resursa.

*B) Zakon o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine*

Navedenim zakonom se reguliše nastavak sprovođenja postupka svojinske transformacije u preduzećima koja su ovaj proces započela po prethodnom zakonu, ali nisu uspela da ga dovrše do momenta prestanka njegovog važenja, zatim transformacija društvenog kapitala koji je ostao u pasivi preduzeća, kao i revizija već izvršenog procesa privatizacije u nekim preduzećima.

Načela na kojima se temelji ovaj zakon su najvećim delom slična onima iz prethodnog zakona, a to su dobrovoljnost, autonomija i gradualizam.

Modeli koji su se koristili tokom primene republičkog Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine, bili su dokapitalizacija, prodaja kapitala, prodaja preduzeća ili njegovih delova i njihovo iznajmljivanje.

Tokom četvoromesečnog perioda primene ovog zakona, odnosno u periodu od avgusta do decembra 1991. godine, samo 34 preduzeća započelo je proces transformacije. U poređenju sa istim periodom 1990. godine, kada se primenjivao Zakon o društvenom kapitalu i kada je 169 preduzeća bilo transformisano, broj preduzeća koja su transformisana bio je manji pet puta. U 1992. godini, 139 preduzeća je transformisano, dok je u 1993. godini taj broj iznosio 465 preduzeća.

Tabela 6. sumarno prikazuje ostvarene rezultate privatizacije po ovom zakonu.

**Tabela 6. – Rezultati privatizacije po Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine**

	<b>PRODAJA</b>	<b>DOKAPITALIZACIJA</b>
1991	4	30
1992	56	83
1993	354	111

*Izvor: Đuričin, D., Zec, M., Mijatović, B., “Privatization in Serbia“*

U 1991. i 1992. godini preduzeća su preferirala dokapitalizaciju kao model transformacije. U ovom periodu (1991.-1992.), 113 preduzeća je povećalo kapital, a 60 prodato. U 1993. godini, interesovanje za dokapitalizaciju opada (111 preduzeća) i većina preduzeća se odlučuje za prodaju kapitala. Što se tiče modela prodaje kapitala, u 1991. godini navedeni model primenilo je 4 preduzeća, u 1992. godini 56, a u 1993. godini 354 preduzeća.

U 1995. i 1996. godini, privatizacija je skoro zaustavljena, s obzirom da je većina prethodno privatizovanih preduzeća povratila svoj društvenosvojinski status, s obzirom da je posle visoke inflacije, u 1994. godini donet Zakon o revalorizaciji kojim je privatizacija skoro u potpunosti poništena.

Primena Zakona o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine bila je znatno restriktivnija u odnosu na primenu Zakona o društvenom kapitalu. Takođe, za razliku od Zakona o društvenom kapitalu, ovaj zakon je koristio procenjenu vrednost kapitala umesto knjigovodstvene vrednosti.

Efekti primene ovog zakona sa stanovišta broja preduzeća koja su privatizovana su znatno slabiji u odnosu na rezultate koji su postignuti primenom prethodnog zakona. Primena ovog zakona dovela je i do značajnog usporavanja procesa privatizacije.

Kada je reč o finansijskim efektima primene ovog zakona, može se reći da je njegova primena donela dobre rezultate, zbog toga što je većina preduzeća tokom njegove primene privatizovana putem modela prodaje. Takođe, iz njegove primene je proizašao korporativni način upravljanja privatizovanim preduzećima, koji je imao bolju osnovu u odnosu na onaj koji je proistekao primenom prethodnog zakona.

### C) Zakon o svojinskoj transformaciji

U nastojanju da se proces privatizacije ubrza i doprinese restrukturiranju domaćih preduzeća, početkom 1997. godine usvojen je Zakon o svojinskoj transformaciji i oformljeno ministarstvo nadležno za poslove privatizacije. Privatizacijom su bila obuhvaćena javna preduzeća uz saglasnost osnivača, velika društvena preduzeća koja se transformišu po posebnom programu Vlade, kao i mala i srednja društvena preduzeća, koja se privatizuju autonomno.

U Zakonu o svojinskoj transformaciji bili su predviđeni sledeći modeli u privatizaciji preduzeća: prodaja akcija radi prodaje kapitala (sa ili bez popusta), prodaja akcija radi prikupljanja dodatnog kapitala (sa popustom), i konverzija duga u akcije poverioca (sa popustom).

Po Zakonu o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine, privatizovano je ukupno 778 preduzeća. Najveći broj privatizovanih preduzeća nalazi se na teritoriji Beograda (229) i Novog Sada (120). Broj zaposlenih u ovim preduzećima iznosio je 198.632<sup>76</sup>.

Proces svojinske transformacije je bio najzastupljeniji u Beogradu sa oko 39%, zatim u velikim gradovima u Vojvodini (40%), dok su najslabiji rezultati postignuti na teritoriji uže Srbije (konkretno u Zaječaru). Rezultati svojinske transformacije na Kosovu su bili zanemarljivi.

Do sredine 2000. godine u Srbiji je privatizovano oko 10% društvenog kapitala<sup>77</sup>. U novembru 2000. godine rezultati privatizacije su bili sledeći:

**Tabela 7. – Rezultati privatizacije do novembra 2000. godine**

	<b>BROJ PREDUZEĆA</b>
Započeta privatizacija	428
Završen upis u prvom krugu	284
Završen upis u drugom krugu	246
Završena privatizacija	18

*Izvor: Izveštaj Direkcije za procenu vrednosti kapitala, Beograd, 2000.*

76 Agencija za privatizaciju, „Impact Assessment of Privatization in Serbia“, 2005., str. 101

77 D. Đurićin, „Transformacija preduzeća i finansijska tržišta“, Centar za hartije od vrednosti, Ekonomski fakultet, Beograd, 2000., str. 111

Na osnovu podataka iz tabele može se zaključiti da su do kraja 2000. godine ostvareni vrlo skromni rezultati. Uzrok tome nisu samo nepovoljne spoljne okolnosti već i osobine izabranog modela, jer je akcionarstvo zaposlenih samo još jedna neuspešna varijanta samoupravljanja.

Zakon o svojinskoj transformaciji prepustio je odluku o ulasku u postupak privatizacije slobodnoj volji preduzeća. Tako decentralizovano odlučivanje, bez postavljanja krajnjeg roka za odluku, ostavlja mogućnost menadžmentu preduzeća i zaposlenima da sami procene da li je u njihovom interesu da privatizuju preduzeće ili da zadrže postojeći status.

Takođe, u preduzećima koja su započela ili završila proces privatizacije, akcionarstvo zaposlenih nije dovelo do toga da dođe do smene neuspešnih direktora, što potvrđuje da raspršeno vlasništvo unutar preduzeća otežava promene.

Smatramo, međutim, da je, po svojim karakteristikama, Zakon o svojinskoj transformaciji postavio temelj za donošenje i primenu novog Zakona o privatizaciji 2001. godine.

## **ZAKLJUČAK**

U ovom delu rada opisan je proces privatizacije u Srbiji do 2001. godine, odnosno opisane su faze procesa privatizacije, zakonska regulativa koja je pratila pojedine faze, preovlađujući model privatizacije do 2001. godine, kao i njegovo sprovođenje. Osim toga, i ovom delu su opisani i ostvareni rezultati - broj prodatih preduzeća po Zakonu o društvenom kapitalu, Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine, kao i po Zakonu o svojinskoj transformaciji.

S obzirom da je privatizacija, koja je izvršena po Zakonu o društvenom kapitalu i Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine, skoro u potpunosti poništena, kao parametar za upoređivanje rezultata privatizacije do 2001. godine sa rezultatima novog modela privatizacije, biće korišćeni rezultati koji su ostvareni privatizacijom koja je izvršena u skladu sa Zakonom o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine.

Kao što je već navedeno, prema analizi *Impact Assessment of Privatization in Serbia*, koja je sačinjena od strane IDOM, po Zakonu o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine, privatizovano je ukupno 778 preduzeća, u kojima je broj zaposlenih iznosio 198.632.

Pri ovome treba imati u vidu da su mnoga preduzeća koja su proces privatizacije započela

po Zakonu o svojinskoj transformaciji, isti završili nakon stupanja na snagu sadašnjeg Zakona o privatizaciji. Na primer, akcije preduzeća Komgrap, Beograd i BIP Beograd, koje su bile u vlasništvu Akcijskog fonda, prodate su putem tendera u 2007. godini. Akcije preduzeća IGM Trudbenik Beograd koje su takođe bile u vlasništvu Akcijskog fonda, prodate su u 2008. godini.

Imajući u vidu navedeno, rezultati privatizacije po starom i novom Zakonu se međusobno prepliću, što nas dovodi do zaključka da se privatizacija do 2001. godine i privatizacija po Zakonu o privatizaciji ne mogu odvojeno posmatrati kao dva nezavisna procesa.

Zbog navedenih slabosti Zakona o svojinskoj transformaciji, paralelno sa političkim promenama 2000. i 2001. godine, u Srbiji je započeo novi model privatizacije, koji u osnovi podrazumeva prodaju većinskog kapitala društvenih preduzeća strateškim ili finansijskim investitorima. U nastavku rada, detaljnije ćemo opisati ovaj novi model, koji je započeo 2001. godine donošenjem Zakona o privatizaciji, a čiji je osnovni cilj radikalna promena svojinske strukture privrede Srbije.

#### **4.2. MODEL PRIVATIZACIJE KROZ PRODAJU KAPITALA PUTEM TENDERA I AUKCIJA**

U prethodnom delu rada, predstavili smo nekoliko definicija procesa privatizacije i procesa restrukturiranja. Pri tome, navedena iskustva sa restrukturiranjem su se uglavnom odnosila na preduzeća u državnom i društvenom vlasništvu, kojima predstoji proces privatizacije. Jedan od zaključaka koji se nametnuo na osnovu priloženih rezultata istraživanja je da je privatizacija društvenog i državnog kapitala u zemljama u tranziciji neophodan korak u celokupnom procesu tranzicije i preduslov stvaranja modernog, tržišnog ambijenta poslovanja.

S druge strane, restrukturiranje državnih i društvenih preduzeća je neophodno kako bi im se omogućilo da uspešno posluju u novom ambijentu i kako bi se povećala njihova atraktivnost u procesu privatizacije. Pri tome, prezentovani modeli vrednosti i metodologija procene vrednosti treba rukovodiocima preduzeća da omoguće da identifikuju osnovne faktore vrednosti i da, kroz proces restrukturiranja, upravljaju njima kako bi se maksimizirala stvorena vrednost i povećala vrednost kapitala preduzeća.

S tim u vezi, realizacija tako stvorene vrednosti kroz proces restrukturiranja se jedino može ostvariti na tržištu u smislu da se tek kroz kupoprodajnu transakciju kapitala između

prodavca i kupca valorizuju sve aktivnosti procesa restrukturiranja i da li su i koliko one za posledicu imale povećanje vrednosti kapitala za vlasnike preduzeća.

Kada je u pitanju društveni i državni kapital, kao i privatizacija istog, novi model privatizacije koji se primenjuje u Srbiji od 2001. godine, definiše javne tendere i aukcije kao dva metoda prodaje društvenog, odnosno državnog kapitala. Predmet analize u ovoj glavi su upravo karakteristike ova dva procesa prodaje kapitala. Pretpostavka je da, što su ova dva metoda prodaje efikasnija, to je i cena koja se za kapital može dobiti na tržištu viša. Upravo zbog toga je proces organizacije i sprovođenja prodaje kapitala putem tendera i aukcija značajan, kako bi se u potpunosti valorizovale aktivnosti restrukturiranja, ukoliko su one prethodno postojale u subjektu privatizacije.

Predmet analize u ovom delu rada su proces i aktivnosti restrukturiranja za preduzeća koja očekuje privatizacija, odnosno prodaja kapitala putem ili tendera ili aukcija. Naime, država je prepoznala značaj aktivnosti restrukturiranja u smislu povećanja atraktivnosti i efikasnosti poslovanja kod preduzeća koja treba da se privatizuju i, za pojedina preduzeća, sprovela prethodno restrukturiranje.

Istorija privatizacije u Srbiji praktično je istorija primene različitih modela besplatne distribucije kapitala zaposlenima, penzionerima i građanima, o čemu smo diskutovali u prethodnom delu rada. Međutim, kao i što smo naveli, ukupni efekti privatizacije u Srbiji do demokratskih promena 2000. godine su minimalni, pre svega usled odsustva jasne volje tadašnje političke elite na vlasti da se dosledno sprovedu reforme i tranzicija ka tržišnoj ekonomiji.

Ključni faktor novog reformskog koncepta koji je započeo 2001. godine je privatizacija, čiji je cilj radikalna promena svojinske strukture srpske privrede. Nasuprot sistemu sa preovlađujućom društvenom svojinom, proces privatizacije od 2001. godine je trebalo da predstavlja osnovu otvorene strukture privrede i osnovni podstrekač domaćih i stranih ulaganja u njen razvoj. Novi koncept privatizacije, umesto besplatne podele akcija, podrazumeva prodaju državnog i društvenog kapitala putem tendera i aukcija, uz prethodno restrukturiranje poslovanja preduzeća, ukoliko je to neophodno.

Osnovni *ciljevi* novog koncepta privatizacije od 2001. godine u Srbiji su:

- ✓ razvoj privatnog sektora, eliminisanje društvenog kapitala i uspostavljanje jasne vlasničke strukture nad preduzećima i imovinske odgovornosti vlasnika za uspeh ili neuspeh poslovanja preduzeća,
- ✓ stvaranje optimalnog ambijenta za snažan priliv inostranog kapitala (naročito



- u obliku direktnih investicija), bilo privatizacijom postojećih, ili formiranjem potpuno novih preduzeća,
- ✓ uspostavljanje jakog korporativnog upravljanja i poboljšanog menadžmenta, u kome će rukovodstvo biti odgovorno vlasnicima, ili će vlasnici istovremeno biti i rukovodioci, i
  - ✓ izgradnja otvorene i liberalne tržišne ekonomije i podržavanje razvoja finansijskog tržišta, otvaranje brojnih kanala za mobilizaciju finansijskog potencijala, kao i neprekidno podešavanje vlasničkog portfelja pojedinaca i preduzeća na tržištu kapitala.

Polazeći od navedenih ciljeva, donošenjem Zakona o privatizaciji, Zakona o Agenciji za privatizaciju i Zakona o Akcijskom fondu, kao i pratećih podzakonskih akata, kreiran je celovit legislativni ambijent za uspešno sprovođenje postupka privatizacije u Republici Srbiji. Zbog mnogih teškoća koje su pretile da značajno uspore proces privatizacije, pristupilo se donošenju niza uredbi koje su imale za cilj da ubrzaju proces (Uredba o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom, Uredba o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom, Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine, Uredba o postupku i načinu restrukturiranja preduzeća i drugih pravnih lica, Uredba o načinu izmirivanja javnih prihoda dospelih za plaćanje do kraja 2001. godine za subjekte koji se privatizuju metodom javne aukcije, Uredba o postupku i uslovima za pretvaranje obaveza određenih pravnih lica, Uputstvo o proceni kapitala, Pravilnik o sadržini i načinu vođenja privremenog registra, i Pravilnik o visini troškova koji snose preduzeća i druga pravna lica).

Do danas je Zakon o privatizaciji tri puta menjan i dopunjavan, i to 2003., 2005., i 2007. godine. Usvojenim izmenama i dopunama Zakona o privatizaciji, trebalo je da se omogući efikasnije okončanje postupka privatizacije. Prilikom inoviranja postojećeg Zakona imalo se u vidu potreba da se prevaziđu u međuvremenu nastale okolnosti i da se otklone teškoće tehničke prirode na koje se nailazilo tokom njegove primene, s tim da je osnovni koncept ostao nepromenjen.

*Predmet privatizacije* je društveni, odnosno državni kapital u preduzećima i drugim pravnim licima. U postupku privatizacije, može se prodati i imovina ili deo imovine subjekta privatizacije, odnosno pojedini delovi subjekta privatizacije. Predmet privatizacije ne mogu biti prirodna bogatstva i dobra u opštoj upotrebi, kao i dobra od opšteg interesa<sup>78</sup>. Pod društvenim kapitalom podrazumevaju se sredstva osnovnog kapitala pravnog subjekta i druga sredstva koja po zakonu čine ukupni kapital, a koja su u društvenoj svojini. Društveni kapital se javlja i u preduzećima koja posluju kao društva kapitala

---

78 [www.priv.rs](http://www.priv.rs)

nastala iz transformisanih društvenih preduzeća, ukoliko ona nisu menjala strukturu svog kapitala.

Pod državnim kapitalom podrazumevaju se sredstva osnovnog kapitala pravnog subjekta i druga sredstva koja po zakonu čine ukupan kapital, a koja su u državnoj svojini.

Pri tome, privatizacija se odnosi i na promenu vlasništva preostalog dela društvenog, odnosno državnog kapitala u preduzećima koja su delimično izvršila svojinsku transformaciju prema odredbama ranijih zakona.

Predmet privatizacije nije samo kapital, već to može biti i imovina u celini ili deo imovine subjekta privatizacije. Pri tome, imovina se najčešće javlja kao predmet privatizacije u onim pravnim subjektima čiji su akumulirani gubici veći od iznosa kapitala. Imovina se prodaje u postupcima restrukturiranja, čime se stvaraju uslovi za namirenje dela, ili u pojedinim slučajevima, ukupnih obaveza subjekta privatizacije prema poveriocima.

*Subjekti privatizacije* su društvena preduzeća koja posluju samo sredstvima u društvenoj svojini, zatim preduzeća koja posluju kao društva kapitala a imaju mešovitu strukturu kapitala (i društveni i privatni ili državni kapital), preduzeća koja u strukturi kapitala imaju i društveni i državni kapital, kao i javna preduzeća koja imaju samo državni kapital<sup>79</sup>. Osim pravnih lica koja stiču profit, privatizovati se mogu i neprofitne organizacije, kao na primer sportski klubovi, finansijske organizacije, osiguravajuća društva, itd. Jedini uslov da pravno lice bude subjekt privatizacije je da raspolaže društvenim ili državnim kapitalom, kao i da drugim zakonima nije zabranjena njihova privatizacija.

*Kupci kapitala ili imovine* mogu biti domaća ili strana pravna ili fizička lica<sup>80</sup>. Drugim rečima, kao kupci se mogu pojaviti sva zainteresovana i pravna i fizička lica koja su spremna da plate tržišnu cenu i ispune sve druge kriterijume definisane prilikom privatizacije svakog pojedinačnog subjekta privatizacije. Pri tome, pojam kupca kao fizičkog lica ne podrazumeva samo pojedinca, već to može biti i grupa fizičkih lica i grupa pravnih i fizičkih lica, koja će zajedno učestvovati na javnom tenderu ili aukciji (tzv. konzorcijum). Kupci mogu biti radnici subjekta privatizacije, kao i rukovodstvo.

Zakon o privatizaciji predviđa dva modela privatizacije: prodaju društvenog i državnog kapitala i imovine, te prenos društvenog i državnog kapitala bez naknade. U modelu

---

79      [www.priv.rs](http://www.priv.rs)

80      [www.priv.rs](http://www.priv.rs)

prodaje, prodaja kapitala se vrši direktno zainteresovanim investitorima, a sprovodi se metodom javnog tendera ili javne aukcije. Opredeljenje za ovaj model je rezultat težnje za bržim strukturnim prilagođavanjem preduzeća podizanjem tehničko-tehnološkog nivoa privrede kroz investiranje u novu opremu i transfer tehnologije, kao i uspostavljanjem upravljanja izvedenog iz koncentrisanog vlasništva.

Pri tome, treba imati u vidu da se prenos društvenog i državnog kapitala bez naknade ne može sprovesti bez prodaje kapitala i uvek se sprovodi u kombinaciji sa prodajom kapitala.

Prenos kapitala bez naknade se sprovodi na dva načina: prenosom akcija na zaposlene radnike u subjektu privatizacije prema kriterijumima utvrđenim Zakonom, kao i prenosom kapitala na građane. Takođe, u skladu sa Zakonom o pravu na besplatne akcije i novčanu nadoknadu koju građani ostvaruju u postupku privatizacije, građani ostvaruju pravo i na novčanu naknadu iz sredstava koja se ostvare prodajom akcija, odnosno udela evidentiranih u Privatizacionom registru, a koju prodaju sprovodi Akcijski fond.

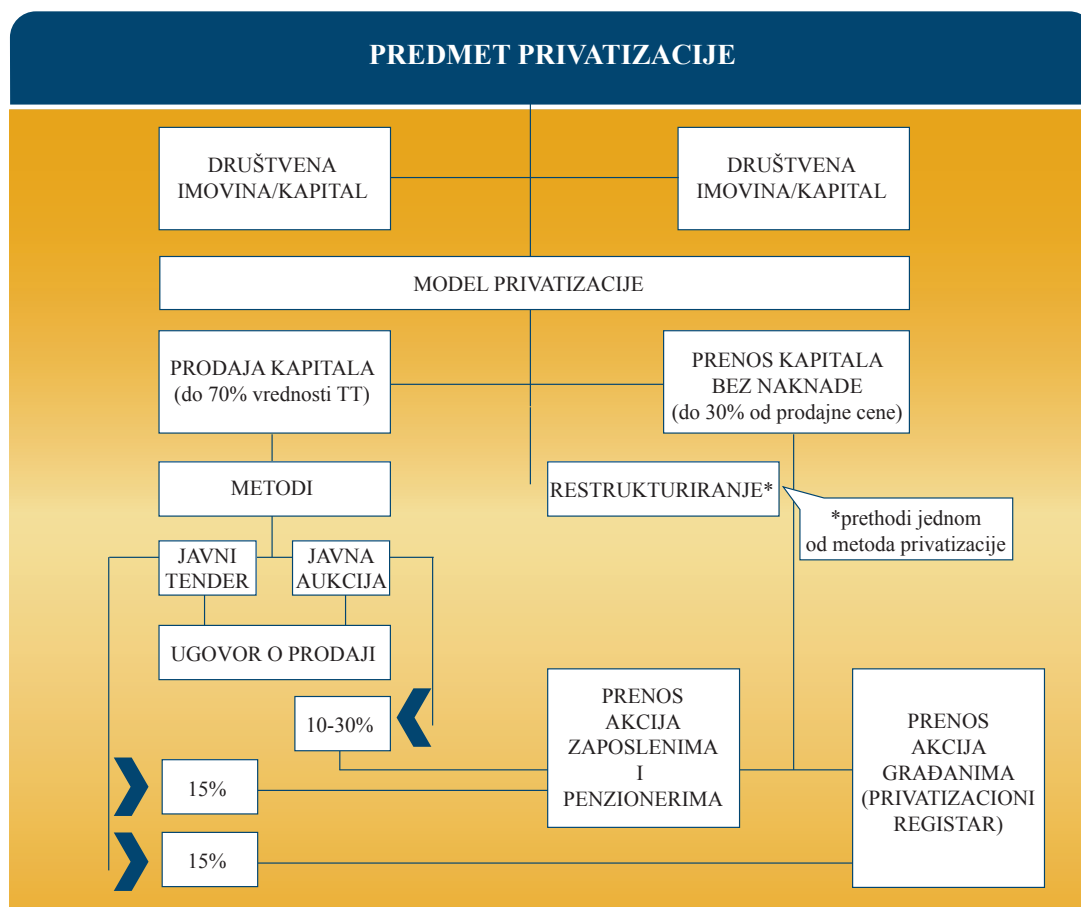
Kao zaključak, novi koncept privatizacije u Srbiji podrazumeva prodaju kapitala i imovine državnih i društvenih preduzeća putem tendera i aukcija. Kao aktivnosti pripreme preduzeća za prodaju, novi model privatizacije podrazumeva i njihovo restrukturiranja, o čemu će više reči biti u nastavku.

#### **4.2.1. TENDER I AUKCIJA KAO METODI PRIVATIZACIJE**

Prodaja kapitala, odnosno imovine subjekta privatizacije sprovodi se putem metoda javnog tendera i javne aukcije. Oba metoda podrazumevaju javnost i konkurentnost postupka privatizacije. Iako u Zakonu nije nigde eksplicitno definisano, iz dela Zakona koji se odnosi na tender i aukciju jasno proističe da će sva velika preduzeća biti privatizovana putem tendera koji će sprovoditi Agencija za privatizaciju. Privatizacija srednjih i malih preduzeća, kao i drugih pravnih lica, sprovodi se metodom javne aukcije. Aukcijska privatizacija je, u smislu njenog sprovođenja, decentralizovana i na nivou je preduzeća, dok Agencija za privatizaciju obavlja kompletnu pripremu i organizaciju same aukcije i kontroliše proces.

Naredni grafikon prikazuje dva metoda privatizacije<sup>81</sup>.

**Grafikon 12. – Metodi privatizacije**



Predmet privatizacije je društveni i državni kapital. Putem dva metoda privatizacije, javni tender i javna aukcija, prodaje se do 70% vrednosti kapitala, dok se preostali deo kapitala prenosi bez naknade. U slučaju prodaje kapitala putem javne aukcije, 30% kapitala prenosi se zaposlenima bez naknade, dok se prilikom prodaje kapitala putem javnog tendera, 15% kapitala prenosi zaposlenima, a 15% kapitala se prenosi Privatizacionom registru. Navedenim metodama privatizacije može da prethodi proces restrukturiranja, ukoliko je on neophodan da bi se kapital preduzeća lakše prodao, i u tom slučaju se prodaje 100% kapitala.

Cilj sprovođenja aktivnosti restrukturiranja je da se poveća atraktivnost preduzeća koje ulazi u proces privatizacije i da se poveća cena za njegov kapital prilikom prodaje ili putem tendera ili putem aukcija. U narednom delu rada ćemo analizirati proces restrukturiranja koji je definisan novim zakonom o privatizaciji. I pored svojih manjkavosti, ovaj proces predstavlja pokušaj države da poveća vrednost i atraktivnost pojedinih preduzeća pre samog procesa njihove privatizacije.

#### 4.2.2. RESTRUKTURIRANJE KAO FAZA PRIPREME ZA PRODAJU KAPITALA

Kao što je navedeno u prvom delu rada, restrukturiranje obuhvata široku skalu promena, od vlasničke, proizvodne, organizacione, finansijske, tehnološke, kadrovske i upravljačke, a sve u cilju postizanja efikasnog poslovanja. U Srbiji, restrukturiranje se javlja kao uslov opstanka preduzeća, jer za konkurentnost na domaćem i stranom tržištu više nisu dovoljni uslovi niske nadnice i cene sirovina, a pogotovu ukoliko se koristi spora i stara tehnologija.

Cilj restrukturiranja, kao metode pripreme privatizacije, je uspešna privatizacija ograničenog broja društvenih preduzeća koja ne mogu biti privatizovana u sadašnjem stanju, odnosno koja ispunjavaju sledeće kriterijume: diversifikovana organizaciona struktura, nemogućnost servisiranja obaveza (nesolventnost), značaj za lokalnu samoupravu i višak zaposlenih. Uspešno sproveden program restrukturiranja znači da su preduzeće, odnosno što veći broj njegovih samostalnih, nezavisnih poslovnih jedinica postali tržišno održive poslovne jedinice, da su poznati delovi preduzeća, odnosno njegova imovina, koja se može prodati samo pojedinačno izvan poslovne celine, kao i da su utvrđena i prihvaćena rešenja za višak zaposlenih.

Kritika ovakvog pristupa procesu privatizacije proizilazi iz činjenice da novi koncept privatizacije restrukturiranje posmatra samo kao neophodnu aktivnost koja omogućava da se preduzeće proda. Sama funkcija procesa restrukturiranja, koji je predmet analize ovog rada, je međutim mnogo veća. Naime, restrukturiranje treba posmatrati kao kontinuirani napor i neophodnu aktivnost menadžmenta koja je usmerena ka povećanju vrednosti kapitala za vlasnike kapitala. Dodatno na aktivnosti restrukturiranja, kao što smo već prethodno naveli, neophodno je stvorenu vrednost valorizovati na tržištu kroz odabir odgovarajućih metoda prodaje – u ovom slučaju javnih tendera i javnih aukcija.

U svakom slučaju, shodno novom konceptu privatizacije, restrukturiranju u procesu privatizacije podležu dve vrste preduzeća. Prvu grupu čine velika društvena preduzeća koja u postojećem obliku nije moguće direktno privatizovati putem tendera ili aukcije. Radi se o preduzećima koja su sastavljena od većeg broja heterogenih celina i koja imaju vrlo raznorodnu proizvodnju, iz kojih razloga za njih ne postoje, niti je moguće pronaći potencijalno zainteresovane investitore. U tom smislu, restrukturiranje je metod njihove prethodne pripreme za privatizaciju, koja bi trebalo da se okonča jednim od dva navedena metoda prodaje.

Drugu grupu čine preduzeća koja su, u jednom ili više pokušaja, neuspešno privatizovana, što znači da za ova preduzeća u njihovom postojećem obliku nije bilo moguće pronaći zainteresovanog investitora. Zbog toga i ova preduzeća moraju da se restrukturiraju u

cilju njihove pripreme za privatizaciju.

Veliki broj preduzeća, koja su predmet privatizacije, ostvaruje negativne rezultate poslovanja, trajnije su nesposobna za plaćanje obaveza, ili imaju nepovoljnu organizacionu ili starosnu strukturu za sprovođenje privatizacije. U nastavku ćemo detaljnije elaborirati neke od karakteristika velikih društvenih preduzeća koja ukazuju na neophodnost njihovog restrukturiranja u cilju pripreme za privatizaciju.

#### *A) Ekonomsko stanje preduzeća*

Kada je krajem 2001. godine počeo proces privatizacije po novom Zakonu, situacija sa velikim društvenim preduzećima bila je mnogo nepovoljnija nego što se očekivalo u javnosti. Ona više nisu bila u ekonomskom stanju u kome su se nalazila krajem 1970-ih i početkom 1980-ih godina. Ekonomsko stanje velikih društvenih preduzeća počelo je da se pogoršava sredinom 1980-ih, da bi se znatno ubrzalo raspadom SFRJ i uvođenjem ekonomskih sankcija. U tim preduzećima su pre 1980. godine instalirani veliki kapaciteti i od tog trenutka tehnologija praktično nikada nije bila modernizovana, zbog čega su ta preduzeća u tehničkom i tehnološkom pogledu znatno zaostajala za preduzećima Zapadne Evrope. Pored toga, navedena preduzeća su godinama unazad poslovala na veoma niskom stepenu korišćenja kapaciteta, tako da su proizvodi ovih preduzeća u tehnološkom smislu zaostajali za sličnim proizvodima Zapadne Evrope. Zastarela oprema i nisko korišćenje kapaciteta stvarali su visoke troškove proizvodnje, što je opet kao posledicu imalo nisku cenovnu i vancenovnu konkurentnost proizvoda.

Za modernizaciju ovih preduzeća, potrebna su ogromna investiciona ulaganja, što znači da je tržišna vrednost ovih preduzeća vrlo niska i da se u većini slučajeva svodi na vrednost građevinskih objekata i zemljišta (pod uslovom, naravno, da se u međuvremenu nisu nagomilali veliki dugovi čiji bi iznos bio veći od vrednosti celokupne imovine). U takvim uslovima, pronalaženje strateških partnera koji su spremni da kupe ova preduzeća je veoma teško ili čak i nemoguće, jer kupovina ovih preduzeća podrazumeva da kupac mora da obavi njihovo restrukturiranje, što podrazumeva ogromna ulaganja u njihovu finansijsku konsolidaciju, ekonomsku revitalizaciju i tehničko-tehnološku modernizaciju, kako bi se ona pretvorila u prosperitetna i profitabilna preduzeća.

#### *B) Organizaciona struktura preduzeća*

Predmetna preduzeća su obično sastavljena od manjeg ili većeg broja organizacionih

celina, odnosno potencijalno samostalnih preduzeća, koja čak nemaju direktne veze sa osnovnom delatnošću i drugim proizvodnim delovima (hoteli, restorani, odmarališta, muzeji, i dr.), Tako, na primer, u okviru 80 ili 90 preduzeća koja su prošla ili se nalaze u procesu restrukturiranja, nalazi se 600 do 800 proizvodnih i drugih organizacionih celina, što znači da ona proizvode vrlo diversifikovan asortiman proizvoda i/ili se bave raznorodnim delatnostima. Zbog navedene diversifikacije, za ova preduzeća ne postoji jedan privatni investitor koji bi bio zainteresovan za njihovu kupovinu, pa je organizaciono restrukturiranje ovih preduzeća i stvaranje većeg ili manjeg broja novih samostalnih preduzeća neophodan preduslov da bi se ona uopšte mogla i ponuditi na prodaju.

Ovaj proces, sa druge strane, podrazumeva i traži dosta vremena da bi se utvrdile potencijalno samostalne proizvodne celine sa proizvodnim programom sa ekonomskom perspektivom i izvršilo organizaciono restrukturiranje ovih preduzeća.

#### *C) Višak zaposlenih*

Sledeći problem u velikim društvenim preduzećima je da je u njima zaposleno mnogo više radnika nego što je to neophodno po bilo kojim tehničko-tehnološkim standardima. Zbog toga, privatni investitori nemaju interes da ulažu u preduzeća u kojima je broj zaposlenih, recimo, gotovo dvostruko veći od tehnološki opravdanog broja. Iz navedenih razloga, kadrovsko restrukturiranje ovih preduzeća kroz redukovanje viškova zaposlenih putem socijalnih programa je jedan od preduslova za njihovu privatizaciju. Navedeno zahteva dosta vremena i napora i podrazumeva višeslojno preispitivanje svakog koraka u postupku njihovog restrukturiranja, sa ciljem da se minimiziraju ekonomski i socijalni troškovi.

#### *D) Finansijska prezaduženost preduzeća*

Naredni problem sa velikim društvenim preduzećima je njihova finansijska prezaduženost. Obaveze, finansijske i iz poslovanja, ovih preduzeća su velike, tako da je iluzorno očekivati bilo kakvu zainteresovanost investitora za njihovu kupovinu, kojom bi oni sve te obaveze i preuzeli na sebe. Stoga je finansijsko restrukturiranje takođe bitan preduslov za privatizaciju velikih društvenih preduzeća. To znači da u postupku restrukturiranja najpre treba utvrditi obim dugovanja i potraživanja, kako bi se stekla realna slika njihovog ekonomskog stanja. U većini preduzeća je knjigovodstvena evidencija nepotpuna i neadekvatna, pa je potrebno dosta napora da se utvrde sva dugovanja i potraživanja, zatim da se utvrde sporna dugovanja i potraživanja, nakon čega bi usledili pregovori sa poveriocima na usaglašavanju obima svakog pojedinačnog duga i načina njegovog

namirenja u postupku privatizacije. S obzirom da se radi o velikim preduzećima, ista imaju veliki broj poverilaca i veliki obim dugova, i u praksi se pokazalo da ovaj proces zahteva mnogo više vremena nego što se to očekivalo.

Oko 75% svih dugovanja velikih društvenih preduzeća u restrukturiranju odnosi se na dugovanja prema državi i njenim institucijama. Uslovnim otpustom ovih dugova u skladu sa Uredbom o načinu i uslovima izmirivanja obaveza subjekata privatizacije prema poveriocima koja je doneta 2006. godine, finansijska pozicija ovih preduzeća se znatno popravlja, čime se stvaraju mnogo povoljniji uslovi za ubrzavanje njihove privatizacije.

#### *E) Imovinsko-pravni odnosi*

Konačno, veliki problem u restrukturiranju i privatizaciji velikih društvenih preduzeća jesu nerešeni imovinsko-pravni odnosi, kako na nivou preduzeća, tako i između njihovih organizacionih celina. Njihovo rešavanje je takođe bitno, jer privatni investitori nisu spremni da ulažu u kupovinu preduzeća koja nemaju rešene imovinsko-pravne odnose. U vezi sa ovim problemom, treba ukazati da je svako preduzeće u postupku restrukturiranja specifičan slučaj, odnosno ima specifične probleme. Sa druge strane, propisi koji regulišu ovu materiju su jednoobrazni i nedovoljno artikulisani u odnosu na probleme koji u preduzećima postoje, što ozbiljno usporava proces restrukturiranja ovih preduzeća.

Jedan od osnovnih preduslova za trajno rešavanje ekonomskih i socijalnih problema zemlje svodi se na to sa koliko uspeha i koliko brzo će biti restrukturirana i privatizovana velika društvena preduzeća, odnosno njihovi delovi. Polazeći od navedenog, predviđeno je da Agencija za privatizaciju proceni neophodnost sprovođenja restrukturiranja, kako bi se omogućila prodaja kapitala ili imovine ovih subjekata.

Restrukturiranje u postupku privatizacije podrazumeva rešavanje gore navedenih problema, tj. podrazumeva statusne, odnosno organizacione promene ili poravnanje iz dužničko-poverilačkih odnosa i druge promene koje se odnose na subjekt privatizacije, a koje omogućavaju prodaju njegovog kapitala ili imovine. Proces restrukturiranja podrazumeva organizovanje, sprovođenje i kontrolu brojnih aktivnosti koje imaju za cilj omogućavanje privatizacije preduzeća u celini ili po delovima.

Uredbom o postupku i načinu restrukturiranja preduzeća i drugih pravnih lica bliže se uređuje postupak i način restrukturiranja preduzeća i drugih pravnih lica u postupku privatizacije. Uredba je objavljena u Službenom glasniku RS br. 1 od 14.02.2002. godine,



a stupila je na snagu 22.02.2002. godine.

Elemente procesa restrukturiranja čine:

- ✓ statusno i organizaciono restrukturiranje preduzeća, odnosno njihovih delova (identifikacija i odvajanje/spajanje nezavisnih poslovnih jedinica (NPJ) u cilju omogućavanja privatizacije, regulisanje imovinskih, računovodstvenih, akcionarskih/vlasničkih pitanja, identifikacija optimalnog nivoa zaposlenih po NPJ, i priprema socijalnog programa),
- ✓ finansijsko restrukturiranje (pregovori sa poveriocima koji treba da rezultiraju smanjenjem, otpisom ili reprogramom obaveza u cilju kreiranja pozitivne vrednosti kapitala),
- ✓ smanjenje broja zaposlenih (izrada i sprovođenje socijalnog programa) i, konačno,
- ✓ privatizacija (prodaja kapitala).

Elementi restrukturiranja se primenjuju u skladu sa potrebama svakog subjekta privatizacije.

Postupak restrukturiranja statusnom ili organizacionom promenom, u smislu navedene uredbe, obuhvata spajanje zavisnih preduzeća u okviru povezanog preduzeća, preuzimanjem ili novim osnivanjem, podelu preduzeća na više pravnih subjekata, prodaju delova preduzeća, prenos imovine ili dela imovine na drugi pravni subjekat, promenu oblika preduzeća, odnosno promenu oblika zavisnih preduzeća, promenu unutrašnje organizacije preduzeća ukidanjem neprofitabilnih poslovnih jedinica, kao i prestanak obavljanja neprofitabilnih delatnosti preduzeća.

Postupak restrukturiranja poravnanjem iz dužničko-poverilačkog odnosa, obuhvata odlaganje plaćanja ili reprogramiranje duga preduzeća, uz saglasnost većinskih poverilaca, prenos obaveza sa jednog zavisnog preduzeća na drugo zavisno preduzeće u okviru povezanih preduzeća, uz saglasnost većinskih poverilaca, otpisivanje glavnice duga, pripadajuće kamate ili drugih potraživanja, u potpunosti ili delimično, uz saglasnost većinskih poverilaca, kao i konverziju novčanih potraživanja od strane poverilaca sa većinskim državnim kapitalom u kapital tog preduzeća.

Postupak restrukturiranja primenom drugih mera obuhvata mere za povećanje kapitala u preduzeću, mere za smanjenje ili povećanje broja zaposlenih, kao i druge promene koje se odnose na preduzeće, a koje omogućavaju prodaju njegovog kapitala ili imovine metodom javnog tendera ili javne aukcije, u skladu sa zakonom.

Razlikujemo tri faze u restrukturiranju u postupku privatizacije.

Prva faza – predprivatizacione aktivnosti, odnosno analiza stanja, koja podrazumeva:

- ✓ identifikaciju preduzeća koja ulaze u proces restrukturiranja u postupku privatizacije i
- ✓ pripremu informacione osnove i sprovođenje aktivnosti neophodnih za ulazak u privatizaciju.

Druga faza – izrada programa restrukturiranja podrazumeva:

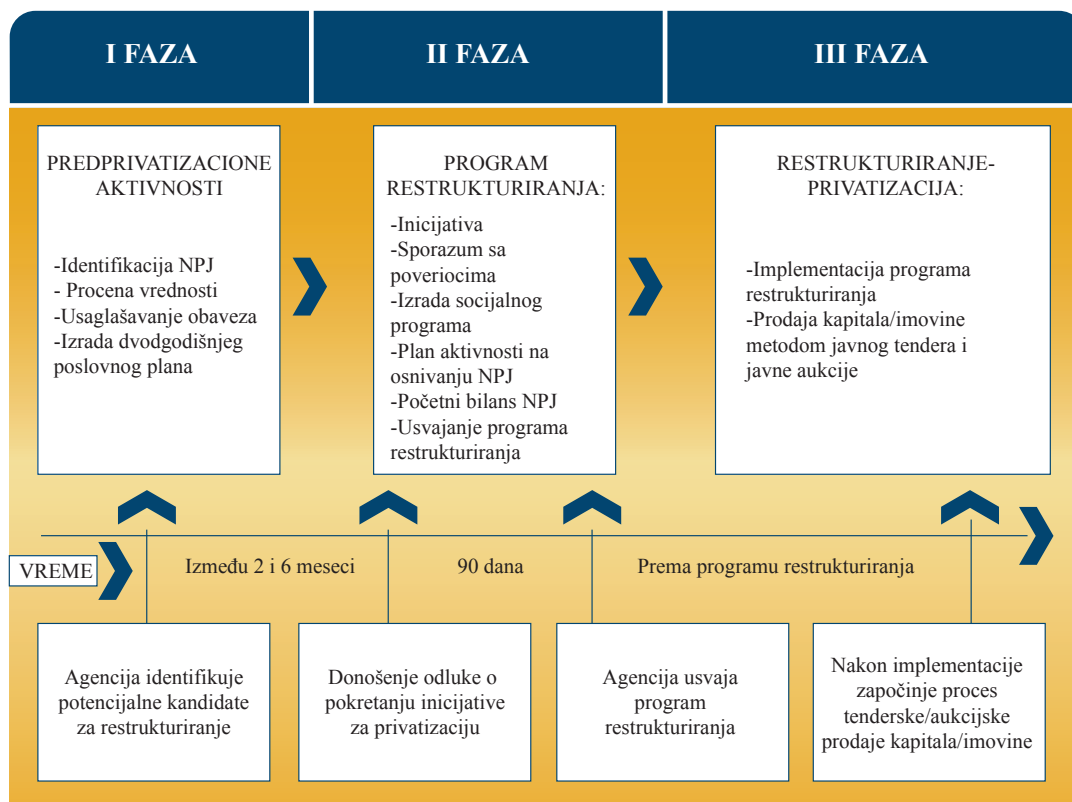
- ✓ pokretanje inicijative za privatizaciju i
- ✓ pripremu, usvajanje i sprovođenje programa restrukturiranja.

Treća faza – restrukturiranje/privatizacija obuhvata:

- ✓ implementaciju programa restrukturiranja i
- ✓ prodaju kapitala/imovine javnim tenderom ili javnom aukcijom.

Sledeći grafikon slikovito prikazuje faze procesa restrukturiranja.

**Grafikon 13. Restrukturiranje u postupku privatizacije**



U aktivnosti prve faze spadaju identifikacija i analiza NPJ, identifikacija atraktivnih NPJ, definisanje prioriteta, priprema odgovarajućih finansijskih izveštaja po NPJ, identifikacija potencijalnih investitora po NPJ (dobavljači, kupci, konkurenti, itd.), identifikacija i usaglašavanje svih spornih potraživanja i obaveza, inicijalni razgovori sa poveriocima, analiza pravnog statusa preduzeća, odnosno NPJ, kao i identifikacija potencijalnih problema u procesu restrukturiranja.

Rezultati prve faze su:

- ✓ analiza statusa subjekta privatizacije, priprema dokumentacije i donošenje odluke o pokretanju inicijative za privatizaciju preduzeća i
- ✓ zaštita od prinudne naplate potraživanja od strane poverilaca, kao i ograničenja u donošenju strateških odluka.

U aktivnosti druge faze spadaju prijava potraživanja, pregovori sa poveriocima o reprogramu obaveza, priprema plana aktivnosti za kreiranje adekvatne pravno-korporativne strukture NPJ, koja će omogućiti privatizaciju, izrada početnih bilansa za

NPJ, kao i usvajanje socijalnog programa.

Pojedini poverioci smanjuju svoja potraživanja (otpis) ili ih zamenjuju za udeo u prihodima od privatizacije. Cilj je da preduzeće ima pozitivnu vrednost kapitala, a da preostali iznos obaveza omogući preduzeću da profitabilno posluje.

U drugoj fazi priprema se *program restrukturiranja*. Program restrukturiranja je finalna pisana strategija za kompletno restrukturiranje preduzeća i svih njenih NPJ sa ciljem uspešne privatizacije.

Program restrukturiranja sadrži podatke o preduzeću koje se restrukturira, o njegovom poslovanju, vrednosti kapitala i imovine, iznosu dugova, načinu otplate dugova, mogućnostima uspešnog restrukturiranja, socijalnom programu subjekta privatizacije, planu privatizacije, kao i druge podatke od značaja za sprovođenje restrukturiranja.

Treća faza procesa restrukturiranja podrazumeva njegovu implementaciju. Preduzeće sprovodi sledeće aktivnosti predviđene programom restrukturiranja: pravne aktivnosti na promeni statusa NPJ, izradu finansijskih izveštaja NPJ, a prema sporazumu sa poveriocima uz nezavisnu reviziju istih, sprovođenje socijalnog programa, kao i organizovanje tenderske/aukcijske privatizacije predviđene programom restrukturiranja.

Nakon jasnog definisanja organizacionih celina za koje postoji procena da mogu biti prodate, organizuje se tenderska, odnosno aukcijska prodaja, po pravilima koja važe za preduzeća za koja nije potrebno prethodno restrukturiranje.

Neuspeh restrukturiranja vodi u stečaj subjekta privatizacije, gubitak delova preduzeća sa tržišnim potencijalom i masovnim otpuštanjem. Uspešno restrukturiranje doprinosi ekonomskom rastu regiona, rešavanju dužničko-poverilačkih sporova, kreiranju radnih mesta i dr.

Dosadašnje iskustvo u procesu restrukturiranja ukazuje na to da se radi o sporom i skupom procesu, pri čemu ne postoji jasno definisana metodologija restrukturiranja čijom primenom bi se povećala uspešnost ovog procesa. Pri tome, alternativa restrukturiranju bila bi stečaj i brza prodaja imovine zainteresovanim strateškim i/ili finansijskim investitorima koji bi tu imovinu „zaposlili“ i preuzeli potreban broj radnika.

Kritika ovako definisanog procesa restrukturiranja se zasniva na tome što Agencija za privatizaciju restrukturiranja posmatra sa više „tehničkog“ aspekta, ne ulazeći u dubinu problema. Sa stanovišta Agencije, ne postoje finansijska sredstva niti vreme za analizu osnovnih faktora vrednosti svakog preduzeća kako bi se preduzele aktivnosti za povećanje vrednosti njegovog kapitala u cilju realizacije više cene za vlasnika kapitala. Umesto toga, aktivnosti restrukturiranja se uglavnom odnose na statusne i organizacione promene koje su više usmerene ka tome da omoguće prodaju delova imovine nego što realno predstavljaju dugoročne mere stabilizacije poslovanja i povećanja vrednosti kapitala, kao što se navodi u ovom radu.

U svakom slučaju, rešenje koje je država Srbija izabrala da poveća efikasnost poslovanja i atraktivnost društvenih i državnih preduzeća pre njihove privatizacije u smislu sprovođenja njihovog restrukturiranja je dobar početni korak. Ono što nedostaje je detaljnija analiza potencijala za razvoj svakog pojedinačnog preduzeća, detaljna analiza osnovnih faktora vrednosti na osnovu kojih bi se definisale korektivne mere, kao i jasno definisana metodologija restrukturiranja. Upravo zbog toga, u trećem delu ovog rada je prezentovan model restrukturiranja putem upravljanja osnovnim faktorima vrednosti koji predstavlja okvir i osnovu za uspešno sprovođenje procesa restrukturiranja društvenog i državnog kapitala pre njihove privatizacije. Njegovom implementacijom bi se značajno poboljšali efekti procesa restrukturiranja, što u Srbiji dobija na značaju imajući u vidu očekivane procese restrukturiranja velikih javnih preduzeća.

## **ZAKLJUČAK**

U ovom delu rada, pre svega, analiziran je novi model privatizacije koji umesto besplatne podele akcija podrazumeva prodaju većinskog dela društvenog i državnog kapitala.

Vrline modela prodaje su znatne i odgovaraju potrebama Srbije. Prvo, prodaja preduzeća obezbeđuje najbolje upravljanje privatizovanim preduzećima, što je, sa stanovišta ekonomske efikasnosti, najvažnije pitanje privatizacije. Ukoliko se želi zdrava, efikasna privreda, sposobna za dugoročni ekonomski napredak, onda je dobro upravljanje preduzećima koja se privatizuju najvažniji kriterijum izbora modela privatizacije. Alternativni modeli, vaučerska privatizacija i akcionarstvo zaposlenih, ne obezbeđuju dobro upravljanje preduzećem i zato ne bi trebalo da budu osnova privatizacije u Srbiji. Drugo, prodajom društvenog i državnog kapitala obezbeđuje se državi preko potreban prihod, kojim se mogu servisirati državni dugovi, pokriti fiskalni deficit, finansirati

socijalna zaštita i drugi opšte korisni poslovi i/ili koji mogu biti upotrebljeni za smanjenje poreza i doprinosa.

Model prodaje je, politički posmatrano, najmanje oportun za vladu, jer pretpostavlja plaćanje pune cene i ne omogućuje poklanjanje društvene i državne imovine građanima, pa time ni potkupljivanje birača za sledeće izbore. Međutim, ekonomske prednosti modela prodaje su ono što je najvažnije. Kao kupci se tokom privatizacije javljaju i domaći investitori, kako pravna lica, tako i pojedinci. Jedna moguća primedba glasi da bi se time pružila prilika za eventualnu legalizaciju prljavog, sumnjivog novca.

Sa druge strane, teškoće sa kojima se suočava model prodaje su u osnovi političke i tehničke. Među političkim mogu se pomenuti sledeći: deo stanovništva može postprivatizacionu distribuciju imovine doživeti kao nepravednu, polazeći od egalitarnog vrednosnog sistema; kupovina preduzeća od strane inostranih investitora može izgledati kao prodaja nacionalne suverenosti; zaposleni i postojeći menadžeri mogu se, braneći svoje interese, usprotiviti prodaji i stvoriti političke teškoće i sl.

Tehnički problem tiče se složenosti, dugotrajnosti i troškova procedure pripremanja svakog pojedinačnog preduzeća za prodaju, bilo da se radi o javnom upisu akcija, bilo o direktnoj prodaji. Jer, procena vrednosti preduzeća, kao osnova metoda prodaje, komplikovan je i zahtevan postupak, posebno ukoliko postoji znatna politička i ekonomska neizvesnost (rizici) i ukoliko informacioni i računovodstveni podaci o preduzećima nisu dobri. Sa ovog stanovišta, direktna prodaja je u prednosti nad javnim upisom akcija, jer se, kao tehnika zasnovana na prikupljanju ponuda i nadmetanju zainteresovanih, može brže i jeftinije organizovati nego javni upis akcija, koji zahteva detaljne pripreme kako bi se utvrdila što je moguće preciznija cena. Prodaja većeg broja preduzeća ne može biti izvedena brzo, što se ponekad smatra važnim nedostatkom ovog modela.

U ovom delu rada je detaljno analiziran i proces restrukturiranja, kao metode pripreme za privatizaciju, koji se sprovodi kod ograničenog broja društvenih preduzeća koja ne mogu biti privatizovana u sadašnjem stanju, odnosno koja ispunjavaju određene kriterijume. Osim toga, objašnjene su karakteristike preduzeća koja ulaze u postupak restrukturiranja, odnosno njihovo ekonomsko stanje, organizaciona struktura, višak zaposlenih, finansijska prezaduženost i imovinsko-pravni odnosi. Konačno, navedeni su elementi koji čine aktivnosti restrukturiranja i objašnjene faze procesa restrukturiranja.

I pored definisanja elemenata i faza procesa restrukturiranja, Agencija za privatizaciju ne ulazi u dublju analizu stanja preduzeća niti postoji prihvaćena metodologija restrukturiranja usmerena ka identifikovanju osnovnih faktora vrednosti, čijom implementacijom bi se povećala efikasnost poslovanja i poboljšale finansijske performanse preduzeća. Restrukturiranje predstavlja aktivnost koja se sprovodi samo da bi se preduzeće prodalo a ne sa ciljem da se kreira vrednost. Upravo zbog toga je u trećem delu rada predložena metodologija restrukturiranja putem upravljanja faktorima vrednosti, čijom implementacijom bi se poboljšale performanse i povećala vrednost kapitala preduzeća pred njihovu privatizaciju. Ovaj model je značajan zbog činjenice da ga je moguće primeniti i u velikim javnim preduzećima čije restrukturiranje i privatizacija se tek očekuje.

U narednom delu rada detaljnije ćemo analizirati javne tendere i aukcije kao metode privatizacije. Navedena analiza odnosi se na način i proceduru sprovođenja tendera i aukcija, s obzirom da, kao smo već naveli, pravilno sprovedena prodaja kapitala omogućava valorizaciju i realizaciju vrednosti koja je ostvarena aktivnostima restrukturiranja. Kroz transparentnost i konkurenciju među zainteresovanim kupcima, tenderi i aukcije su, kao i aktivnosti restrukturiranja, kreatori vrednosti za vlasnike kapitala.

### **4.3. METODI PRODAJE KAPITALA**

Proces prodaje (akvizicije) preduzeća razlikuje se sa stanovišta prodavca i sa stanovišta kupca. Faze procesa prodaje su određivanje strategije prodaje ciljnog subjekta, preliminarno istraživanje potencijalnih kupaca, procena vrednosti kapitala, objava tendera i odabir kupca. Kada je odabran kupac, sled faza due diligence, pregovori, finansiranje, završetak prodaje i postakviziciona faza integracije i konsolidacije ciljnog subjekta od strane kupca.

Sa stanovišta kupca, proces prodaje podrazumeva malo drugačiji redosled faza: određivanje strategije kupovine i ciljnog subjekta, preliminarno istraživanje tržišta i potencijalnih ciljeva za preuzimanje, odabir ciljnog preduzeća, procena vrednosti kapitala, due diligence, davanje ponude, pregovori oko ugovora, zatim finansiranje, završetak prodaje i postakviziciona faza. Navedeni proces može se detaljnije podeliti na sledeće korake: razmišljanje kroz strategijske ciljeve, procenjivanje strukturnih kapaciteta, identifikovanje i sortiranje potencijalnih akvizicionih ciljeva, obavljanje due diligenca, procena akvizicionih ciljeva, odabir odgovarajuće pravne i poreske strukture za transakciju, upravljanje integracijom, kontrola i implementacija<sup>82</sup>.

---

82 Borghese, Robert J., Borghese, Paul F., „Mergers and Acquisitions from Planning to Integration“, *New York:*

Kada se sprovodi proces prodaje (akvizicije), realni cilj je stvaranje platforme za rast<sup>83</sup>. I kupci i prodavci mogu da ostvare velike koristi od prodaje. Fokus je na poslovnim vrednostima – kako je stvoriti, kako je meriti, graditi i kako je maksimizirati. Ovaj koncept je važan, kao što je već rečeno, i za prodavce i za kupce, u smislu ostvarivanja koristi, ali su mogući i drugi ishodi.

Prodavac može da proda preduzeće po nepovoljnijim uslovima i da prihvati nižu cenu, a kupcima preti rizik kupovine pogrešnog preduzeća ili previsoka cena<sup>84</sup>.

Iz navedenih razloga, kupac treba da planira kupovinu, odnosno da izvrši detaljnu analizu za svaku od gore navedenih faza<sup>85</sup>. Takođe, „lukav kupac“ treba da sprovede due diligence, odnosno istraživanje kupovine pre nego što istu sprovede, jer je zadržavajuće kako su često osnovni principi prekršeni i kako kupci rizikuju da ostvare ozbiljne finansijske gubitke, kada se postupak kupovine zasniva na nedovoljnim i polutačnim informacijama<sup>86</sup>. Pre dogovora sa prodavcem, prethodno je potrebno kompletirati istraživanje, kako bi kupac imao dovoljno osnovnog znanja o tome šta kupuje i kako bi napravio akviziciju vrednu pažnje<sup>87</sup>.

Metod prodaje putem tendera i putem aukcije shodno odredbama novog zakona o privatizaciji u Srbiji je upravo koncipiran imajući u vidu gore navedeno. Naime, oba procesa su organizovana na način na koji se potencijalnim kupcima obezbeđuju sve informacije koje su im potrebne da bi doneli odluku o investiranju odnosno kupovini. S druge strane, država, kroz fazu pripreme za tendersku, odnosno aukcijsku privatizaciju, sprovodi detaljnu analizu poslovanja preduzeća kako bi se što bolje upoznala sa vrednošću i karakteristikama imovine koju prodaje. Na osnovu te analize, za svaku privatizaciju su definisani kako kriterijumi participacije (ko može da učestvuje u procesu privatizacije), tako i kriterijumi selekcije najbolje ponude (ponuđena cena za kapital, visina investicionog, socijalnog ili programa ekološke zaštite), kao što ćemo videti u nastavku. U nastavku ćemo se detaljnije upoznati sa karakteristikama javnih tendera i javnih aukcija kao metoda prodaje kapitala državnih i društvenih preduzeća u Srbiji shodno odredbama novog zakona o privatizaciji.

---

*McGraw Hill*, 2001., str. 25

83 Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, Boston, *Harvard Business School Press*, 2001., str. 4

84 Evans, Frank C., Bishop, David M., „Valuation for M&A: Building Value in Private Companies“, *New York: John Wiley & Sons*, 2001., str. 62

85 Borghese, Robert J., Borghese, Paul F., „Mergers and Acquisitions from Planning to Integration“, *New York: McGraw Hill*, 2001., str. 26

86 Rock, Milton L., Rock, Robert H., Sikora M., „The Mergers & Acquisitions Handbook“, *New York: McGraw Hill*, 1994., str. 125

87 Schorf, Charles A., Beck, George C., „Mergers and Acquisitions, Sales, Buyouts & Takeovers“, *London: Prentice Hall*, 1991., str. 7



#### 4.3.1. TENDER KAO METOD PRODAJE

Javni tender je metod privatizacije, odnosno prodaje do 70% društvenog ili državnog kapitala preduzeća javnim prikupljanjem ponuda potencijalnih kupaca u skladu sa utvrđenim uslovima prodaje.

Na tenderu se prodaje društveni i državni kapital preduzeća. Društveni ili državni kapital, odnosno imovina izražava se u nominalnom iznosu i u procentu učešća tog kapitala u ukupnoj vrednosti kapitala subjekta privatizacije.

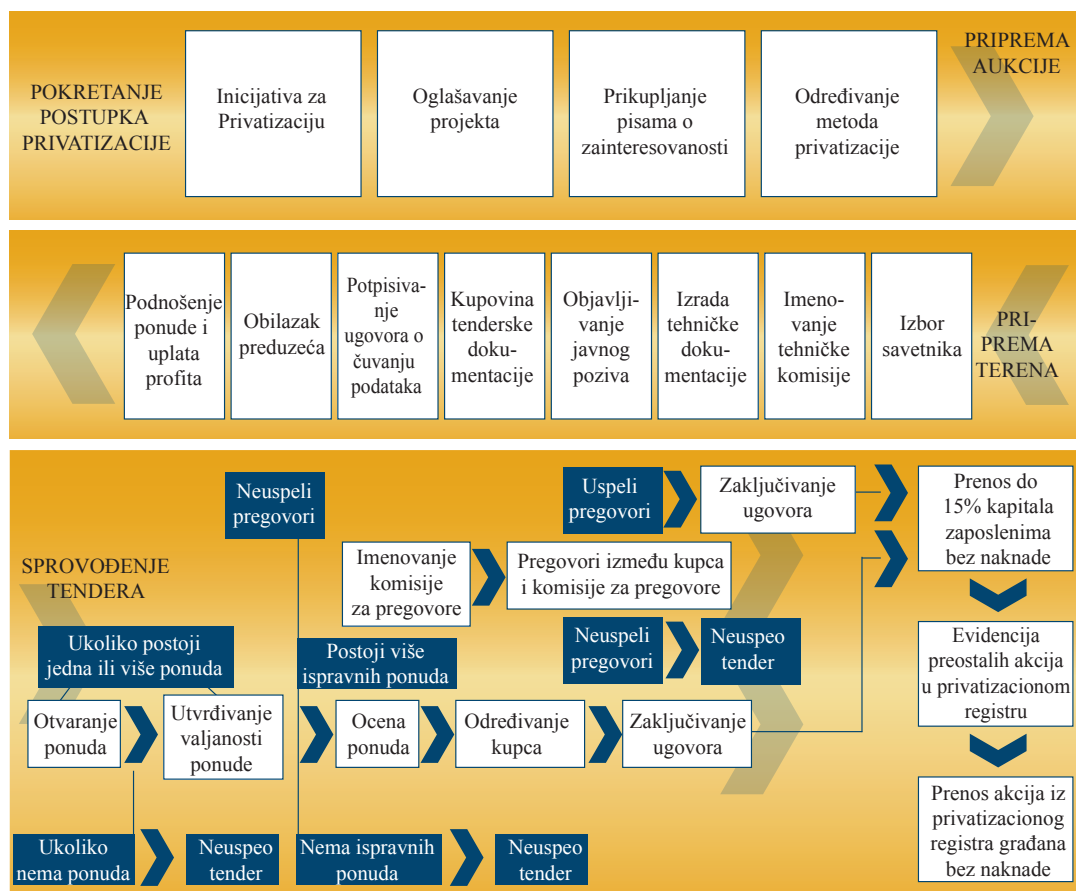
Tender se sprovodi kada preduzeće zadovoljava kriterijume u pogledu veličine, strateškog značaja, kao i zainteresovanosti kupaca. Naime, metodom javnog tendera privatizuju se uglavnom veća i neka srednja preduzeća za koja je moguće naći strateškog partnera. Odluka o izboru partnera za takva preduzeća značajna je sa stanovišta samih preduzeća, privrednih grana kojima pripadaju, kao i privrede u celini.

Koncept, principi i nadležnosti uređeni su Zakonom o privatizaciji, a procedura, odnosno postupak i način prodaje društvenog i državnog kapitala, odnosno imovine subjekta privatizacije metodom javnog tendera uređuje se Uredbom o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom („Službeni glasnik RS”, br. 45/01, 59/03, 110/03, 52/05, i 126/07). Ako je postupak prodaje društvenog i državnog kapitala subjekta privatizacije metodom javnog tendera bio u toku na dan stupanja na snagu ove uredbe, okončaće se po odredbama propisa koji su bili na snazi na dan objavljivanja javnog poziva za učešće na tenderu.

U oktobru 2008. godine, doneta je Uredba o izmenama i dopunama Uredbe o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom, kojom je Kupcu data mogućnost da iznos ugovorene cene plati u šest godišnjih rata, pri čemu prva rata iznosi 30% od ugovorene cene.

Postupak i način prodaje društvenog i državnog kapitala, odnosno imovine subjekta privatizacije metodom javnog tendera sprovodi se prema utvrđenom postupku, uslovima i kriterijumima, u kojem se ponude javno otvaraju, ocenjuju, prihvataju ili odbacuju. Sledeći grafikon slikovito prikazuje proces javnog tendera<sup>88</sup>.

**Grafikon 14. – Javni tender – tok tendera**



Odluci o izboru metoda privatizacije prethode obimne analize podataka o preduzeću i njegovom poslovanju, kao i testiranje interesa potencijalnih strateških investitora. U celom procesu jasno su razgraničene nadležnosti i obaveze svih učesnika.

U procesu tenderske prodaje, preduzeće ne može bez saglasnosti ministarstva nadležnog za sprovođenje privatizacije da vrši statusne promene, poveća ili smanji kapital, sprovede reorganizaciju ili da se restrukturira, investira, zaključuje dugoročne aranžmane, i prodaje delove imovine.

U tenderskoj proceduri razlikuju se dve osnovne faze – priprema i sprovođenje tendera, koje sadrže sledeće aktivnosti:

- ✓ priprema za prodaju metodom javnog tendera,
- ✓ podnošenje i prijem ponuda,
- ✓ otvaranje i ocena ponuda,
- ✓ zaključivanje Ugovora o prodaji (zatvaranje transakcije), i
- ✓ kontrola sprovođenja Ugovora o prodaji.

U nastavku rada, detaljnije su obrađene faze pripreme i sprovođenja tendera.

#### **4.3.1.1. Priprema tendera**

Tender organizuje i sprovodi Agencija za privatizaciju u skladu sa zakonom i Uredbom o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom. Pri tome, Agencija može, na osnovu posebnog tendera ili po pozivu, da angažuje savetnike za obavljanje poslova i pružanje pomoći u organizaciji tendera i izboru najboljeg ponuđača.

Agencija je ovlašćena da organizuje javni tender, priprema tendersku dokumentaciju, objavljuje javni poziv, organizuje obilazak preduzeća koje se privatizuje, ocenjuje ponude učesnika na tenderu, kao i da predlaže izbor najpovoljnije ponude Tenderskoj komisiji.

Lice koje ne može biti angažovano na tenderu jeste lice zaposleno u Agenciji koje ima vlasnička prava u subjektu privatizacije čiji je kapital, odnosno imovina predmet prodaje na tenderu, ili koje učestvuje na tenderu ili čiji srodnik do trećeg stepena srodstva u pravoj liniji učestvuje na tenderu.

Pripremna faza je veoma značajna jer podrazumeva:

- ✓ izbor savetnika,
- ✓ imenovanje tenderske komisije, i
- ✓ pripremu tenderske dokumentacije (poslovni i finansijski due diligence, ocenu tržišne pozicije, informacioni memorandum, procenu vrednosti kapitala, nacrt ugovora o prodaji).

#### Odabir finansijskih i pravnih savetnika

Savetnici se biraju prikupljanjem javnih ponuda. Savetnik može da bude konsultantska firma, investiciona banka ili advokatska kancelarija koja ima eksperte i iskustva u prodaji preduzeća, korporativnim finansijama i izradi ugovora iz ove oblasti. Savetnik se angažuje na poslovima tehničkog pružanja pomoći u organizaciji tendera, prikupljanju i analizi podataka o preduzeću, prikupljanju i analizi podataka o potencijalnim kupcima, na učešću u izboru najbolje ponude, kao i u pregovorima radi zaključenja ugovora o prodaji kapitala. U saradnji sa preduzećem i stručnjacima Agencije za privatizaciju, savetnik priprema tendersku dokumentaciju.

### Osnivanje tenderske komisije

Tendersku komisiju obrazuje ministar nadležan za poslove privatizacije u skladu sa zakonom. Tenderska komisija ima pet članova. U komisiju se imenuju jedan predstavnik lokalne samouprave prema sedištu subjekta privatizacije, jedan predstavnik subjekta privatizacije, kao i tri predstavnika republičkih organa.

Predsednik komisije imenuje se iz reda članova komisije. U slučaju odsutnosti ili sprečenosti predsednika komisije, komisijom predsedava njegov zamenik.

Član komisije ne može biti lice koje ima vlasnička prava u subjektu privatizacije čiji je kapital, odnosno imovina predmet prodaje na tenderu ili koje učestvuje na tenderu ili čiji srodnik do trećeg stepena srodstva u pravoj liniji učestvuje na tenderu.

Komisija prati sprovođenje procesa tenderske prodaje i na predlog Agencije, odobrava rezultate odnosno konačni izbor najpovoljnije ponude tendera, u skladu sa Uredbom o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom.

Komisija može odlučivati ako je prisutna većina od ukupnog broja članova. Odluke se donose većinom glasova prisutnog broja članova. U slučaju jednake podele glasova, glas predsednika komisije je odlučujući.

Komisija donosi poslovnik o radu kojim se bliže uređuju pitanja od značaja za rad komisije. Komisija svoj izveštaj o radu dostavlja Agenciji u roku od 15 dana od završetka prodaje javnim tenderom.

### Izrada tenderske dokumentacije

Pored sopstvenih analiza i informacija, potencijalni kupac se informise o subjektu privatizacije kupovinom tenderske dokumentacije koja sadrži:

- ✓ Ugovor o čuvanju poverljivih podataka (*Confidentiality Agreement*);
- ✓ Informacioni memorandum o subjektu privatizacije;
- ✓ Uputstvo za ponuđače (*Instruction to Bidders*);
- ✓ Nacrt ugovora o prodaji (*draft SPA*); i
- ✓ druge informacije i dokumentaciju neophodnu za prodaju metodom javnog tendera.

Uputstvo za ponuđače sadrži uslove i rokove za učestvovanje na tenderu, opis procedure i rokove za sprovođenje tendera, uslove za izradu sveobuhvatne analize poslovanja preduzeća (*due diligence*), vreme i način obilaska subjekta privatizacije, kriterijume za rangiranje ponude, kopiju Uredbe o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom, kao i druge podatke u skladu sa navedenom uredbom.

U nastavku su detaljnije opisani procesi pripreme finansijskog i pravnog *due diligence*, analize tržišne pozicije preduzeća, procene vrednosti kapitala preduzeća, kao i izrade informacionog memoranduma i nacrtu ugovora o prodaji. Sve ove aktivnosti predstavljaju pripremne aktivnosti od čijeg rezultata zavisi i uspešnost tenderske privatizacije.

### Poslovni i finansijski due diligence

Due diligence izveštaj predstavlja prethodni izveštaj o stanju i performansama preduzeća i poslovnog okruženje sačinjen za potrebe potencijalnog investitora. Due diligence je proces kojim se sakupljaju podaci vezani za ciljno preduzeće, njegove poslovne delatnosti, i okruženje.

Ovaj izveštaj nezavisnih eksperata namenjen je prvenstveno stranim investitorima, potencijalnim partnerima u zajedničkom ulaganju, potencijalnim kupcima preduzeća, odnosno potencijalnim partnerima koji će izvršiti dokapitalizaciju. Cilj *due diligence* izveštaja je da se potencijalnim investitorima omogući donošenje odluke vezane za investiciju, odnosno da se prodavcu/vlasniku preduzeća omogući donošenje strateških odluka o prodaji (cena, investicioni program, socijalni program).

U ovom izveštaju se od strane eksperata ne izražava mišljenje, niti daju kvalifikacije (kao u revizorskim izveštajima), već samo analiza i objektivno prikazano stanje i položaj preduzeća i okruženja, kako bi strani ili domaći investitor mogao preliminarno da odlučuje o kupovini kapitala.

Cilj poslovnog *due diligence* je detaljan, precizan i tačan prikaz/analiza određenog preduzeća sa stanovišta upravljanja, organizacije, zaposlenosti, nabavke, i prodaje. Njegov sadržaj je sledeći:

- ✓ Opis preduzeća - istorijat (npr. nacionalizacija, organizacione promene, osnivač), registracija, sedište, registrovane aktivnosti, rukovodstvo (ovlašćene osobe);
- ✓ Organizacija i zaposlenost - organizaciona struktura: rukovodstvo, skupština, upravni odbor, generalni direktor, izvršni direktor, spisak rukovodioca sa

biografijama, korporativno upravljanje. Zaposlenost: broj zaposlenih, starosna struktura, kvalifikaciona struktura, cena rada (bruto/neto plata, doprinosi, itd.), kolektivni ugovor, sindikati, fluktuacija radne snage, stalno zaposleni/na određeno vreme, beneficije, upravljački informacioni sistem, itd.;

- ✓ Proizvodi i/ili usluge - proizvodni proces (karakteristike, uska grla), kontrola kvaliteta (ISO), proizvodnja po vrstama proizvoda, proizvodni kapacitet (iskorišćenost kapaciteta), i sl.;
- ✓ Nabavka (lanac nabavke) - funkcija nabavke, dobavljači, tržišta nabavke, grupe repromaterijala (količine, valuta), domaći vs. inostrani dobavljači, ugovori o nabavci, i sl.;
- ✓ Prodaja (i distribucija) - struktura prodaje (obim prodaje po proizvodima - na godišnjem nivou, na mesečnom nivou, kvartalno, struktura prodaje, lista porudžbina), distributivni centri, kupci (veleprodaja, maloprodaja), politika određivanja cena (struktura cena za proizvodne grupe, način plaćanja, uslovi kreditiranja, dugoročni ugovori o prodaji), licence, marketing, tržišna pozicija, i sl.;
- ✓ Opis zemlje (ekonomska i politička situacija); i
- ✓ Analiza tržišta na kojima ciljno privredno društvo obavlja svoju delatnost.

Finansijski due diligence je proces kojim se sakupljaju finansijski podaci vezani za ciljno preduzeće, na osnovu kojih su sastavljeni finansijski izveštaji preduzeća. Finansijski izveštaji mogu biti godišnji, a mogu se sastavljati i kao polugodišnji i kvartalni, u zavisnosti od potrebe rukovodstva preduzeća.

Finansijski due diligence predstavlja proveru činjenica (ukoliko je dostavljena relevantna dokumentacija), nabranje činjenica i analizu činjenica, a treba da omogući naručiocu izveštaja da dođe do korisnih informacija, na bazi vršenja finansijske analize rezultata poslovanja preduzeća, priliva i odliva gotovine, i analize pozicija bilansa stanja preduzeća.

Svrha pravnog due diligenca je predočavanje pravnog statusa i pravnih aspekata poslovanja preduzeća potencijalnim investitorima, putem analize relevantnih dokumenata i prikupljanjem relevantnih podataka. Cilj je da se potencijalnom investitoru omogući da donese odluku o ulaganju u preduzeće na osnovu sagledavanja svih aspekata postojećeg činjeničnog stanja, kako bi se izbeglo donošenje pogrešnih odluka. Procena vrednosti i finansijska analiza preduzeća nisu dovoljne za donošenje odluke o investiranju, jer iako jedno preduzeće finansijski “dobro stoji” u trenutku izrade procene, moguće je da veći deo vrednosti izgubi u kratkom roku, npr. po osnovu odluke suda ili gubitka nekog

ugovora. Izrada detaljnog pravnog izveštaja služi tome da se sve potencijalne opasnosti po vrednost imovine preduzeća identifikuju unapred, kako bi investitoru bilo omogućeno da donese racionalnu odluku o ulaganju.

Spisak dokumentacije i informacija na osnovu kojih se sačinjava detaljan pravni izveštaj i koje treba da prikupi samo preduzeće („*Prepared by client list*“ ili „*PBC list*“) treba da sadrži podatke o sledećem:

- ✓ Pravnom statusu i organizacionoj strukturi preduzeća;
- ✓ Pokretnoj i nepokretnoj imovini preduzeća;
- ✓ Zaposlenima u preduzeću i sindikalnim organizacijama;
- ✓ Važnim ugovorima zaključenim od strane preduzeća;
- ✓ Sporovima pred sudovima i državnim organima, odn. izvršnim postupcima koji su u toku; i
- ✓ Dozvolama i saglasnostima nadležnih organa za obavljanje delatnosti.

#### Ocena tržišne pozicije preduzeća

Ocena tržišne pozicije preduzeća obuhvata makro i mikro tržišnu analizu preduzeća vezanu za njegov dosadašnji razvoj. Makro tržišna pozicija podrazumeva višedimenzionalno sagledavanje aktuelnog tržišnog položaja preduzeća u domaćem i inostranom poslovnom ambijentu. To znači razmatranje i identifikovanje najznačajnijih performansi razvoja privrede zemlje, grane i grupacije kojoj pripada analizirano preduzeće. Mikro analiza aktuelne tržišne pozicije preduzeća podrazumeva utvrđivanje veličine i strukture prodaje, identifikovanje najvažnijih kupaca, najznačajnijih tržišnih područja, najvažnijih dobavljača, najvažnijih konkurenata, mogućih barijera ulaska na tržište, kao i razmatranje SWOT matrice (šansi, opasnosti, prednosti i nedostataka).

#### Procena vrednosti kapitala

Procena vrednosti preduzeća predstavlja donošenje suda o vrednosti datog preduzeća u određenom vremenskom trenutku i zasniva se na razumevanju prošlih, trenutnih i budućih operacija preduzeća. Ostali faktori od značaja za donošenje suda o vrednosti su analiza ekonomskog okruženja u kojem preduzeće posluje, analiza privredne grane u kojoj se preduzeće takmiči, kao i analiza finansijskih informacija samog preduzeća.

U prethodnom delu rada smo se detaljno upoznali sa metodologijom procene vrednosti kapitala preduzeća. U ovom delu ćemo navesti metodologiju procene koja se primenjuje shodno odredbama podzakonskih akata koji, shodno novom zakonu o privatizaciji, regulišu organizaciju i spovođenje javnog tendera.

Procena vrednosti kapitala preduzeća inicirana je potrebom Agencije za privatizaciju da stekne saznanje oko vrednosti kapitala koji je predmet prodaje odnosno privatizacije. Iz navedenih razloga se pojavila potreba utvrđivanja realne, tržišne cene, odnosno vrednosti po kojoj se može obaviti kupoprodaja kao i kod svake druge robe koja je predmet razmene na tržištu. Dok se cena robe i usluga utvrđuje kalkulativnim postupcima troškova, rashoda i izdataka, uz mogući dobitak, primereno cenama koje vladaju na tržišti roba i usluga, za procenu preduzeća takvi postupci nisu mogući.

Procena vrednosti preduzeća je jedan od ključnih faktora koja je definisana novim Zakonom o privatizaciji. Na osnovu izvršene procene, kapital preduzeća koja se privatizuju se nudi zainteresovanim kupcima kroz postupak javnih tendera ili aukcija. Pri tome, procena vrednosti preduzeća koja se privatizuju putem tendera se više zasniva na tržišnom pristupu dok je za preduzeća koja se privatizuju putem aukcija država precizno odredila metodologiju procene. Razlog za ovo je što finansijski savetnici imaju više vremena da posvete proceni preduzeća u tenderskoj prodaji, a tržišni koncept traži vreme, kao i precizne analize i projekcije poslovanja. S druge strane, kod aukcija se radi o velikom broju manjih preduzeća koja treba privatizovati u kratkom vremenskom periodu i, radi jednoobraznosti aukcijske dokumentacije i uporedivosti preduzeća, država je preciznije definisala metodologiju procene kod aukcijskih preduzeća.

Kao što smo već pomenuli u prethodnom delu rada, koraci u proceni vrednosti kapitala su definisanje angažmana, prikupljanje podataka, analiza podataka, izbor metoda procene, primena metoda procene, donošenje zaključka o vrednosti, kao i pisanje/prezentacija izveštaja.

Propisivanje metodologije za procenu kapitala u Srbiji imao je za cilj što efikasnije sprovođenje procesa vlasničke transformacije, odnosno postupka privatizacije, uz jaku kontrolu i nastojanje da se zaštiti društvena, odnosno državna svojina.

U periodu od 1997. do 2000. godine bila je obavezna primena metoda diskontovanog novčanog toka i metoda neto imovine, dok je likvidacioni metod imao kontrolnu ulogu. Novim zakonskim odredbama, u slučaju privatizacije putem javnih tendera ili javnih



aukcija, omogućena je primena samo metoda diskontovanog novčanog toka i metoda likvidacione vrednosti, uz obavezu definisanja konačnog rezultata procene kao intervala vrednosti.

Ono što je bitno napomenuti je da, i pored procene vrednosti kapitala koja se obavlja pre samog procesa javnog tendera ili javne aukcije, sam postupak tendera i aukcije dovodi do prodaje preduzeća po realnoj tržišnoj ceni. Naime, procena vrednosti kapitala, po bilo kom metodu sprovedena, predstavlja samo polaznu osnovu za prodaju preduzeća putem tendera i aukcija. Prava vrednost se realizuje na tržištu, u konkurenskom ambijentu, kao što novi zakon o privatizaciji podrazumeva. Samim tim, možemo reći da se navedeni nedostaci procene u velikoj meri nadomešćuju definisanim modelom prodaje koji bi, bar po svojoj definiciji, trebalo da obezbedi prodaju preduzeća po pravoj tržišnoj vrednosti.

#### Informacioni memorandum

Informacioni memorandum o subjektu privatizacije sadrži naziv i adresu subjekta privatizacije, opis pretežnih delatnosti, organizacionu i vlasničku strukturu, ukupnu knjigovodstvenu vrednost kapitala, odnosno imovine izraženu u dinarima i protivvrednosti u evrima, kao i informacije o poslovanju i bonitetu subjekta privatizacije.

Cilj izrade informacionog memoranduma je da se potencijalnom investitoru prikažu sumarne informacije o subjektu privatizacije, počevši od njegove istorije, osnovnih informacija o zemlji ulaganja i tržištu, do najvažnijih finansijskih podataka, kao i podataka o njegovoj organizacionoj strukturi, proizvodnom programu, organizaciji poslovanja, upravljanja, zaposlenima, itd.

#### Nacrt Ugovora o prodaji (Sale and Share Purchase Agreement)

Sastavni deo svake tenderske dokumentacije je i nacrt ugovora o prodaji, koji priprema Agencija za privatizaciju u skladu sa programom privatizacije. Nacrt ugovora o prodaji sadrži odgovarajuće definicije, predmet prodaje, radnje prilikom potpisivanja i uslove za ispunjenje, izjave i garancije Agencije za privatizaciju i kupca, kao i obaveze kupca koje se odnose na obezbeđivanje kontinuiteta poslovanja, uslove korišćenja sredstava i zemljišta, ulaganje sredstava u subjekt privatizacije, rešavanje pitanja zaposlenih, i zaštitu životne sredine.

#### 4.3.1.2. Sprovođenje tendera

Aktivnosti tokom sprovođenja javnog tendera obuhvataju objavljivanje javnog poziva, identifikovanje potencijalnih investitora, definisanje kriterijuma selekcije ponude, obilazak preduzeća i pripremu sobe sa podacima, odabir kupca, kao i zaključenje ugovora o kupoprodaji.

##### Objavljivanje javnog poziva

Javni poziv je ponuda potencijalnim kupcima da dostave svoje ponude za kupovinu preduzeća. Javni poziv za učešće na tenderu, Agencija za privatizaciju objavljuje posle izrade tenderske dokumentacije. Javni poziv sadrži:

- ✓ naziv, adresu i ostale osnovne podatke o subjektu privatizacije;
- ✓ opis pretežne delatnosti;
- ✓ vlasničku strukturu kapitala;
- ✓ procenat kapitala, odnosno opis imovine koja se nudi na prodaju;
- ✓ datum i rokove za učešće na tenderu;
- ✓ uslove koje ponuđač treba da ispuni;
- ✓ šifru tendera;
- ✓ ime lica zaduženog za davanje bližih informacija; i
- ✓ druge podatke od značaja za učešće na tenderu.

Agencija objavljuje javni poziv u sredstvima javnog informisanja, a najmanje u jednom dnevnom listu i na internetu, a za značajnije subjekte privatizacije, kada to Agencija proceni, i u stranoj štampi. Nakon objavljivanja javnog poziva, ministarstvu nadležnom za sprovođenje privatizacije dostavlja se zahtev za formiranjem tenderske komisije.

Sastavni deo javnog poziva su kriterijumi participacije na samom tenderu. Definisanje kriterijuma participacije vrši se zasebno za svaki tender. Naime, radi se o kriterijumima koje, u skladu sa javnim pozivom za učešće na tenderu, mora da ispunjava zainteresovano lice koje hoće da podnese ponudu za učešće na tenderu.

Uslovi koji moraju biti ispunjeni u skladu sa javnim pozivom, najčešće su sledeći: da je zainteresovano lice otkupilo tendersku dokumentaciju, da se određeni broj godina bavi istom ili sličnom delatnošću kao subjekt privatizacije za koji se podnosi ponuda, da je

ostvarivalo određenu visinu poslovnih prihoda u tačno navedenim godinama ili da je finansijski investitor koji postoji određen broj godina, sa zahtevanom visinom ukupne poslovne aktive i određenom visinom poslovnih prihoda.

Fizičkim i pravnim licima koja izraze interes za učešće na tenderu prodaje se tenderska dokumentacija po ceni koju određuje ministar nadležan za poslove privatizacije. Učesnici na tenderu dužni su da pre dostavljanja tenderske dokumentacije potpišu ugovor o čuvanju poverljivih podataka koji je sastavni deo tenderske dokumentacije.

#### Identifikovanje potencijalnih investitora

Kupci kapitala mogu biti domaća i strana fizička i pravna lica. Učešće u tenderu je zabranjeno domaćem privatnom ili pravnom licu koje nije izmirilo obaveze prema Zakonu o jednokratnom porezu na ekstra dohodak, kao i zavisnom preduzeću, ako se prodaje matično preduzeće.

#### Definisanje kriterijuma selekcije ponuda

Kriterijumi selekcije ponuda odnose se na transakcionu cenu, investicioni i socijalni program, kao i program ekološke zaštite. Svaki od ovih kriterijuma se ponderiše odgovarajućim ponderom, dok ukupan zbir definiše ukupnu vrednost ponude.

Investicioni plan i program ekološke zaštite pripremaju subjekt privatizacije i savetnici. Investicioni program mora da sadrži detaljne podatke o planiranim godišnjim iznosima koji treba da se ulože po pojedinačnim pozicijama investicionog programa, ukupnoj investicionoj obavezi, ukupnom trajanju investicionog programa, kao i nameni, vrsti, kvalitetu i dinamici investiranja. Program ekološke zaštite odnosi se na sve važeće standarde koji se tiču zaštite životne okoline.

Osim investicionog, sastavni deo kriterijuma za selekciju ponude je i socijalni program. U pripremi socijalnog programa učestvuju sindikati subjekta privatizacije. Socijalni program se uglavnom odnosi na uslove prinudnog otpuštanja zaposlenih, kontinuitet proizvodnje, i ograničenje prodaje akcija subjekta. Takođe, on može da uključi i stambenu politiku za zaposlene, povećanje zarada, politiku zapošljavanja i druge pogodnosti za zaposlene (naknade za prevoz zaposlenih, lečenje zaposlenih, itd).

Konačno, cena predstavlja novčanu naknadu koju ponuđač prihvata da plati za kupovinu kapitala ili imovine koja se prodaje. Kod prodaje putem tendera, kupac je dužan da celokupan iznos ponuđene cene uplati odmah nakon potpisivanja ugovora sa Agencijom. Izmenama i dopunama Uredbe o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom iz 2008. godine, ostavljena je mogućnost uplate kupoprodajne cene u šest godišnjih rata.

#### Obilazak preduzeća i priprema soba sa podacima (Data rooms)

Preduzeće je obavezno da u saradnji sa finansijskim savetnicima pripremi kompletnu dokumentaciju o poslovanju subjekta privatizacije. Sva potrebna dokumentacija mora biti uredno složena i popisana.

Pristup ovako pripremljenoj dokumentaciji imaju samo ovlašćena lica odnosno finansijski savetnici, koji su ujedno i odgovorni za kvalitet i kompletnost iste.

Prostorija u kojoj je bezbedno smeštena sva dokumentacija zove se soba sa podacima (*data room*). U postupku formiranja sobe sa podacima moraju se napisati “pravila koja važe za sve zainteresovane korisnike”. Pored korišćenja pripremljene dokumentacije, moguće je dobiti dodatna objašnjenja od određenih članova rukovodstva preduzeća (u vidu intervjua), što mora biti naglašeno u pravilima sobe sa podacima.

Sva lica koja su otkupila tendersku dokumentaciju imaju pravo da posete sobu sa podacima.

#### Odabir strateškog partnera/kupca

Uslove za učestvovanje na tenderu i kriterijume za rangiranje ponuda, koji moraju biti vremenski određeni, kao i vrednosno, kvalitativno, i tehnički specificirani, određuje Agencija za privatizaciju.

Pre podnošenja ponude, potencijalni kupac je obavezan da otkupi tendersku dokumentaciju, potpiše ugovor o čuvanju poverljivih podataka, i plati depozit za učešće na tenderu. Depozit je suma koja garantuje ozbiljnost ponude. Pre nego što podnese ponudu, potencijalni kupac može da obiđe preduzeće i poseti sobu sa podacima, pod uslovom da prethodno potpiše Ugovor o čuvanju poverljivih podataka.

Ponude na tender se podnose na osnovu javnog poziva i tenderske dokumentacije. Ponudom se prihvataju uslovi tendera i nudi cena za predmet tendera.

Agencija može zahtevati izveštaj nezavisnog revizora o obavljenoj reviziji računovodstvenih iskaza učesnika na tenderu.

Ponuda se podnosi u roku naznačenom u javnom pozivu direktno Agenciji za privatizaciju ili poštom u zapečaćenoj koverti koja sadrži dodatne dve koverta. Prva je označena kao "original" sa originalom ponude, dok je druga označena sa "prateća dokumentacija". Druga koverta sadrži kopiju originalne ponude, dokaz o ispunjavanju uslova iz javnog poziva, dokumentaciju koja potvrđuje identitet kupca (kopija lične karte ili pasoša ovlašćenog lica, kopija rešenja za rad pravnih lica), potvrdu o plaćenom depozitu ili dostavljenoj bankarskoj garanciji za učešće na tenderu, kao i broj žiro računa na koji će depozit biti vraćen u slučaju odbijanja ponude.

Datum objavljivanja javnog poziva se smatra danom početka tendera. Ponude se podnose Agenciji u roku utvrđenom u javnom pozivu, koji ne može biti kraći od 15 dana računajući od dana objavljivanja javnog poziva. Ako je ponuda upućena poštom, dan predaje ponude pošti smatra se kao dan predaje Agenciji. Ponuda se može povući, uz pismeni zahtev, najkasnije sedam dana pre isteka roka za podnošenje ponuda. U tom slučaju, podnosilac ponude ima pravo na vraćanje depozita u roku od pet dana od dana prijema pisanog zahteva kojim se ponuda povlači.

Postupak podnošenja i prijema ponude, način vođenja evidencije primljenih ponuda, dokumentacija potrebna za identifikaciju učesnika na tenderu, čuvanje dokumentacije, kao i način i rokovi vraćanja depozita određeni su uputstvom za ponuđače.

Po prijemu svih ponuda, organizuje se prva sednica tenderske komisije.

O mestu i vremenu otvaranja ponuda učesnici na tenderu obaveštavaju se blagovremeno. Otvaranje ponuda za prodaju preduzeća je javno, odnosno otvaranju ponuda mogu prisustvovati svi učesnici tendera ili njihovi pravni zastupnici ili punomoćnici. Agencija, u prisustvu tenderske komisije, otvara ponude i utvrđuje da li su ponude blagovremene i da li sadrže svu potrebnu dokumentaciju. Neblagovremene i nepotpune ponude se ne razmatraju, o čemu Agencija mora pismeno obavestiti učesnike na tenderu u roku od osam dana od dana otvaranja ponude.

Na otvaranju ponuda utvrđuje se da li su ponude blagovremene i da li sadrže svu potrebnu dokumentaciju u skladu sa uputstvom za ponuđače.

Kao preduslov za podnošenje ponuda, potrebno je da podnosilac ponude uplati depozit u novcu ili da dostavi Agenciji za privatizaciju bankarsku garanciju za učešće na tenderu, u skladu sa uputstvom za ponuđače. Agencija neposredno nakon završetka prve sednice tenderske komisije preuzima originale bankarske garancije, a ukoliko se otvaranje ponuda ne vrši isti dan kada i otvaranje kvalifikacione dokumentacije, bankarske garancije se preuzimaju pre okončanja prve sednice tenderske komisije.

Pored bankarskih garancija koje se dostavljaju kao preduslov za podnošenje ponuda, nakon zaključenja ugovora o prodaji, kupac je dužan da u određenom roku Agenciji za privatizaciju dostavi garanciju za dobro izvršenje posla, kao sredstvo obezbeđenja izvršenja kupčevih ugovornih obaveza.

Posle završetka javnog otvaranja ponuda, Agencija ocenjuje ponude u roku od 30 dana od dana otvaranja ponuda. Po preporuci Agencije, tenderska komisija odobrava ponude.

Ocena ponuda i objavljivanje rezultata tendera sprovodi se i kad je podnesena samo jedna ponuda. Naime, ukoliko postoji samo jedna ponuda, tenderska komisija može da završi proceduru samo sa njom ili da ponovi tender. U slučaju da se na tenderu javi samo jedan učesnik, za čiju ponudu Agencija utvrdi da ispunjava uslove i kriterijume tendera, komisija na predlog Agencije može odlučiti da započne pregovore sa jednim učesnikom tendera ili da tender proglasi neuspehim.

U prvom slučaju, ministar nadležan za poslove privatizacije formira novu komisiju - komisiju za pregovore, koja završava proceduru prodaje. Navedeno se primenjuje i kada, nakon otvaranja ponuda, a pre donošenja odluke o redosledu važećih ponuda, jedan od učesnika odustane od ponude na tenderu.

Ponude za koje Agencija utvrdi da ne ispunjavaju uslove tendera, smatraju se nevažećim, o čemu se pismeno obaveštavaju učesnici na tenderu u roku od pet dana od isteka roka za otvaranje ponuda. Ponuda je nevažeća ako ne ispunjava ranije navedene uslove date od Agencije (ili komisije), ako nije pravovremena, ili ako ne sadrži potpunu dokumentaciju.

Kad Agencija ustanovi da nijedna ponuda ne ispunjava kriterijume i uslove tendera, tender se proglašava neuspehim, što se javno oglašava.

Ako je ponuda neblagovremena, nepotpuna, nevažeća ili nije prihvaćena, depozit se vraća učesniku na tenderu u roku od sedam dana od dana potpisivanja ugovora o prodaji ili najviše 45 dana od isteka roka u kome učesnici na tenderu moraju biti obavešteni o ponudama koje ne ispunjavaju uslove tendera.

Troškove vraćanja depozita snosi podnosilac ponude. Na depozit vraćen u roku ne obračunava se kamata. Za depozit vraćen po isteku roka obračunava se zatezna kamata za dane prekoračenja roka u skladu sa zakonom kojim se određuje visina zatezne kamate.

Depozit se vraća učesnicima koji su povukli svoju ponudu, čija je ponuda nevažeća ili nije prihvaćena. Depozit se ne vraća učesniku koji je proglašen kupcem preduzeća (uračunava se u kupoprodajnu cenu), učesniku čija je ponuda najprihvatljivija, ali koji odbija da potpiše ugovor o kupoprodaji, kao i onima koji nisu uplatili drugi deo predviđene ugovorene cene u roku.

Agencija utvrđuje redosled važećih ponuda – tender listu, primenom kriterijuma utvrđenih u uputstvu za ponuđače. U zavisnosti od pojedinačnog slučaja, ponude se rangiraju prema sledećim kriterijumima:

- ✓ kontinuitet poslovanja preduzeća,
- ✓ obim investicija u preduzeće,
- ✓ kvalitet socijalnog programa,
- ✓ zaštita čovekove okoline, i
- ✓ ponuđena cena za kapital preduzeća.

Najpovoljnija ponuda se rangira na prvo mesto tender liste.

Komisija na predlog Agencije odobrava rezultate tendera. Ako komisija ne odobri rezultate tendera, tender se proglašava neuspehim. Komisija ne može da menja tender listu.

U roku od pet dana od dana donošenja odluke o odobravanju rezultata tendera, Agencija pismeno obaveštava sve rangirane učesnike o rezultatima tendera. Učesniku čija je ponuda proglašena najpovoljnijom upućuje poziv da sa njim započne pregovore, radi zaključenja ugovora o prodaji.

Ministar nadležan za poslove privatizacije obrazuje komisiju za pregovore sa učesnikom tendera. Komisija za pregovore obrazuje se u roku od sedam dana od dana donošenja odluke tenderske komisije da se započnu pregovori sa jednim učesnikom tendera.

Broj članova komisije za pregovore utvrđuje se za svaki tender posebno. Komisija za pregovore je ovlaštena da vodi pregovore sa učesnikom na tenderu, kao i da vodi i potpisuje zapisnik o pregovorima. Komisija za pregovore odluke donosi većinom glasova.

Ograničenja koja važe za tendersku komisiju, važe i za komisiju za pregovore.

Komisija za pregovore predlaže tenderskoj komisiji da li da odobri zaključivanje ugovora o prodaji sa jednim učesnikom tendera u roku od 60 dana od dana obrazovanja komisije za pregovore. Ovaj rok, po potrebi, može da se produži za 30 dana. Tenderska komisija donosi odluku o predlogu komisije za pregovore. U slučaju da ne prihvati njen predlog, Agencija u saradnji sa ministarstvom nadležnim za poslove privatizacije odlučuje o daljem toku postupka.

Kupac je lice čija je ponuda posle svih analiza proglašena za najbolju, odnosno koji je prvi na tenderskoj listi. Agencija ga o tome obaveštava u roku od tri dana u pisanom obliku i poziva na zaključenje ugovora o prodaji. Obaveštenja o ishodu tendera sa tenderskom listom šalju se u istom roku svim učesnicima na tenderu. Učesnici na tenderu čije ponude nisu prihvaćene imaju pravo na prigovor ministarstvu nadležnom za postupak privatizacije u roku od osam dana od prijema obaveštenja o rezultatima tendera. Ministarstvo je obavezno da donese odluku u roku od osam dana po prijemu prigovora.

Sa izabranim strateškim partnerom pregovara se o ceni za kapital, investicionom programu, socijalnom programu, kao i o odredbama kupoprodajnog ugovora.

Agencija i kupac zaključuju ugovor o prodaji u roku od 30 dana od dana isteka roka za donošenje odluke kojom se odobrava rezultat tendera. Navedeni rok Agencija može, po potrebi, da produži za 15 dana.

U slučaju tendera sa jednim učesnikom, Agencija i kupac potpisuju ugovor o prodaji u roku od 15 dana od dana odobravanja zaključivanja ugovora o prodaji.

Ako se prodaje kapital, odnosno imovina subjekta privatizacije u kome je sprovedeno restrukturiranje, a na tender se javi više od jednog učesnika, Agencija i kupac zaključuju ugovor o prodaji u roku od 60 dana od dana isteka roka za donošenje odluke kojom se odobrava rezultat tendera. Navedeni rok Agencija može, po potrebi, da produži za 30 dana.



Kada učesnik na tenderu čija je ponuda proglašena najpovoljnijom ne potpiše ponuđeni ugovor o prodaji u predviđenom roku, smatra se da je odustao od kupovine. U tom slučaju, Agencija poziva na zaključivanje ugovora o prodaji sledećeg učesnika na tenderu čija je ponuda najviše rangirana na tender listi.

Ako dva prvorangirana učesnika na tenderu ne prihvate potpisivanje ugovora, Agencija će u saradnji sa ministarstvom odlučiti o daljem postupku. Ako učesnik na tenderu koji je pozvan da potpiše ugovor o prodaji, ne potpiše ugovor o prodaji, ili ne izvrši uplatu prodajne cene, odnosno ne izvrši uplatu prve rate ako se prodajna cena plaća u ratama u ugovorenom roku, gubi pravo na vraćanje depozita.

Učesnici na tenderu imaju pravo prigovora na zakonitost sprovođenja postupka tendera. Prigovor se dostavlja ministarstvu nadležnom za poslove privatizacije u roku od osam dana od dana prijema obaveštenja o rezultatima tendera. Ministarstvo odlučuje o prigovoru u roku od osam dana od dana prijema prigovora.

Tender se proglašava neuspelim ako nijedna ponuda ne ispunjava uslove tendera, ukoliko i prvorangirani i drugorangirani na tender listi odbiju da potpišu ugovor o kupoprodaji, i ukoliko nije postignut sporazum sa jedinim učesnikom tendera.

Nakon zaključivanja ugovora o prodaji, kupac je dužan da preduzme određene radnje koje se odnose na uplatu prodajne cene, dostavljanje garancije za dobro izvršenje posla, održavanje Skupštine akcionara i imenovanje nove uprave preduzeća, odnosno subjekta privatizacije.

Kada kupac dostavi dokaze da su gore navedene radnje izvršene, utvrđuje se dan ispunjenja, od kog datuma teku rokovi za ispunjenje ugovornih obaveza kupca. Ugovorne obaveze kupca, kao i njihovo trajanje, precizno je određeno ugovorom o prodaji.

U toku redovnog postupka kontrole, Centar za kontrolu sprovođenja ugovora u okviru Agencije za privatizaciju prati realizaciju kupoprodajnih ugovora na osnovu dostavljene dokumentacije od strane kupca i subjekta privatizacije, i na osnovu dokumentacije koju preuzme prilikom vršenja kontrole u sedištu subjekta, a koja dokumentacija se odnosi na poštovanje ugovorom preuzetih obaveza. Takođe, Centar za kontrolu provodi i vanrednu kontrolu poštovanja ugovornih obaveza od strane kupca, a na osnovu pismenih prigovora upućenih od strane kupca ili zaposlenih.

U narednom delu detaljno je analiziran još jedan metod prodaje – javna aukcija, kojim se, za razliku od tendera, privatizuju mala i srednja preduzeća.

#### **4.3.2. AUKCIJA KAO METOD PRODAJE**

Javna aukcija je metod privatizacije javnim nadmetanjem učesnika u skladu sa utvrđenim uslovima prodaje i sprovodi se kada preduzeće zadovoljava kriterijume u pogledu veličine i zainteresovanosti kupaca.

Aukcija kao metod prodaje primenjuje se uglavnom na mala i srednja društvena preduzeća, pre svega zbog njihove pretežne usmerenosti na domaće tržište i investitore iz bližeg okruženja (oni bolje poznaju ta preduzeća, njihove i svoje mogućnosti, preduzeća objektivno imaju nižu cenu koju oni mogu da plate i sl.). Pored toga, radi se o nekoliko hiljada preduzeća za koja objektivno nije moguće primeniti tendersku proceduru.

Procedura javne aukcije je detaljno propisana. Koncept, principi i nadležnosti uređeni su Zakonom o privatizaciji, a procedura, odnosno postupak i način prodaje društvenog i državnog kapitala, odnosno imovine, javnom aukcijom uređeni su Uredbom o prodaji kapitala i imovine metodom javne aukcije (objavljena u Službenom glasniku RS br. 45/01 od 20.07.2001. godine, 45/02 od 02.08.2002. godine i 19/03 od 04.03.2003. godine, a stupila na snagu 05.03.2003. godine), kao i Uredbom o proceni kapitala (objavljena u Službenom glasniku RS br. 45/01 i 45/02). Izmenama i dopunama tih uredbi, koje su kasnije usledile, aukcijska procedura je znatno ubrzana.

Proceduru javne aukcije sprovodi Agencija za privatizaciju, odnosno njen Centar za aukcije, a počinje odlukom Agencije da se preduzeće privatizuje metodom javne aukcije.

Pored navedenog, Centar za aukcije sprovodi aukcijske prodaje preduzeća koja su bila na dve ili više neuspešnih tenderskih prodaja, kao i preduzeća iz nadležnosti Centra za restrukturiranje, za koja je, nakon usvajanja programa restrukturiranja (subjekti u kojima je sproveden postupak restrukturiranja), opredeljen metod aukcijske prodaje. Konačno, Centar za aukcije sprovodi javne licitacije imovine i/ili udela u vlasništvu u ime i za račun društvenih preduzeća.

Aukcijska procedura sadrži četiri osnovne faze: pokretanje postupka privatizacije, pripremu aukcijske prodaje, sprovođenje aukcijske prodaje, kao i završnu proceduru.

Tokom cele procedure aukcijske prodaje posebno se insistira na javnosti i dostupnosti podataka, čime se garantuje javnost, a time i regularnost postupka. Naredni grafikon detaljno opisuje postupak javne aukcije<sup>89</sup>.

**Grafikon 15. – Javna aukcija – tok javne aukcije**



U nastavku rada detaljnije su opisane dve faze postupka aukcijske prodaje – priprema aukcije i sprovođenje aukcije.

#### 4.3.2.1. Priprema aukcije

Odluku o prodaji kapitala javnom aukcijom donosi Agencija za privatizaciju i o tome obaveštava subjekt privatizacije.

Aukciju organizuje Agencija, i u postupku organizovanja aukcije Agencija:

1. utvrđuje uslove prodaje,
2. priprema aukciju uključujući određivanje datuma i vremena održavanja aukcije i objavljivanje javnog poziva,
3. obrazuje Komisiju za aukciju,
4. imenuje aukcionara i pomoćnika aukcionara,
5. kontroliše i odobrava program privatizacije, i
6. vrši i druge poslove od značaja za sprovođenje aukcije.

Datum i vreme održavanja aukcije Agencija može, po potrebi, da izmeni.

U aktivnosti pripreme aukcije, ubraja se odabir finansijskih savetnika, izrada aukcijske dokumentacije, imenovanje Komisije za aukcije, objavljivanje javnog poziva, kupovina dokumentacije, obilazak preduzeća, podnošenje prijave i uplata depozita, kao i provera i odobrenje prijave. U nastavku ćemo se detaljnije upoznati sa svakom od ovih aktivnosti.

#### Odabir finansijskih savetnika

Kao što je već navedeno u delu rada o organizaciji javnih tendera, savetnik može da bude konsultantska firma, investiciona banka ili advokatska kancelarija koja ima eksperte i iskustva u prodaji preduzeća, korporativnim finansijama, i izradi ugovora iz ove oblasti.

Centar za aukcije subjektima privatizacije šalje ponudu za konsultantsku pomoć za izradu programa privatizacije i procene vrednosti kapitala (o trošku Agencije), sa rokom za odgovor od sedam dana. Ukoliko subjekt privatizacije ne prihvati ponudu za angažovanje finansijskog savetnika, subjekt privatizacije je dužan da dostavi program privatizacije i procenu vrednosti kapitala u roku od 90 dana od dana donošenja odluke o metodu privatizacije. U suprotnom, subjektu privatizacije upućuje se opomena za dostavu programa privatizacije i procene vrednosti kapitala.

Nakon prikupljanja odgovora preduzeća koja su prihvatila pomoć finansijskih savetnika, Agencija pokreće postupak javnih nabavki za izbor finansijskog savetnika, nakon čega se sa izabranim finansijskim savetnikom zaključuje ugovor o pružanju konsultantskih usluga. Izabrani savetnik nakon toga počinje prikupljanje podataka i pripremu aukcijske dokumentacije, odnosno izradu procene vrednosti kapitala, kao i pripremu programa privatizacije.

## Izrada aukcijske dokumentacije

Dokumentacija za javnu aukciju se može podeliti na dokumentaciju iz nadležnosti preduzeća, dokumentaciju iz nadležnosti Agencije za privatizaciju, dokumentaciju koju priprema komisija za aukciju, kao i dokumentaciju koju pripremaju učesnici u aukciji.

Aukcijska dokumentacija sadrži:

- ✓ program privatizacije (osnovni podaci o subjektu privatizacije, podaci o stanju sredstava i obaveza, analiza dosadašnjeg poslovanja, projekcija poslovanja, podaci o proceni vrednosti kapitala i sl.),
- ✓ ugovor o čuvanju poverljivih podataka subjekta privatizacije,
- ✓ nacrt ugovora o prodaji,
- ✓ obrazac prijave za učešće na aukciji, i
- ✓ tekst garancije.

Program privatizacije izrađuje subjekt privatizacije i dostavlja Agenciji u rokovima i na način predviđen zakonom. Program privatizacije sadrži:

- ✓ osnovne podatke o subjektu privatizacije (poslovno ime subjekta; sedište i adresa; matični broj iz statistike; naziv i šifra delatnosti; ime i prezime direktora; oblik organizovanja; telefon i faks; broj žiro računa, itd.),
- ✓ podatke o stanju sredstava i obaveza (poslednji bilans stanja koji je overila Narodna banka Srbije; pregled nepokretnosti; pregled najvažnije opreme; pregled imovine i potraživanja koji su predmet sudskih sporova sa iznosom vrednosti sporova; pregled obaveza koje su predmet sudskih sporova sa iznosom vrednosti sporova; pregled imovine koja je pod hipotekom, kao i pregled imovine drugih pravnih lica nad kojima subjekt privatizacije ima hipoteku),
- ✓ analizu dosadašnjeg poslovanja subjekta privatizacije (pregled organizacione strukture sa brojem zaposlenih, starosnom i kvalifikacionom strukturom; pregled osnovnih proizvoda, odnosno usluga; pregled ukupnog prihoda po osnovnim vrstama proizvoda, odnosno usluga; struktura tržišta; pregled troškova poslovanja; struktura bilansa uspeha po godišnjem obračunu za poslednje tri godine),
- ✓ podatke o proceni vrednosti kapitala (procenjena vrednost kapitala; vrednost privatnog kapitala; procenjena vrednost kapitala koji se privatizuje u rasponu od najniže do najviše vrednosti), i
- ✓ priloge.

Uz program, subjekt privatizacije obavezno prilaže sledeću dokumentaciju:

- ✓ odluku nadležnog organa o usvajanju programa;
- ✓ overene fotokopije rešenja o upisu u registar koji vodi nadležni organ, i, po potrebi, overene fotokopije rešenja o usklađenosti sa zakonom;
- ✓ overene fotokopije rešenja o upisu u registar koji vodi nadležni organ pravnih lica čiji je osnivač ili suosnivač subjekt privatizacije;
- ✓ statut;
- ✓ overene fotokopije izvoda iz zemljišnih knjiga, odnosno imovinsko-pravnu dokumentaciju za nepokretnosti na kojima subjekt privatizacije ima pravo svojine ili trajno pravo korišćenja;
- ✓ overene fotokopije rešenja o upisanim hipotekama na nepokretnostima i ugovore o kreditima osiguranim hipotekom;
- ✓ overene fotokopije rešenja o hipotekama na tuđim nepokretnostima upisanim u korist subjekta privatizacije i isprave o osnovu i visini potraživanja osiguranih hipotekom;
- ✓ overene fotokopije ugovora o davanju subjekta privatizacije ili njegovog dela u zakup;
- ✓ overene fotokopije ugovora o davanju nepokretnosti i opreme u zakup;
- ✓ overene fotokopije ugovora o uzimanju nepokretnosti i opreme u zakup ili lizing;
- ✓ spisak postojećih akcionara ili članova društva sa ograničenom odgovornošću sa pojedinačnim učešćem u privatnom kapitalu;
- ✓ overene fotokopije ugovora o kreditima sa ratama i rokovima otplate;
- ✓ dva poslednja bilansa stanja i bilansa uspeha koje je overila Narodna banka Srbije;
- ✓ izveštaj o promenama na kapitalu za poslednju poslovnu godinu, i
- ✓ bruto bilans za poslednju poslovnu godinu za koju je sastavljen bilans stanja i bilans uspeha.

Pored navedene dokumentacije, koja čini sastavni deo programa privatizacije, subjekt privatizacije dostavlja i odluke koje je usvojio nadležni organ, a koje su neophodne radi sprovođenja postupka privatizacije, a naročito odluku o emisiji akcija, odluku o prenosu do 30% društvenog kapitala bez naknade zaposlenima, odluku o prodaji 70% društvenog kapitala, odluku o objavljivanju javnog poziva za upis akcija bez naknade, odluku o usvajanju ugovora o kupoprodaji društvenog kapitala metodom javne aukcije, kao i odluku kojom se ovlašćuje direktor, odnosno drugo lice da potpiše ugovor o kupoprodaji društvenog kapitala metodom javne aukcije.

Program privatizacije se dostavlja Agenciji u dva overena primerka i dve fotokopije, zajedno sa odlukom nadležnog organa subjekta privatizacije o njegovom usvajanju. Nakon odobravanja programa privatizacije, jedan primerak overen od strane Agencije vraća se subjektu privatizacije.

Ako je program privatizacije urađen u skladu sa zakonom i uredbom, Agencija donosi rešenje o odobravanju programa privatizacije u roku od 30 dana od dana dostavljanja programa privatizacije i dostavlja ga subjektu privatizacije. U istom roku, Agencija, uz pismeno obrazloženje, može vratiti subjektu privatizacije program privatizacije na dopunu i ispravku, ukoliko program privatizacije ne sadrži sve potrebne elemente ili je potrebno izvršiti ispravke ili izmene. Takođe, Agencija može da izvrši promene programa privatizacije u skladu sa zakonom i uredbom i o tome pismeno obaveštava subjekt privatizacije.

Prilikom pripreme programa privatizacije, radi se i procena vrednosti kapitala preduzeća koje je predmet prodaje. Kao što je već navedenu u analizi tenderske privatizacije, Vlada Republike Srbije propisuje metodologiju procene vrednosti kapitala ili imovine subjekta privatizacije. Uredbom o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine propisuje se metodologija za utvrđivanje vrednosti kapitala, odnosno imovine u preduzećima i drugim pravnim licima sa društvenim ili državnim kapitalom. Uredba je objavljena u Službenom glasniku RS br. 45/01 od 20.07.2001. godine, a stupila je na snagu 28.07.2001. godine, kao i u Službenom glasniku RS br. 45/02 od 02.08.2002. godine, koja je stupila na snagu 03.08.2002. godine.

Preduzeća i druga pravna lica koja pripremaju program privatizacije vrše procenu vrednosti kapitala, odnosno imovine. Procenom se utvrđuje osnovna vrednost ukupnog kapitala, odnosno imovine, kao i donja i gornja granica raspona vrednosti ukupnog kapitala, odnosno imovine. Agencija vrši kontrolu procene. Cena po kojoj će kapital ili imovina biti prodati, formira se zavisno od uslova na tržištu.

U slučaju privatizacije putem metode javne aukcije, vrednost kapitala subjekta privatizacije procenjuje se primenom metoda korigovane knjigovodstvene vrednosti (KKV). U slučajevima propisanim uredbom, vrednost kapitala subjekta privatizacije procenjuje se primenom i sledećih metoda: metodom diskontovanja novčanih tokova (DNT), kao i metodom likvidacione vrednosti (LV).

Zaključak o vrednosti ukupnog kapitala subjekta privatizacije predstavlja raspon između donje i gornje granice vrednosti ukupnog kapitala.

Donja granica raspona vrednosti ukupnog kapitala subjekta privatizacije predstavlja donju graničnu DNT vrednost u slučaju da je ova veća ili jednaka osnovnoj likvidacionoj vrednosti ukupnog kapitala. Donja granica raspona vrednosti ukupnog kapitala subjekta privatizacije predstavlja osnovnu likvidacionu vrednost ukupnog kapitala, u slučaju da je ova veća od donje granične DNT vrednosti a manja od gornje granične DNT vrednosti. Donja granica raspona vrednosti ukupnog kapitala subjekta privatizacije predstavlja 80% osnovne likvidacione vrednosti ukupnog kapitala, u slučaju da je ova veća ili jednaka gornjoj graničnoj DNT vrednosti.

Gornju granicu raspona vrednosti ukupnog kapitala subjekta privatizacije predstavlja gornja granična DNT vrednost u slučaju da je ova veća od osnovne likvidacione vrednosti ukupnog kapitala. Gornja granica raspona vrednosti ukupnog kapitala subjekta privatizacije predstavlja 120% osnovne likvidacione vrednosti ukupnog kapitala u slučaju da je ova veća ili jednaka gornjoj graničnoj DNT vrednosti.

Subjekt privatizacije koji u programu privatizacije predvidi prodaju imovine obavezno vrši procenu vrednosti imovine. Pri izradi procene vrednosti imovine utvrđuju se osnovna vrednost, kao i donja i gornja granica raspona vrednosti imovine. Osnovna vrednost imovine procenjuje se na osnovu poređenja sa aktuelnim tržišnim cenama iste ili slične imovine. Donja granica vrednosti imovine subjekta privatizacije predstavlja 80% osnovne vrednosti, dok gornja granica vrednosti imovine subjekta privatizacije predstavlja 120% vrednosti.

Ako se javni poziv za aukciju objavljuje u roku dužem od 30 dana od datuma procene vrednosti kapitala, odnosno imovine, Agencija vrši revalorizaciju procenjene vrednosti kapitala, odnosno imovine. Revalorizacija se vrši od datuma procene vrednosti kapitala, odnosno imovine, do datuma objavljivanja javnog poziva za aukciju, primenom mesečnih indeksa rasta cena na malo u Republici Srbiji, pri čemu se za tekući mesec koristi indeks rasta cena na malo za prethodni mesec.

#### Imenovanje Komisije za aukcije

Prodaju metodom aukcije sprovodi komisija koju obrazuje Agencija. Komisija, u saradnji sa Agencijom, obezbeđuje neophodne uslove za održavanje aukcije. Komisija se imenuje za jednu ili više aukcija i ima tri člana, koji iz svojih redova imenuju predsednika komisije.



Komisija obavlja sledeće poslove:

- ✓ nadgleda i sprovodi prodaju aukcijom,
- ✓ registruje lica koja imaju pravo učešća na aukciji,
- ✓ potpisuje zapisnik,
- ✓ proglašava aukciju neuspehom, i
- ✓ vrši druge poslove od značaja za sprovođenje aukcije, u skladu sa zakonom.

Komisija donosi odluke većinom glasova članova komisije. Stručno-konsultativne i administrativno-tehničke poslove za potrebe komisije obavlja Agencija za privatizaciju. Komisija sastavlja zapisnik o svom radu i izveštaj o rezultatima javne aukcije, koje dostavlja Agenciji, ministarstvu nadležnom za poslove privatizacije, i Vladi Republike Srbije, u roku od 15 dana od dana završetka postupka prodaje putem javne aukcije.

#### Objavljivanje javnog poziva

Potencijalni kupci se informišu o preduzeću i uslovima aukcijske prodaje putem:

- ✓ prospekta koji sadrži osnovne podatke o preduzeću i koji je istovremeno i poziv potencijalnim kupcima da dostave pismo o zainteresovanosti za kupovinu,
- ✓ javnog poziva za učešće na aukciji (ponuda potencijalnim kupcima da se prijave na aukciju),
- ✓ kupovinom aukcijske dokumentacije, i
- ✓ posete preduzeću i razgovora sa menadžmentom.

Za učešće na javnoj aukciji objavljuje se javni poziv. Agencija objavljuje javni poziv za učešće na aukciji najranije 30 dana pre dana održavanja aukcije, odnosno najkasnije 15 dana pre održavanja javne aukcije. Javni poziv se objavljuje putem interneta na posebnoj veb stranici Vlade Republike Srbije, kao i u domaćim i inostranim sredstvima informisanja, čiju listu utvrđuje ministar nadležan za poslove privatizacije.

Pre objavljivanja javnog poziva prikupljaju se i proveravaju svi podaci i dokumenta koje sadrži javni poziv, kao, na primer, osnovni podaci o preduzeću, procena vrednosti kapitala, podaci o imovini, program privatizacije, i sl.

Javni poziv za učešće na aukciji sadrži:

- ✓ naziv subjekta privatizacije i njegov matični broj,
- ✓ procentualni iznos kapitala, odnosno opis imovine, koji se nudi na prodaju,
- ✓ finansijske i druge podatke o subjektu privatizacije od značaja za učesnike aukcije (broj zaposlenih, proizvodni program, itd.),
- ✓ mesto i adresu održavanja aukcije,
- ✓ datum i vreme održavanja aukcije,
- ✓ šifru aukcijske prodaje,
- ✓ rok i način podnošenja prijave za učešće na aukciji,
- ✓ datum, vreme i mesto registracije učesnika,
- ✓ cenu, mesto i način dobijanja aukcijske dokumentacije,
- ✓ iznos i način uplate depozita za učešće na aukciji,
- ✓ kratak opis postupka aukcije,
- ✓ početnu cenu na aukciji,
- ✓ sredstva plaćanja, i
- ✓ datum, vreme i mesto obilaska subjekta privatizacije.

Javni poziv može da sadrži i obavezu ulaganja sredstava u subjekt privatizacije, rešavanje pitanja zaposlenih, obezbeđenje kontinuiteta poslovanja, kao i obavezu zaštite životne sredine.

#### Kupovina aukcijske dokumentacije

Pravo učešća na aukciji imaju domaća i strana pravna i fizička lica koja mogu učestvovati na aukciji ako su:

- ✓ kupili aukcijsku dokumentaciju,
- ✓ registrovani kao učesnici na aukciji, i
- ✓ uplatili depozit najkasnije 5 radnih dana pre aukcije.

Kada se učesnik prijavi na aukciju za kupovinu jednog ili više subjekata privatizacije, može da ovlasti jedno lice za zastupanje na nadmetanju, koje je odgovorno za ponudu učesnika i ispunjenje svih obaveza prema komisiji za aukcije. Takođe, kada se više lica udruži radi kupovine jednog subjekta privatizacije – konzorcijum, i oni mogu da ovlaste jedno lice za zastupanje na aukciji, koje je odgovorno za ponudu učesnika i ispunjenje svih obaveza prema komisiji za aukcije. Ovlašćenje mora biti overeno u sudu.

Pravo učešća na aukciji nemaju:

- ✓ fizička i pravna lica koja imaju finansijske obaveze prema subjektu čiji je kapital, odnosno imovina predmet privatizacije,
- ✓ članovi komisije za aukcije,
- ✓ srodnici prvog naslednog reda članova komisije za aukcije,
- ✓ pravno lice u vlasništvu srodnika prvog naslednog reda članova komisije za aukcije, i
- ✓ druga lica u skladu sa zakonom i uredbom (fizičko lice, pravno lice i osnivač pravnog lica sa kojim je raskinut ugovor o prodaji kapitala odnosno imovine zbog neizvršenja ugovorenih obaveza, kao i fizičko lice koje je osuđivano ili protiv koga se vodi postupak za određena krivična dela).

Fizičkim i pravnim licima koja izraze interes za učešće na aukciji prodaje se aukcijska dokumentacija po ceni koju određuje ministar nadležan za poslove privatizacije. Aukcijska dokumentacija se otkupljuje u Centru za aukcije, a predaje na pultu Info centra u Agenciji za privatizaciju.

Potvrda o uplati cene za aukcijsku dokumentaciju sadrži šifru aukcijske prodaje i može se predati neposredno Agenciji ili na mestu koje je određeno u javnom pozivu, a može se poslati i faksom na broj određen u javnom pozivu. Po prijemu potvrde o uplati cene, aukcijska dokumentacija se ili predaje lično ili šalje zainteresovanim fizičkim ili pravnim licima u roku od tri dana.

#### Obilazak preduzeća

Datum i vreme obilaska subjekta privatizacije, utvrđuju subjekt privatizacije i Agencija.

Obilazak subjekta privatizacije mogu da izvrše sva zainteresovana lica koja potpišu ugovor o čuvanju poverljivih podataka. Pri tome, pristup informacijama od značaja za aukciju, Agencija i subjekt privatizacije obezbeđuju pod jednakim uslovima svim zainteresovanim licima.

#### Podnošenje prijave, uplata depozita i potpisivanje nacрта ugovora o prodaji

Obrazac prijave dobija se u Agenciji za privatizaciju. Prijava domaćeg fizičkog lica za učešće na aukciji sadrži šifru aukcijske prodaje i poslovno ime subjekta privatizacije; ime i prezime; ime i prezime jednog od roditelja; podatak o državljanstvu Republike Srbije;

adresu, matični broj i potpis; broj telefona i broj faksa; broj računa za vraćanje depozita; potvrdu nadležnog organa, koja nije starija od šest meseci, da nije osuđivano za krivična dela protiv života i tela, krivična dela protiv imovine, krivična dela protiv privrede, krivična dela protiv službene dužnosti, krivična dela protiv zdravlja ljudi i krivična dela protiv javnog reda i mira, za koja je zaprećena kazna zatvora od pet godina ili teža kazna, izjavu da protiv njega nije stupila na pravnu snagu optužnica za ta krivična dela, kao i izjavu domaćeg fizičkog lica da nije član porodice lica koje je izgubilo svojstvo kupca.

Prijava domaćeg pravnog lica za učešće na aukciji sadrži šifru aukcijske prodaje i poslovno ime subjekta privatizacije; poslovno ime i matični broj; ime i prezime direktora i njegov potpis; overenu fotokopiju izvoda iz sudskog registra; overenu fotokopiju ovlašćenja za zastupanje na aukciji koje donosi nadležni organ; broj računa za vraćanje depozita; potvrdu nadležnog organa, koja nije starija od šest meseci, da fizičko lice koje je kontrolni član, odnosno kontrolni akcionar tog privrednog društva nije osuđivano za krivična dela koja su navedena u prethodnom stavu i izjavu tog lica da protiv njega nije stupila na pravnu snagu optužnica za ta krivična dela, kao i izjavu direktora domaćeg pravnog lica da njegov osnivač nije lice koje je izgubilo svojstvo kupca.

Prijava stranog fizičkog lica za učešće na aukciji sadrži šifru aukcijske prodaje i poslovno ime subjekta privatizacije; ime i prezime; ime i prezime jednog od roditelja; adresu, državljanstvo, jedinstveni identifikacioni broj i potpis; broj računa za vraćanje depozita; potvrdu nadležnog organa, koja nije starija od šest meseci, da nije osuđivano za gore navedena krivična dela i izjavu da protiv njega nije stupila na pravnu snagu optužnica za ta krivična dela, a u skladu sa zakonodavstvom države čiji je državljanin to fizičko lice; kao i izjavu stranog fizičkog lica da nije član porodice lica koje je izgubilo svojstvo kupca.

Prijava stranog pravnog lica za učešće na aukciji sadrži šifru aukcijske prodaje i poslovno ime subjekta privatizacije; poslovno ime i matični broj; ime i prezime direktora i njegov potpis; overenu fotokopiju izvoda iz sudskog registra; overenu fotokopiju ovlašćenja za zastupanje na aukciji koje donosi nadležni organ; broj računa za vraćanje depozita; potvrdu nadležnog organa, koja nije starija od šest meseci, da fizičko lice koje je kontrolni član, odnosno kontrolni akcionar tog privrednog društva nije osuđivano za gore navedena krivična dela i izjavu tog lica da protiv njega nije stupila na pravnu snagu optužnica za ta krivična dela, a u skladu sa zakonodavstvom države čiji je državljanin to fizičko lice; kao i izjavu lica ovlašćenog za zastupanje stranog pravnog lica da njegov osnivač nije lice koje je izgubilo svojstvo kupca.

Agenciji se dostavlja popunjena prijava za učešće na aukciji, potpisan nacrt ugovora, kao i dokaz o uplati depozita u roku koji ne može biti kraći od 5 radnih dana od dana određenog za održavanje aukcije.

Depozit je novčani iznos ili prvoklasna bankarska garancija, odnosno obveznice po osnovu neisplaćene devizne štednje građana izdate fizičkim licima koja su državljani Republike Srbije, po njihovoj nominalnoj vrednosti. Depozit uplaćuje, odnosno polaže zainteresovano lice, radi obezbeđenja učešća na aukciji, odnosno nadmetanjima. Depozit za drugo nadmetanje na aukciji može da se uplati i u nedospelim obveznicama.

Učesnici na aukciji potpisuju nacrt ugovora pre održavanja aukcije. Potpisivanjem nacrtu ugovora učesnici na aukciji se obavezuju na prihvatanje uslova iz nacrtu ugovora. Taj ugovor ne sadrži prodajnu cenu.

Nacrt ugovora u koji je uneta prodajna cena i podaci o učesniku aukcije koji je proglašen kupcem na aukciji i koji je potpisan od ovlašćenog lica Agencije i subjekta privatizacije postaje ugovor o prodaji. Pri tome, prodajna cena je poslednja cena utvrđena na aukciji.

#### Provera i odobrenje prijave

Agencija je dužna da najmanje dva radna dana pre dana određenog za održavanje aukcije obavesti zainteresovana fizička i pravna lica o odobravanju prijave za učešće na aukciji. Ako je prijava nepotpuna, Agencija će pozvati učesnika da je dopuni.

Agencija može uputiti zahtev zainteresovanim fizičkim i pravnim licima da prijave za učešće na aukciji koje ne sadrže svu potrebnu dokumentaciju, dopune ili izmene u roku od dva dana od dana dostavljanja obaveštenja iz prethodnog stava.

Obaveštenje o broju učesnika na aukciji ne može se davati pre održavanja aukcije.

Agencija može odlučiti da otkáže aukciju, ako na osnovu prijave oceni da je narušen princip slobodne tržišne konkurencije, i o tome obaveštava zainteresovana fizička i pravna lica.

#### 4.3.2.2. Sprovođenje aukcije

Javna aukcija može imati dva nadmetanja.

Početna cena u prvoj aukciji iznosi 20% od gornje granice raspona vrednosti kapitala, odnosno imovine koja se nudi na prodaju, a koji je potvrdila Agencija za privatizaciju. Sredstva plaćanja na prvom nadmetanju mogu biti u gotovom novcu, odnosno u obveznicama koje dospevaju zaključno sa danom prodaje kapitala ili imovine – dospele obveznice.

Ako je prvo nadmetanje neuspešno, započinje se odmah drugo nadmetanje, sa istom početnom cenom, u kojoj sredstvo plaćanja mogu biti i obveznice koje nisu dospele na dan prodaje kapitala ili imovine – nedospele obveznice.

Ako se prva aukcija proglašena neuspešnom, javni poziv za drugu aukciju objavljuje se u roku od sedam dana od dana proglašenja prve aukcije neuspešnom. Početna cena u drugoj aukciji je 20% od donje granice raspona vrednosti kapitala, odnosno imovine koji se nude na prodaju. Sredstva plaćanja su ista kao i u prvom nadmetanju.

O početku, toku i završetku aukcije sastavlja se zapisnik o aukciji koji sadrži spisak registrovanih učesnika, početnu cenu, konačnu prodajnu cenu postignutu u nadmetanju i podatke o kupcu, sredstva i uslove plaćanja, dve poslednje istaknute ponude, ako ih je bilo, prezime i ime predsednika i ostalih članova komisije za aukcije, aukcionara, pomoćnika aukcionara i zapisničara, datum i vreme početka i završetka aukcije, izrečene mere prema učesnicima i prisutnim licima, prigovore podnosioca prijave, kao i ostale podatke od značaja za rad komisije za aukcije.

Zapisnik potpisuju predsednik komisije za aukcije, članovi komisije, aukcionar, odnosno pomoćnik aukcionara i zapisničar, kupac ili njegov ovlašćeni zastupnik, kao i učesnik na aukciji koji je istakao drugu najvišu ponudu na ponuđenu cenu, ako ga je bilo. Zapisnik se sastavlja u četiri istovetna primerka, od kojih dva pripadaju Agenciji, jedan kupcu i jedan subjektu privatizacije.

Aukcija je javna i mogu joj prisustvovati sva zainteresovana lica. Predsednik komisije za aukcije je dužan da obezbedi jednak tretman svih učesnika na aukciji i nesmetan postupak isticanja ponuda.

U vreme koje je određeno kao vreme početka aukcije aukcionar otvara aukciju i:

- ✓ oglašava ime subjekta privatizacije i šifru aukcijske prodaje,
- ✓ oglašava procenat kapitala odnosno imovine koji se nudi na prodaju,
- ✓ oglašava početnu cenu i objašnjava dalji postupak sprovođenja aukcije, i
- ✓ poziva učesnike da traže razjašnjenje ukoliko ima nejasnoća.

Ukoliko učesnici nisu zadovoljni navedenim saopštenjem, mogu usmeno u zapisnik uložiti prigovor koji ne ometa aukciju. O osnovanosti prigovora odlučuje predsednik komisije za aukcije.

Ako je samo *jedno lice* steklo status učesnika na aukciji, taj učesnik se poziva da prihvati početnu cenu na prvom nadmetanju podizanjem aukcijske kartice. Ako učesnik prihvati početnu cenu na prvom nadmetanju proglašava se kupcem, a početna cena na aukciji je prodajna cena.

Ako učesnik ne prihvati početnu cenu, prvo nadmetanje proglašava se neuspehim i započinje se odmah drugo nadmetanje. Ako učesnik prihvati početnu cenu na drugom nadmetanju proglašava se kupcem, a početna cena na aukciji je prodajna cena.

Ako učesnik ne prihvati početnu cenu na drugom nadmetanju aukcija se proglašava neuspehom, a učesnik gubi pravo na vraćanje depozita.

Ukoliko je *više od jednog lica* steklo status učesnika na aukciji, aukcionar oglašava početnu cenu, utvrđuje svako naredno uvećanje cene, i poziva učesnike da istaknu ponudu podizanjem aukcijske kartice. Ako postoji ponuda na nivou početne cene, aukcionar utvrđuje novu cenu, sprovodeći prethodno utvrđeno uvećanje cene, i poziva učesnike da istaknu ponudu na novu utvrđenu cenu. Utvrđivanje nove cene ponavlja se sve dok učesnici ističu ponude na ponovo utvrđene cene.

Ukoliko posle drugog poziva aukcionara nije istaknuta ponuda na poslednju utvrđenu cenu, aukcionar upućuje učesnicima poslednji poziv za isticanje ponude.

Kada ni posle trećeg poziva aukcionara nije istaknuta ponuda, aukcionar udarcem čekića označava aukciju završenom, a kupcem proglašava učesnika koji je prvi ponudio najvišu cenu.

Ako niko od učesnika ne prihvati početnu cenu na prvom nadmetanju, prvo nadmetanje proglašava se neuspešnim i započinje se odmah drugo nadmetanje. Ukoliko niko od učesnika ne prihvati početnu cenu na drugom nadmetanju ni posle trećeg poziva aukcionara, aukcija se proglašava neuspešnom, a učesnici gube pravo na vraćanje depozita.

Aukcionar je ovlašćen da preduzme mere u cilju obezbeđenja nesmetanog odvijanja toka nadmetanja, i u slučaju ometanja toka nadmetanja, aukcionar javno opominje učesnika i upozorava učesnike o merama koje će se upotrebiti ako se ometanje nastavi. Ako učesnik i posle opomene ometa tok aukcije, aukcionar mu izriče meru udaljenja, koja se izvršava dobrovoljno ili je izvršavaju ovlašćena lica, zadužena za održavanje reda na aukciji.

Učesnik svojim ponašanjem ometa tok postupka kada ističe ponude suprotno pravilima ili ometa rad aukcionara ili komisije na bilo koji drugi način. Učesnik kome je izrečena mera udaljenja nema pravo na vraćanje depozita, ali može da uloži prigovor, usmeno, na zapisnik. Prigovor ne odlaže aukciju, a o osnovanosti prigovora odlučuje komisija, neposredno po njegovom ulaganju. Odluka komisije po prigovoru je konačna.

Ako je proglašeni kupac na prvom nadmetanju domaće fizičko lice, prodajnu cenu može platiti u najviše šest godišnjih rata. Ako je depozit veći od iznosa prve rate, preostali iznos deli se na pet jednakih godišnjih rata, s tim što se prva rata plaća u roku od godinu dana od dana održavanja aukcije. Rate se revalorizuju u skladu sa rastom indeksa cena na malo.

Posle završetka aukcije i proglašenja kupca, potpisuje se zapisnik i zaključuje ugovor o prodaji. Kupac plaća kupoprodajnu cenu u skladu sa ugovorom. U slučaju kad kupac ne potpiše zapisnik ili ne plati u predviđenom roku, gubi svojstvo kupca, pravo na učešće na budućim aukcijama tog subjekta, kao i pravo na vraćanje depozita. Ugovor se tada zaključuje sa učesnikom koji je istakao drugu najvišu ponudu na aukciji. Ako ni ovaj učesnik ne zaključi ugovor ili ne izvrši plaćanje u predviđenom roku, aukcija se proglašava neuspešnom.

Učesnicima koji nisu stekli pravo kupca, Agencija vraća depozit u roku od 15 dana posle održane aukcije. Agencija obaveštava Privremeni registar o sprovedenoj aukciji u roku od tri dana posle zaključivanja ugovora sa kupcem. Agencija, najkasnije u roku od sedam dana, objavljuje rezultate aukcije u sredstvima javnog informisanja. Rezultati se objavljuju u istim sredstvima javnog informisanja u kojima je objavljen i javni poziv.



Aukcijska prodaja koja je sprovedena po propisima ne može naknadno biti osporena. Kupcu se garantuju stečena svojinska prava, nezavisno od kasnijih izmena zakona i drugih propisa. Agencija za privatizaciju i preduzeće koje je subjekat privatizacije daju garanciju kupcu, na način predviđen ugovorom o prodaji.

Aukcija se proglašava *neuspelom* ako ni posle trećeg poziva aukcionara na drugom nadmetanju niko od učesnika ne istakne ponudu na ponuđenu cenu.

Kao zaključak, metodom prodaje putem aukcija prodaje se kapital uglavnom malih i srednjih preduzeća. Kao i u slučaju tendera, cilj aukcije je da se poveća konkurentnost samog procesa nadmetanja, kako bi se ostvarili veći efekti od prodaje, odnosno privatizacije kapitala.

### **ZAKLJUČAK**

U ovom delu rada, analizirani su metodi prodaje kao metodi privatizacije društvenih i državnih preduzeća prema novom zakonu o privatizaciji koji se u Srbiji primenjuje od 2001. godine. Pre svega, opisan je novi model privatizacije, postupak restrukturiranja, kao i postupak pripreme i sprovođenja javne aukcije i javnog tendera.

Osim toga, u ovom delu rada su analizirani modeli privatizacije i ostvareni rezultati u Srbiji koji su prethodili novom zakonu o privatizaciji. Analiza prethodnih modela pomaže u razumevanju zašto je Srbija 2001. godine izabrala metod prodaje kapitala kao osnovni metod privatizacije društvenih i državnih preduzeća. Dodatno, ova analiza omogućava da se izvede zaključak oko treće hipoteze ovog rada koja se odnosi na uspešnost i adekvatnost novog modela privatizacije u odnosu na prethodne modele.

Bitno je napomenuti da je, u pojedinim preduzećima, država sprovela restrukturiranje kao pripremnu fazu procesa prodaje kapitala putem tendera i aukcija. Sam proces i metodologija procesa restrukturiranja, međutim, nisu precizno definisani, što predstavlja slabost ovog modela. Stoga je u trećem delu rada prezentovan model restrukturiranja čijom primenom bi trebalo da se maksimizira ostvarena vrednost kapitala koja bi onda svoju valorizaciju na tržištu trebalo da dobije putem tenderske ili aukcijske prodaje.

Bitno je napomenuti da se u predloženom modelu privatizacije propisuje metodologija procene vrednosti kapitala sa metodom diskontovanog neto novčanog toka kao

dominantnim metodom određivanja vrednosti kapitala preduzeća koje ulazi u proces privatizacije. Upravo ovaj metod procene je i sastavni deo modela restrukturiranja koji je prezentovan u nastavku.

Sami metodi prodaje kapitala – tenderi i aukcije – koncipirani su tako da se postigne maksimalna javnost i transparentnost procesa, kako bi se ostvarili i maksimalni rezultati, odnosno prodajna cena kapitala preduzeća. Još jednom napominjemo da se ostvareni rezultati u procesu restrukturiranja preduzeća pre njihove prodaje mogu na odgovarajući način valorizovati na tržištu samo kroz konkurentne i transparentne metode prodaje, kakvi javni tenderi i javne aukcije jesu, čime se i objašnjava njihova detaljna analiza u ovom delu rada.

S obzirom na uočene slabosti koncepta restrukturiranja koji je prezentovan u ovom delu rada, prevashodno u nepostojanju prave i definisane metodologije restrukturiranja, u nastavku je prezentovan model restrukturiranja koji se zasniva na upravljanju osnovnim faktorima vrednosti kao i metodologiji stvaranja i merenja vrednosti koja je prezentovana na početku rada. Cilj ovog modela je da poveća efikasnost procesa restrukturiranja i da se ono koncentriše na najvažniji cilj vlasnika kapitala – povećanje vrednosti kapitala preduzeća. Pri tome, ovaj model na značaju dobija jer ga je moguće primeniti i na proces restrukturiranja koji predstoji velikim javnim preduzećima u Srbiji.

## **PETI DEO**

### **METODOLOGIJA UPRAVLJANJA I RESTRUKTURIRANJA PUTEM UPRAVLJANJA FAKTORIMA VREDNOSTI**

## **5. METODOLOGIJA UPRAVLJANJA I RESTRUKTURIRANJA PUTEM UPRAVLJANJA FAKTORIMA VREDNOSTI**

Cilj ovog dela rada je da se ukaže na metodologiju restrukturiranja koja je usmerena na donošenje strateških i operativnih odluka, a u cilju konsolidacije poslovanja i maksimiziranje ostvarene vrednosti kroz fokus na donošenje odluka o ključnim faktorima vrednosti. Ovakva metodologija se može sprovesti u organizaciji u kojoj se proces upravljanja, kao i planiranje i merenje performansi, realizuje putem donošenja odluka na svim nivoima organizacije na osnovu pravih informacija, a sa ciljem stvaranja dodate vrednosti.

Metodologija koja je prikazana u ovom delu rada se zasniva na konceptima i faktorima vrednosti koji su opisani u prvom delu ovog rada. Njen značaj proizilazi i iz činjenice da Srbiji predstoji restrukturiranje velikih javnih preduzeća, pri čemu je ova metodologija primenljiva u slučaju njihovog restrukturiranja i pripreme za privatizaciju.

Pretpostavka uspešne primene ovog koncepta, koji podrazumeva da se preduzećem upravlja kroz upravljanje ključnim faktorima vrednosti, je utvrđivanje koji su to ključni faktori vrednosti jednog preduzeća. Naime, kroz detaljnu analizu poslovanja preduzeća putem analize faktora vrednosti stvara se osnova za definisanje procesa i aktivnosti restrukturiranja. Predmet restrukturiranja su aktivnosti koje se odnose i na bilans stanja i na bilans uspeha jedne kompanije. Restrukturiranjem tih aktivnosti, ostvaruje se vrednost koja se finansijski izračunava preko ostvarene stope neto dobiti i koeficijenta obrta poslovne aktive, kao što je i prikazano u prvom delu ovog rada. Cilj ovih aktivnosti je, dakle, da se, kroz konsolidaciju elemenata u poslovanju koji imaju najveći uticaj na osnovne faktore vrednosti, maksimizira stvorena vrednost i poveća procenjena vrednost kapitala preduzeća. Upravo ovaj koncept je osnova metodologije restrukturiranja koja je prikazana u ovom delu rada. Pri tome, samo povećanje vrednosti, odnosno efekat mera restrukturiranja, se meri primenom metode diskontovanog neto novčanog toka.

Osnova za definisanje modela restrukturiranja u ovom delu rada je, slikovito prikazano, sumarni prikaz odnosa između svakodnevnih odluka menadžmenta, pojedinih elemenata bilansa stanja i bilansa uspeha, kao i realizovane vrednosti kapitala kroz uticaj na iznos neto novčanog toka i prosečnu ponderisanu cenu kapitala, kao što je prikazano na sledećem dijagramu. Potsećanja rada, ovaj dijagram sumira prvi deo rada, koji se odnosi na definisanje aktivnosti restrukturiranja, modela i obračuna vrednosti, faktora vrednosti kao i metodologije za obračun ostvarene vrednosti kapitala.

**Grafikon 16. Prikaz odnosa elemenata koji utiču na proces kreiranja i procene ostvarene vrednosti**



Prezentovani model u ovom delu je koncipiran na način da jasno ukaže na odnose između pojedinih upravljačkih odluka, elemenata finansijskih izveštaja, kao i ostvarene vrednosti kapitala. Osim toga, model ukazuje na diskontovani neto novčani tok kao osnovni metod procene vrednosti kapitala. Konačno, model podrazumeva korišćenje konkurentnih modela prodaje kapitala – javnih tendera i javnih aukcija – koje smo detaljno analizirali u prethodnom delu rada.

Metodologija restukturiranja podrazumeva da je menadžment preduzeća neprekidno usmeren na proces kreiranja vrednosti za vlasnike kapitala. U tom smislu, neophodno je da kompanija prihvati koncept upravljanja sa ciljem maksimizacije vrednosti, kako bi svaka aktivnost i svaka odluka bila zasnovana na odgovarajućem uticaju na faktore vrednosti i, posledično, povećanje vrednosti.

Upravo zbog toga je ovaj deo rada podeljen u dva dela. U prvom je prezentovan koncept upravljanja sa ciljem maksimizacije vrednosti, kao osnova definisanja i sprovođenja

metodologije restrukturiranja koja se zasniva na upravljanje osnovnim faktorima vrednosti. U drugom delu je prikazana sama metodologija restrukturiranja kroz upravljanje osnovnim faktorima vrednosti.

### **5.1.1. UPRAVLJANJE PREDUZEĆEM PUTEM FAKTORA VREDNOSTI SA CILJEM MAKSIMIZACIJE VREDNOSTI KAPITALA**

Kao što je već navedeno u prvom delu rada, ključna aktivnost za kreiranje vrednosti je identifikovanje strategija koje će najefikasnije uticati na poboljšanje toka gotovine i smanjenje rizika poslovanja. Pri tome, svaka strategija se mora kvantifikovati u smislu uticaja na tok gotovine i rizik poslovanja i, naravno, mogućnosti da se ona i sprovede, imajući u vidu uslove konkurencije na tržištu.

Konkretno, u cilju kreiranja vrednosti jedne kompanije, neohodno je definisati i sprovesti strategije koje su usmerene na povećanje neto novčanog toka kroz kombinaciju povećanja prihoda, smanjenja troškova i poboljšanja u obrtu ukupne aktive, s jedne, i smanjenja rizika poslovanja i posledičnog smanjenja cene kapitala, s druge strane.

Kako bi se stvorio okvir za uspešno kreiranje i primenu gore navedenih strategija, neophodno je prihvatiti koncept upravljanja putem faktora vrednosti, a sa ciljem maksimizacije vrednosti kapitala. Ovakav koncept podrazumeva da su svi poslovni ciljevi, načini donošenja poslovnih odluka, organizaciona struktura i upravljački procesi međusobno usklađeni i usmereni da kompanija maksimizira vrednost svog kapitala kroz donošenje odluka koje utiču na ključne faktore vrednosti. Vrednost kompanije je određena vrednošću njenih diskontovanih budućih novčanih tokova i stvara se samo u slučaju kada kompanija ostvaruje stopu prinosa na investirani kapital koja je viša od troška, odnosno cene tog kapitala.

Cilj primene ovog koncepta u upravljanju jednim preduzećem je da se sve strateške i operativne odluke donose uz fokusiranje na osnovne faktore vrednosti i, posledično, poveća vrednost kapitala. Usvajanje ovakvog koncepta upravljanja je preduslov primene metodologije restrukturiranja koja je prezentovana u nastavku rada. Naime, da bi proces restrukturiranja bio uspešan i kontinuiran, neophodno je primeniti i odgovarajući proces upravljanja kako bi se sve poslovne odluke zasnivale na osnovnim faktorima vrednosti a sa ciljem da se, njihovim upravljanjem, kreira i poveća vrednost kapitala preduzeća.

Prvi korak u primeni koncepta upravljanja sa ciljem maksimizacije vrednosti je definisanje koje su to mere uspešnosti poslovanja – kojim pokazateljima ćemo meriti da li smo

vrednost kreirali ili ne, što je prikazano na sledećem grafikonu<sup>90</sup>.

### Grafikon 17. Mere uspešnosti poslovanja



Grafikon koristi dve dimenzije kako bi uporedio različite mere uspešnosti poslovanja: neophodnost dugoročnog planiranja i neophodnost kratkoročnog upravljanja bilansom stanja jedne kompanije. Samo procena vrednosti putem diskontovanja neto novčanog toka može da „odgovori” na potrebe zadovoljenja obe dimenzije. Suprotan primer bi bio fokus menadžementa u tekućoj godini na neto dobit ili neki drugi pokazatelj bilansa uspeha, uz zanemarivanje mogućnosti da se vrednost kreira i promenama u bilansu stanja, kroz, na primer, bolje upravljanje obrtnim sredstvima i/ili investicijama u rast i razvoj. Pri tome, svi pokazatelji uspešnosti poslovanja (neto dobit, diskontovani neto novčani tok, rast neto dobiti i visina ekonomskog profita) predstavljaju operativne faktore vrednosti.

Dakle, sa stanovišta upravljanja sa ciljem maksimizacije vrednosti, neohodno je prihvatiti metod diskontovanog neto novčanog toka kao jedinog modela koji može da „pomiri” efekte koje odluke menadžementa imaju na bilans stanja, u kratkom roku, i vrednost kapitala, u dugom roku. Sve investicione i poslovne odluke u kompaniji treba da budu ocenjene na osnovu ovog modela, kako bi se obezbedila konzistentnost i doslednost u upravljanju, sa ciljem da se maksimizira vrednost kapitala.

Drugi korak u primeni koncepta upravljanja sa ciljem povećanja vrednosti je definisanje i primena odgovarajuće organizacione strukture i procesa u kompaniji. Naime, prihvatanje ovakvog pristupa upravljanju može biti ključna komponenta u poboljšanju organizacione efikasnosti, jer pruža nedvosmislena i precizna merila performansi vrednosti na kojima se

90 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1996, str. 103

može izgraditi uspešna organizacija. Drugim rečima, ako se svaka odluka donosi shodno tome koliko doprinosi vrednosti kapitala i njen efekat se meri metodom DCF-a, jasno je da se ovim dobija precizan instrument merenja atraktivnosti i uspešnosti neke poslovne odluke.

U primeni ovog pristupa važna su četiri aspekta organizacionih promena<sup>91</sup>:

- Performansa je cilj. Pristup upravljanja faktorima vrednosti pomaže u definisanju specifičnih finansijskih ciljnih performansi koje bi kompanije trebalo da usvoje. Naglasak je na tome da se ciljevi kvantifikuju kako bi bilo lakše meriti stepen njihovog ostvarenja.
- Strategija i struktura su još uvek bitne. Ovaj pristup pomaže kompanijama da odluče između alternativnih strategija i pomaže im da procene neophodne resurse kako bi ostvarili odabrane strategije.
- Timovi su ključni gradivni blokovi jedne organizacije. Timovima su potrebni jasno definisani ciljevi, kao i praćenje njihovog ostvarenja, a ovakav pristup upravljanju upravo pomaže kompanijama da ove ciljeve definišu.
- Fokus je od suštinskog značaja. Identifikovanjem ključnih faktora vrednosti, upravljanje organizacijom preko ovih faktora omogućuje kompanijama da prave kompromise između konkurentnih ciljeva kako bi se fokusirale na one koje maksimiziraju vrednost.

U cilju primene koncepta upravljanja preko faktora vrednosti, neophodno je pažljivo definisati i sprovesti četiri ključna procesa rukovođenja kompanijom, prvenstveno:

- ✓ Razvijanje strategije,
- ✓ Postavljanje ciljeva,
- ✓ Definisane akcionih planova / budžetiranje i
- ✓ Merenje performansi / sistem motivacije i stimulacija.

Definisane ovih procesa ne mora da ide po redu koji je gore naveden ali je neophodno definisati sva četiri procesa. Prvo, kompanija ili poslovna jedinica razvija strategiju kojom definiše način na koji može da poveća svoju vrednost. Ovaj korak podrazumeva analizu okruženja u kojem kompanija posluje, kao i njenih konkurentskih prednosti. Drugo, usvojena strategija služi kao osnova za definisanje dugoročnih i kratkoročnih ciljeva,

---

91 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1996, str. 100



koji treba da se baziraju na upravljanju osnovnim faktorima vrednosti. Treće, neophodno je pripremiti akcione planove i budžete u cilju definisanja konkretnih koraka koji će biti preduzeti u narednih 12 meseci kako bi se realizovali usvojeni ciljevi. Konačno, potrebno je usvojiti sistem za merenje performansi i sistem stimulacija koji su u funkciji kako praćenja ostvarenih performansi i njihovog upoređivanja sa usvojenim ciljevima, tako i motivaciji zaposlenih da svoje ciljeve i ispune.

Što se tiče strategije na nivou kompanije u celini, strategija podrazumeva definisanje delatnosti u kojoj će kompanija poslovati, sinergija između različitih poslovnih jedinica, kao i načina alociranja resursa, odnosno sredstava na svaku od poslovnih jedinica. Na nivou poslovnih jedinica, definisanje strategije se odnosi na pronalaženje različitih strategija poslovanja, procena vrednosti tih strategija, kao i odabir one koja kreira najveću vrednost vlasnicima kapitala.

Nakon definisanja i usvajanja strategije čiji je cilj maksimiziranje stvorene vrednosti, sledi definisanje konkretnih dugoročnih i kratkoročnih ciljeva kako bi se usvojena strategija ostvarila. Ciljevi treba da se zasnivaju na ključnim faktorima vrednosti svake poslovne jedinice i treba da budu i finansijski i ne-finansijski. Definisanje nefinansijskih ciljeva je bitno kako bi se izbeglo „štimovanje” kratkoročnih finansijskih rezultata. Pri tome, ciljevi treba da budu usklađeni s nivoom organizacije – rukovodioci poslovnih jedinica treba da imaju ciljeve koji se odnose na poslovni uspeh cele jedinice, dok operativni i funkcionalni direktori treba da imaju ciljeve koji su usklađeni sa njihovim odgovornostima, kao na primer trošak po jedinici proizvoda, nivo kvaliteta i sl. Konačno, kratkoročni ciljevi treba da budu vezani za dugoročne ciljeve.

Pripremom akcionih planova i budžeta, konkretna strategija za svaku poslovnu jedinicu se „pretvara” u set konkretnih koraka koji su neophodni kako bi se usvojeni ciljevi ostvarili.

Konačno, sistem za merenje ostvarenih rezultata i sistem stimulacija, odnosno nagrađivanja prati ostvarenje ciljeva i „ohrabruje” rukovodioce i ostale zaposlene da ostvare zacrtane ciljeve. Ključni principi za definisanje ovih sistema su: da se sistem merenja ostvarenih rezultata prilagodi svakoj pojedinačnoj poslovnoj jedinici – svaka poslovna jedinica može da ima svoj sistem koji meri njoj specifične ciljeve; da se veže sa definisanim kratkoročnim i dugoročnim ciljevima koji su definisani za svaku poslovnu jedinicu; da kombinuje finansijske i operativne pokazatelje koji su zasnovani na ključnim faktorima vrednosti; i, konačno, da na vreme ukaže na probleme kako bi se sprovele korektivne akcije pre nego što bude prekasno.

Sledeći grafikon pokazuje na koji način se ciljevi mogu vezati za konkretne organizacione nivoe jedne kompanije<sup>92</sup>. Ono što je bitno napomenuti je da se na grafikonu ne nalazi diskontovana vrednost neto novčanog toka iz razloga što je on vezan za projekcije pooslovanja u budućnosti, dok sistem kompenzacije treba da bude vezan za konkretne, već ostvarene rezultate.

**Grafikon 18. Usklađenost ciljeva i merenje performansi**

NIVO UPRAVLJANJA		POKAZATELJI PERFORMANSI			
		Prinos vlasnicima kapitala	Ekonomski profit	Rezultat iz poslovanja (EBIT)	Individualni faktori vrednosti
	Generalni direktor	X	X		
	Ostali menadžment na nivou kompanije	X	X		X
	Direktori poslovnih jekinica		X	X	
	Linijski menadžeri			X	X
	Svi ostali zaposleni				X

Upravljanje kompanijom, odnosno menadžment zasnovan na kreiranju vrednosti mora primenjivati pristup odozdo na gore, kao i odozgo na dole. Drugim rečima, operativni/ linijski menadžment mora da shvati koje od mnogih operativnih odluka pod njihovom kontrolom imaju najveći uticaj na vrednost kompanije i da svoje odluke donosi u skladu sa time. Top menadžment ne može dnevno da donosi veliki broj odluka koje utiču na navedene pokretače vrednosti, već tu aktivnost mora da delegira.

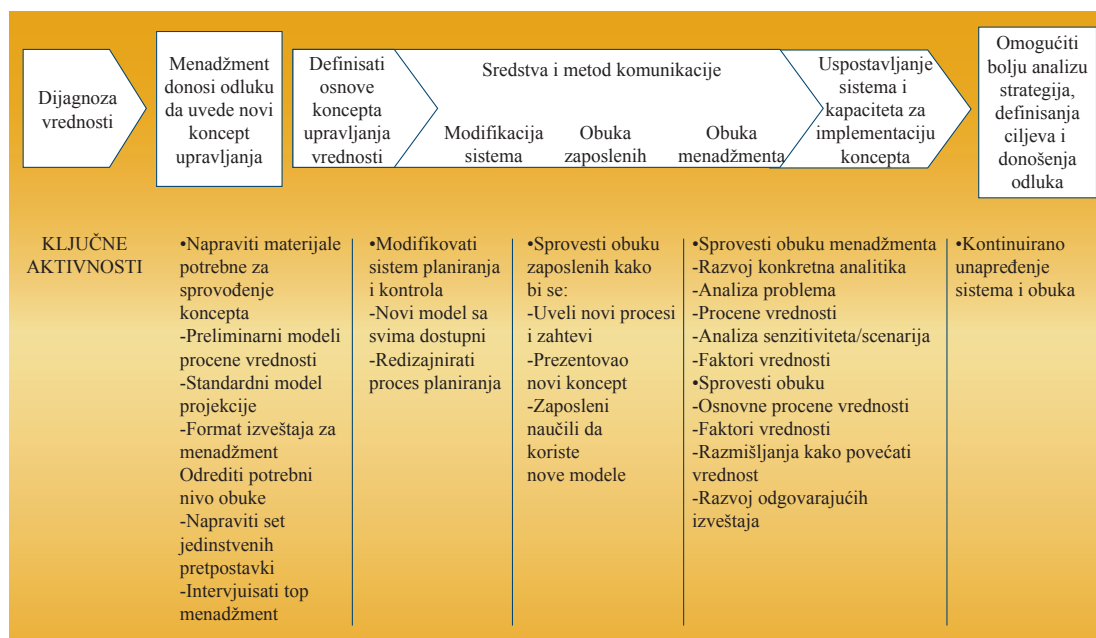
Ovako definisan proces upravljanja daje mogućnost primene metodologije restrukturiranja, koja je prezentovana u nastavku rada. Ukoliko je ceo sistem upravljanja zasnovan na upravljanju osnovnim faktorima vrednosti, on omogućava kreiranja vrednosti za vlasnika kapitala, što i predstavlja osnovi cilj aktivnosti restrukturiranja.

Ukoliko vlasnik kapitala donese odluku da u svoju kompaniju uvede upravljanje preko

92 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1996, str. 118

faktora vrednosti, sledeći grafikon ilustruje osnovne korake u implementaciji ovog koncepta upravljanja<sup>93</sup>.

**Grafikon 19. Koraci u implementaciji koncepta upravljanja faktorima vrednosti**



Kao što se iz grafikona može videti, implementacija ovog koncepta se sastoji iz nekoliko koraka. Prvi korak podrazumeva da menadžment preduzeća donese odluku da institucionalizuje koncept upravljanja faktorima vrednosti. Nakon donošenja ove odluke, neophodno je pripremiti set modela i priručnika neophodnih za obuku zaposlenih u primeni, odnosno sprovođenju novog modela upravljanja. Pri tome, osim obuke zaposlenih, u primeni novog koncepta je bitna i modifikacija postojećih sistema planiranja i kontrole. Naravno, sa početkom primene novog koncepta javiće se i potreba kontinuiranog poboljšanja svakog aspekta upravljanja, a shodno promenama u okruženju i specifičnostima svake organizacije. U svakom slučaju, ciljevi implementacije su da se obezbedi bolje upravljanje preduzećem, donošenje boljih odluka koje su usmerene ka povećanju vrednosti kapitala preduzeća, kao i da se poboljša poslovanje kompanije.

93 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, John Wiley and Sons, Inc., New York, 1996, str. 126

## ZAKLJUČAK

Prethodno opisan pristup upravljanju podrazumeva upravljanje faktorima vrednosti kao osnove za maksimiziranje vrednosti kapitala kompanije. Uvođenje ovog koncepta upravljanja u preduzeću je preduslov primene metodologije reskstrukturiranja koja je prikazana u nastavku ovog dela rada.

Sa stanovišta upravljanja sa ciljem maksimizacije vrednosti, neohodno je prihvatiti metod diskontovanog neto novčanog toka kao metode ocene svih investicionih i poslovnih odluka u kompaniji, kako bi se obezbedila konzistentnost i doslednost u upravljanju, sa ciljem da se maksimizira vrednost kapitala.

Osim toga, sama primena ovog koncepta zahteva definisanje i primenu odgovarajuće organizacione strukture i procesa u kompaniji. Ovaj koncept bi trebalo da bude vodič za donošenje odluka na svim organizacionim nivoima kompanije - od donošenja strategija na nivou upravnog odbora do dnevnih operativnih odluka linijskih menadžera. Osim toga, metodologija treba da bude dizajnirana tako da razvije svest celokupne upravljačke strukture kompanije o upravljanju procesima koji se fokusiraju na ključne faktore vrednosti poslovanja. Primena ovog pristupa u upravljanju bi trebalo da poboljša i komunikaciju između top menadžmenta i operativnog/linijskog menadžmenta. Kao korist od primene ovog pristupa izdvaja se i usaglašavanje procesa kreiranja vrednosti sa sistemom kompenzacije i stimulacije zaposlenih.

Prihvatanje maksimiranja vrednosti kao ultimativnog finansijskog cilja kompanije, kao i prihvatanje upravljanja jednom organizacijom kroz upravljanje ključnim faktorima vrednosti, daje osnovu za definisanje modela za restrukturiranje koji se zasniva na osnovnim faktorima vrednosti, kao što je prikazano u nastavku rada.

### **5.1.2. MODEL RESTRUKTURIRANJA KROZ UPRAVLJANJE OSNOVNIM FAKTORIMA VREDNOSTI**

Kao što smo već naveli u prvom delu rada, na vrednost jedne kompanije se može uticati i njome upravljati kroz upravljanje osnovnim faktorima vrednosti. Kroz upravljanje faktorima vrednosti utiče se na visinu neto novčanog toka i rizik poslovanja jedne kompanije, što su, pak, dva osnovna faktora koja i definišu vrednost jedne kompanije.

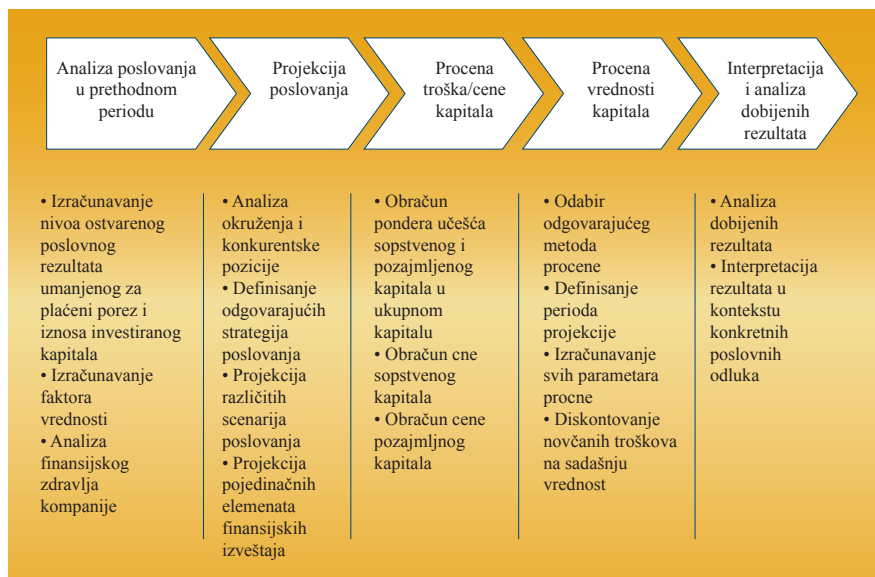
Pošto je vrednost zasnovana na diskontovanim neto novčanim tokovima, osnovni faktori

vrednosti poslovanja moraju uticati na ovaj novčani tok. Kao što smo već naveli, postoje dva ključna faktora slobodnog novčanog toka i vrednosti: stopa po kojoj kompanija povećava svoje prihode, neto dobit i kapital, kao i stopa prinosa na investirani kapital. Ovi faktori vrednosti su, u neku ruku, i logični. Naime, kompanije koje ostvaruju veći profit na svaki uloženi dinar u poslovanje će vredeti više u odnosu na slične kompanije koje ostvaruju manji profit na svaki dinar uloženi kapital. Slično tome, brže rastuća kompanija će vredeti više od sporije rastuće kompanije, ako obe ostvaruju isti prinos na uloženi kapital.

Ukoliko kompanija prihvati koncept upravljanja koji se zasniva na upravljanju ključnim faktorima vrednosti u cilju maksimiziranja ostvarene vrednosti, preostaje da se definiše model restrukturiranja koji doprinosi detaljnoj analizi ovih faktora i za rezultat ima procenjenu vrednost kapitala. Ovako definisan model je osnov za plan i sprovođenje restrukturiranja poslovnih, finansijskih i investicionih aktivnosti jedne kompanije, a u cilju povećanja vrednosti njenog kapitala.

Model restrukturiranja na osnovu upravljanja faktorima vrednosti ima 5 elemenata, odnosno koraka, kao što je prikazano na sledećem dijagramu.

**Grafikon 20. Model restrukturiranja kroz upravljanje faktorima vrednosti**



Svaki od navedenih koraka je zasnovan na analizama i zaključcima koji su predstavljeni u prvom delu rada. Pri tome, pretpostavka primene i uspeha ovog modela je da menadžment prihvati koncept upravljanja faktorima vrednosti u cilju maksimizacije vrednosti, kao što je navedeno u prethodnom poglavlju ovog dela. U nastavku ćemo detaljno analizirati svaki od gore navedenih koraka.

### ***Korak 1. Analiza poslovanja u prethodnom periodu***

Prvi korak u predloženom modelu predstavlja analiza poslovanja i poslovnih performansi preduzeća u prethodnom periodu. Razumevanje poslovanja u prethodnom periodu daje jasnu osnovu za definisanje programa restrukturiranja, odnosno razvoj i pravljenje projekcija poslovanja u narednom periodu. Pri tome, neophodno je da se ova analiza fokusira na ključne faktore vrednosti, naročito na stopu prinosa na ukupno uložena sredstva, odnosno kapital i njene elemente. Razumevanje ovih faktora omogućava preciznije definisanje aktivnosti restrukturiranja kako bi se povećala vrednost kapitala preduzeća.

Kao što smo već naveli u prethodnom delu rada, vrednost se kreira smo u slučaju kada kompanija ostvaruje stopu prinosa na uložena sredstva koja je viša od cene kapitala. Ovaj prinos, s druge strane, utiče na tokove gotovine, čije povećanje direktno utiče na povećanje vrednosti kapitala.

Osnovni faktor vrednosti je stopa prinosa na uložena sredstva (investirani kapital) koja se definiše na sledeći način:

*Stopa prinosa na uložena sredstva* = PRUPP / nivo uložених sredstava,

pri čemu PRUPP predstavlja poslovni rezultat umanjen za iznos plaćenog poreza. Rezultat iz poslovanja predstavlja razliku između prihoda i rashoda iz poslovanja i ne uzima u obzir finansijske i vanredne prihode i rashode. U poslovnu dobit ulazi trošak amortizacije. U prvom delu rada, PRUPP se spominjao u vezi sa načinom obračuna stvorene vrednosti, metodologijom izračunavanja slobodnog toka gotovine i metodama procene vrednosti kapitala preduzeća. Osim toga, u četvrtom koraku ovog modela, koji je prezentovan u nastavku, PRUPP je sastavni element metodologije procene i utvrđivanja vrednosti kapitala preduzeća.

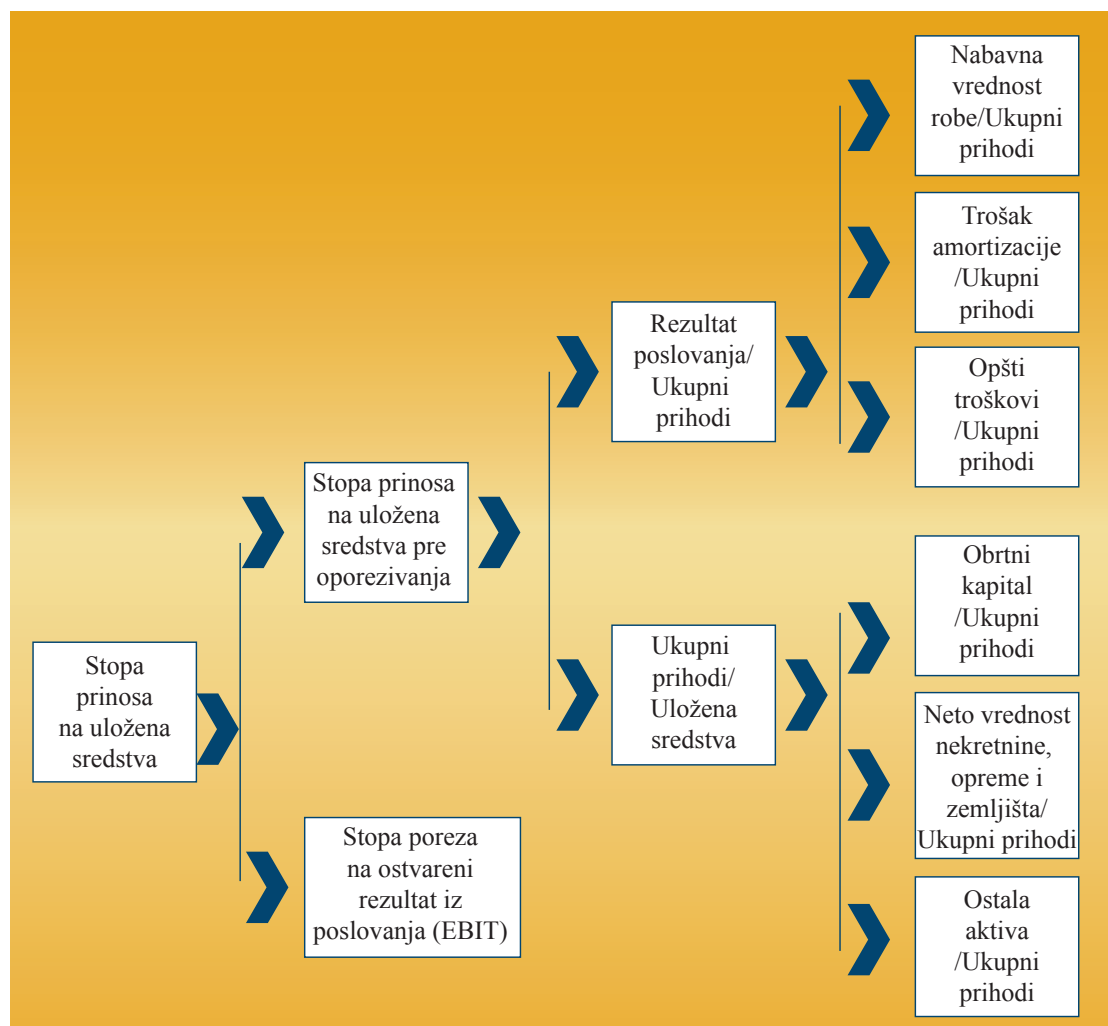
S druge strane, nivo uložених sredstava predstavlja iznos novca koji je kompanija investirala u poslovanje i izračunava se kao zbir investicija u obrtni kapital, fiksnu i drugu imovinu. Ovaj iznos se može izračunati na početku obračunskog perioda ili uzeti kao prosek za posmatrani period. Investicije u obrtni kapital se izračunavaju kao razlika između obrtne imovine (iznos gotovine, potraživanja iz poslovanja, zaliha) i obaveza iz tekućeg poslovanja koje nisu kamatonosne (prevashodno obaveze prema dobavljačima). Razlog zbog kojeg se isključuju kamatonosne obaveze iz obračuna investiranog kapitala je što se na taj način obezbeđuje usklađenost sa

definicijom PRUPP-a, koji takođe u svojoj kalkulaciji isključuje finansijske prihode i rashode. Investicije u fiksnu imovinu predstavljaju iznos sredstava uložениh u nekretnine, postrojenja i opremu. Konačno, investicije u drugu imovinu predstavljaju investicije u sredstva koja se koriste u poslovanju kompanija, a nisu uključena u obračun fiksne imovine.

Ukoliko stopu prinosa na uložena sredstva uporedimo sa drugim pokazateljima uspešnosti poslovanja, kao što su stopa prinosa na sopstveni kapital ili stopa prinosa na ukupnu imovinu, možemo zaključiti da ova stopa pruža bolje i tačnije razumevanje uspešnosti poslovanja jedne kompanije. Naime, stopa prinosa na sopstvena sredstva, po svojoj definiciji, kombinuje poslovne performanse i strukturu finansiranja, što onemogućava pravilnu analizu trenda u poslovanju i poređenje uspešnosti poslovanja kompanije u odnosu na svoje konkurente (usled razlike u strukturi finansiranja svake od njih). Slične nekonzistentnosti postoje i u brojiocu i imeniocu kod stope prinosa na ukupnu imovinu.

Najbolji način da se stopa prinosa na uložena sredstva analizira je da se podeli na sastavne elemente i svaki element posmatra zasebno, kao što je prikazano na sledećem grafikonu.

**Grafikon 21. Elementi stope prinosa na uložena sredstva (investirani kapital)**



Kao što se iz grafikona može videti, dva osnovna elementa stope prinosa na uložena sredstva su stopa poslovnog dobitka (rezultat iz poslovanja / ukupni prihodi), koja pokazuje koliko je kompanija efikasna u konverziji prihoda u profit i koeficijent obrta kapitala (ukupni prihodi / investirani kapital), koji meri efikasnost upošljavanja kapitala. Dva osnovna elementa stope prinosa na uložena sredstva se dalje mogu razložiti na svoje sastavne elemente, kao što je prikazano na grafikonu.

Ovi elementi su u skladu i sa DuPont analizom koja je prikazana u prvom delu rada. Povećanje stope prinosa na uložena sredstva se može ostvariti ili povećanjem stope poslovnog dobitka, povećanjem koeficijenta obrta uložених sredstava ili njihovom kombinacijom.

Elementi stope prinosa na uložena sredstva su istovremeno i osnovni faktori vrednosti. Cilj prvog koraka u modelu je da se izračuna vrednost svakog pojedinačnog faktora vrednosti



koji predstavljaju polaznu osnovu za definisanje plana i aktivnosti restrukturiranja. Kao što se iz prikazanog grafikona može i videti, faktori vrednosti se odnose i u sebe integrišu pojedine elemente bilansa uspeha i bilansa stanja.

Racio rezultat iz poslovanja / ukupni prihodi je funkcija nekoliko drugih faktora – prvenstveno odnosa između troška nabavne vrednosti robe, troška amortizacija i ostalih troškova i ukupnih prihoda iz poslovanja. S druge strane, koeficijent obrta kapitala je funkcija koeficijenta obrta obrtnih sredstava, fiksne imovine i ostale imovine. Svi ovi faktori se dodatno mogu razložiti na još detaljnije elemente – koeficijent obrta obrtnog kapitala, na primer, se može razložiti na koeficijent obrta potraživanja, zaliha, gotovine i dobavljača. Upravljanje svakim od ovih faktora omogućava rukovodstvu preduzeća da direktno utiče na stopu prinosa na uložena sredstva, čime utiče na nivo stvorene vrednosti. Upravo ovaj grafikon na najbolji način ilustruje suštinu upravljanja i restrukturiranja poslovanja kroz upravljanje faktorima vrednosti.

U prvom delu rada je predstavljen model mreže vrednosti. Model pokazuje na koji način investicione, finansijske i operativne odluke menadžera, preko definisanih faktora vrednosti, utiču na novčani tok preduzeća i stvorenu vrednost za akcionare. Mikro i makro faktori vrednosti, koji su definisani u modelu, upravo ilustruju odnos faktora vrednosti, stope prinosa na uložena sredstva, odnosno kapital, neto novčani tok i stvorene vrednosti u preduzeću ili njegovom delu. Model mreže vrednosti je, konceptualno, osnova za definisanje elemenata stope prinosa na uložena sredstva, odnosno kapital koji su prikazani u prethodnom dijagramu.

Kao zaključak, kroz svakodnevne poslovne odluke koje utiču na faktore vrednosti jednog preduzeća, menadžment utiče na stopu prinosa na uložena sredstva, odnosno investirani kapital i time, kroz nivo stvorenog toka gotovine, utiče na vrednost kapitala jednog preduzeća. Model restrukturiranja jedne kompanije podrazumeva identifikovanje odgovarajućih faktora vrednosti, a upravo analiza poslovanja u prethodnom periodu to omogućuje. Zato je istorijska analiza poslovanja izuzetno bitna kao prvi korak u predstavljenom modelu.

Nakon detaljne analize poslovanja, identifikovanja faktora vrednosti i razumevanja njihovog uticaja na stopu prinosa na uložena sredstva, cilj u sledećem koraku modela je da se napravi plan i projekcija poslovanja, kako bi se naponi menadžmenta usmerili na upravljanje svakim od identifikovanih faktora vrednosti, a u cilju povećanja vrednosti kapitala preduzeća i uspešnog završetka procesa restukturiranja.

## ***Korak 2. Projekcija poslovanja***

Nakon analize poslovanja u prethodnom periodu i identifikacije osnovnih faktora vrednosti jedne kompanije, sledeći korak predloženog modela podrazumeva projektovanje poslovanja u budućnosti. Pri tome, ključno je projektovati i predvideti kako će kompanija poslovati u odnosu na svoja ključna dva faktora vrednosti – stopu rasta i stopu prinosa na uložena sredstva, kao i na koji način treba upravljati njihovim sastavnim elementima, a u cilju povećanja njihove vrednosti. Projekcija poslovanja u narednom periodu podrazumeva da su aktivnosti restrukturiranja usmerene ka poboljšanju performansi kroz upravljanje faktorima vrednosti koji su definisani u prvom koraku.

Kako bi se uradila projekcija poslovanja u budućnosti, neophodno je uraditi sledeće:

- a. Analizirati konkurentsku poziciju kompanije u okviru privredne grane u kojoj posluje. U prvom delu rada su navedeni modeli koji se mogu upotrebiti radi detaljne analize konkurentskih prednosti i karakteristika privredne grane u kojoj preduzeća posluje. Ovde prevashodno mislimo na lanac vrednosti (Porterov model). Kao što je navedeno, prema ovom modelu, atraktivnost grane i konkurentska prednost su glavni izvori kreiranja vrednosti. Što su oni povoljniji, veća je verovatnoća da će kompanija kreirati vrednost. Prednost ovog modela je što, sa aspekta poslovanja, identifikuje različite aktivnosti koje čine lanac poslovanja jedne kompanije i ukazuje na potencijalna mesta na kojima se može povećati stvorena vrednost. Pri tome, ovaj model podrazumeva detaljnu analizu i razumevanje lanca vrednosti dobavljača, lanac vrednosti samog preduzeća, lanac vrednosti kanala distribucije, kao i lanac vrednosti kupaca proizvoda preduzeća.
- b. Razumeti karakteristike privredne grane i konkurentске pozicije preduzeća, kako bi se utvrdile mogućnosti kompanije za rast u okviru grane, kao i njene mogućnosti da napravi višu stopu prinosa na investirani kapital od cene tog kapitala.
- c. Na osnovu prethodnih aktivnosti, neophodno je razviti različite scenarije poslovanja kompanije u narednom periodu. Cilj ovog koraka je da se kvantitativno iskažu različiti scenariji poslovanja i utvrde kritični događaji koji će verovatno uticati na ove scenarije.
- d. Na osnovu prethodno razvijenih scenarija, neophodno je projektovati pojedinačne stavke bilansa uspeha i bilansa stanja za svaki od scenarija. Svaka od ovih pojedinačnih stavki će nakon toga biti iskorišćena za projekciju slobodnog toka gotovine, stope prinosa na uložena sredstva, kao i drugih faktora vrednosti.

e. Konačno, svaki od scenarija treba proveriti sa stanovišta realnosti, kako se ne bi desilo da su projektovani scenariji nemogući za realizaciju, čime se gubi i smisao projekcije.

U nastavku ćemo se detaljnije upoznati sa svakim od gore navedenih koraka.

### *Analiza konkurentske pozicije*

U cilju ostvarivanja stope prinosa na uložena sredstva koja je viša od cene tih sredstava, za svaku kompaniju je neophodno da razvije i iskoristi svoju konkurentsku prednost u odnosu na ostale kompanije u okviru privredne grane. Bez postojanja konkurentske prednosti, konkurencija u okviru grane bi za posledicu imala da sve kompanije ostvaruju stopu prinosa na uložena sredstva koja bi bila jednaka ili pak manja od cene tih sredstava. Upravo zbog toga, cilj analize konkurentske pozicije je da se identifikuje potencijal kompanije da generiše konkurentsku prednost, a imajući u vidu karakteristike njene imovine i kapaciteta sa jedne, i karakteristike privredne grane u kojoj posluje, s druge strane. Kroz aktivnosti restrukturiranja, poslovanje kompanije treba da se usmeri upravo ka razvijanju njenih jakih strana, koje će joj doneti prednost u odnosu na konkurenciju. U prvom delu rada smo analizirali Porterov model konkurentnosti koji konceptualno može da posluži u svrhu analize konkurentske pozicije preduzeća. Generalno, prednosti u odnosu na konkurente koje se odlikavaju u višoj stopi prinosa na investirani kapital u odnosu na cenu kapitala se mogu podeliti u tri kategorije:

*Prva kategorija* se odnosi na obezbeđenje odgovarajuće vrednosti za potrošače kroz kombinaciju cena i karakteristika proizvoda koje konkurenti ne mogu da repliciraju. Ova vrednost može biti materijalna (na primer, brži procesor u kompjuteru) ili nematerijalna (jaka veza između prodavca i kupca).

*Druga kategorija* se odnosi na postizanje nižih troškova u odnosu na konkurenciju.

*Treća kategorija* se odnosi na korišćenje kapitala produktivnije nego konkurenti.

Opisivanje konkurentske prednosti kao jedne od ili kombinacije gore pomenutih kategorija je početni korak za razvijanje različitih scenarija poslovanja. Pri tome, postoje tri osnovne tehnike ili modela koji se koriste za identifikovanje konkurentske prednosti: analiza segmenata potrošača, analiza lanca poslovanja, kao i analiza strukture privredne grane.

Cilj *analize segmenata potrošača* je da se utvrdi potencijalno tržišno učešće preduzeća

na osnovu preciznog razumevanja zašto potrošači biraju proizvode pojedinih preduzeća u okviru grane. Osim toga, ova analiza omogućava i da se utvrdi profitabilnost svake pojedinačne kategorije kupaca.

Ova analiza ima dve perspektive – perspektivu potrošača i perspektivu preduzeća kao proizvođača. Segment potrošača predstavlja grupu potrošača kojima slične karakteristike proizvoda obezbeđuju slične koristi. Iz perspektive potrošača, karakteristike proizvoda imaju različitu važnost za pojedine grupe potrošača. Na primer, usluge servisa mogu da budu više važne za manje preduzeće koje nema svoje odeljenje održavanja, dok za veće preduzeće, koje ima svoje odeljenje koje se bavi održavanjem opreme, ova usluga možda i nije toliko bitna. Segmentacija potrošača omogućava da se razume zašto pojedini potrošači biraju proizvode pojedinih preduzeća i na taj način obezbedi osnovu za projekciju potencijalnog tržišnog učešća i mogućnosti diferencijacije preduzeća u okviru grane.

Iz perspektive preduzeća, usluga prodaje različitim potrošačima ima različiti cenu, odnosno trošak. Za preduzeće je bitno da razume i izračuna koliko košta prodaja svakom od definisanih segmenata tržišta.

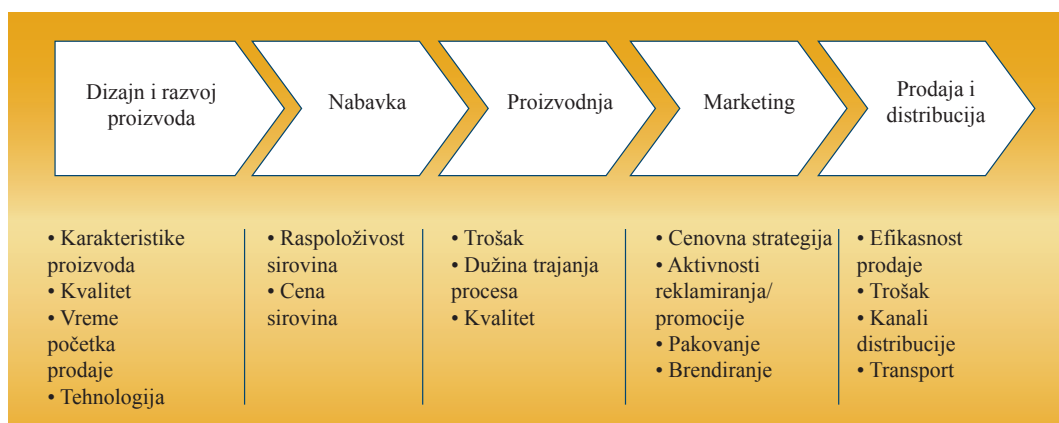
Upravo segmentacija tržišta iz perspektive potrošača i preduzeća, kao i analiza mogućnosti preduzeća da zadovolji potrebe potrošača bolje u odnosu na konkurenciju, predstavlja osnovu za identifikovanje trenutnih ili potencijalnih konkurentskih prednosti koje preduzeće ima u okviru grane u kojoj posluje.

*Analiza lanca poslovanja* predstavlja analizu lanca svih aktivnosti koje preduzeće mora da preduzme kako bi svoj proizvod doveo do krajnjeg potrošača, kao što je prikazano na sledećem grafikonu<sup>94</sup>.

---

94 Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., „Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies“, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1996, str. 211

## Grafikon 22. Analiza poslovnog sistema jedne kompanije



Analiza lanca poslovanja treba da pomogne da se razume na koji način preduzeće može da ostvari konkurentsku prednost kroz niže troškove, bolje korišćenje kapitala ili veću vrednost koju obezbeđuje potrošaču.

Konačno, *analiza strukture privredne grane* predstavlja treću vrstu analize koja treba da pomogne u utvrđivanju konkurentске prednosti preduzeća. Osnove ove analize su već prezentovane u prvom delu rada kada je prezentovan i model konkurentnosti Majkla Portera. U svakom slučaju, postojenje substituta, barijera ulaska i izlaska iz grane, kao i pregovaračka moć dobavljača i potrošača su osnovni faktori čija analiza treba da da odgovor na pitanje koji faktori u okviru grane dominantno utiču na njenu trenutnu i potencijalnu profitabilnost.

Sve tri gore navedene analize (analiza segmenata potrošača, analiza lanca poslovanja, kao i analiza strukture privredne grane) treba da omogućе razumevanje da li je privredna grana u kojoj preduzeće posluje u mogućnosti da zaradi stope prinosa na investirani kapital koje su više od cene tog kapitala i koja je pozicija preduzeća koje je predmet procene i restrukturiranja u okviru te privredne grane. Na osnovu toga, moguće je projektovati nekoliko različitih scenarija poslovanja, odnosno plana restrukturiranja, koji bi se bazirali na mogućnostima koje pružaju interne snage preduzeća i mogućnosti koje pruža njegovo okruženje.

### *Razvijanje različitih scenarija poslovanja*

Nakon razumevanja konkurentске pozicije koju kompanija ima u okviru privredne grane u kojoj posluje, sledeću aktivnost predstavlja razvijanje različitih scenarija poslovanja u narednom periodu. Cilj pravljenja različitih scenarija je da se sagledaju finansijski efekti poslovanja pod različitim uslovima koji se mogu očekivati u budućnosti. Razvoj različitih

scenarija podrazumeva razumevanje i pravljenje niza pretpostavki o tome kako može da izgleda budućnost i na koji način će uticati na profitabilnost privredne grane i finansijske performanse kompanije.

Pri tome, neophodno je razumeti i izračunati kolika je vrednost kapitala kompanije u svakom od scenarija, kako bi se doneo zaključak o „verovatnom“ scenariju i projektovanoj vrednosti kapitala. Projektovana vrednost kapitala se dobija kao ponderisani prosek vrednosti kapitala u svakom od datih scenarija poslovanja, pri čemu se kao ponder koristi pretpostavka verovatnoće događanja svakog pojedinačnog scenarija.

#### *Projekcija pojedinih kategorija u okviru bilansa uspeha i bilansa stanja*

Kroz analizu konkurentске pozicije preduzeća i projekciju različitih scenarija poslovanja, možemo utvrditi alternativne načine za upravljanje faktorima vrednosti. Upravljanje pojedinim faktorima, sa druge strane, će uticati na pojedine kategorije bilansa uspeha i bilansa stanja i, posredno, na nivo ostvarenog toka gotovine i procenu vrednosti kapitala. Pri tome, u prvom delu rada je prezentovan odnos između pojedinih faktora vrednosti i pojedinih elemenata bilansa stanja i bilansa uspeha.

Na osnovu aktivnosti iz prvog koraka ovog modela i identifikacije faktora vrednosti, menadžment je u mogućnosti da napravi plan poslovanja i definiše svoje poslovne odluke na način na koji će one biti usmerene ka povećanju stope prinosa na investirani kapital. Pri tome, svaka odluka treba da se odnosi na pojedinačne elemente bilansa stanja ili uspeha kompanije. Upravo zbog toga, projekcija pojedinih elemenata bilansa stanja i bilansa uspeha podrazumeva i precizno definisanje aktivnosti restrukturiranja koje će biti usmerene na upravljanje svakim elementom pojedinačno.

Pri tome, tokovi gotovine se mogu projektovati i bez projekcije bilansa uspeha i bilansa stanja, ali time se gubi celovitost projekcije i detalji koji mogu mnogo da znače za poslovanje. Osim toga, povezanost elemenata finansijskih izveštaja osigurava „razumnost“ svake projekcije i proveru koliko ona ima smisla.

Projekcija bilansa uspeha najčešće počinje sa projekcijom prihoda iz poslovanja. Ostali elementi projekcije (rashodi iz poslovanja i ulaganja u obrtni kapital) su vezani za projekciju prihoda i proizilaze iz nje. Pri tome, najbolji način za projekciju prihoda iz poslovanja je kroz sastavne elemente stope prinosa na uložena sredstva, kao što je prikazano na grafikonu 17. u prvom koraku modela restrukturiranja.

Kako bi se napravila projekcija svake pojedinačne stavke finansijskih izveštaja, kao početna tačka se koriste njihove vrednosti u prethodnom periodu (istorijski bilansi). Osim toga, neohodno je razumeti i karakteristike privredne grane, kao i interne kapacitete i mogućnosti samog preduzeća koje je predmet procene. Pitanja na koja je neophodno odgovoriti u ovoj fazi modeliranja su: koje su karakteristike privredne grane u prošlosti imale najveći uticaj na kreiranje vrednosti, koje su karakteristike samog preduzeća uticale na pokretače vrednosti, šta će se od karakteristika grane i kapaciteta preduzeća promeniti u budućnosti i na koji način i sl.

Pri tome, treba izdvojiti dve bitne stvari u okviru projekcije pojedinih elemenata bilansa stanja i bilansa uspeha – inflaciju i dužinu perioda projekcije. Projekcija poslovanja, kao i diskontna stopa, mogu biti u nominalnom i realnom iznosu. Prvi slučaj podrazumeva projektovanje nivoa inflacije u projektovanom periodu, dok drugi podrazumeva projektovanje finansijskih izveštaja putem stalnih cena i ne zahteva projektovanje inflacije.

Iskustvo pokazuje da se u tranzicionim ekonomijama poslovanje najčešće projektuje u stalnim cenama, s obzirom da je vrlo teško precizno projektovati stopu inflacije u budućnosti. Srbija je primer jedne takve ekonomije. U razvijenim ekonomija, sa razvijenim tržištima kapitala, mnogo je lakše projektovati stopu inflacije i preporučuje se projektovanje finansijskih rezultata u nominalnom iznosu. Inače, postoji nekoliko metoda na osnovu kojih se projektuje stopa inflacije, ali one nisu predmet izučavanja ovog rada.

Što se tiče dužine perioda projekcije, kao što smo već i naveli u prvom delu rada, svaku projekciju poslovanja treba podeliti u dva dela – eksplicitna projekcija poslovanja (3 do 5 ili čak 10 godina) i projekcija u rezidualnom periodu, koji obuhvata poslovanje nakon eksplicitne projekcije.

Ono što je bitno napomenuti je da dužina eksplicitnog perioda projekcije treba da bude dovoljna da preduzeće dostigne stabilni obim poslovanja u tom periodu. Stabilni obim poslovanja podrazumeva da je na kraju projekcije preduzeće u mogućnosti da zarađuje konstantnu stopu prinosa na novo-investirani kapital, odnosno da konstantnu proporciju ostvarene dobiti reinvestira u poslovanje.

Teorija poslovanja u okviru jedne privredne grane kaže da, vremenom, konkurencija utiče na to da sva preduzeća u grani ostvaruju stopu prinosa na investirani kapital koja se približava ceni, odnosno trošku tog kapitala. Ukoliko prihvatimo ovu teoriju, dužina perioda eksplicitne projekcije poslovanja treba da pokrije period u kome preduzeće ostvaruje stopu prinosa na investirani kapital koja je viša od cene tog kapitala.

Konačno, ukoliko preduzeće posluje u privrednoj grani koju karakteriše cikličnost, bitno da je period projekcije obuhvati celokupan ciklus poslovanja.

U svakom slučaju, na osnovu analize okruženja i konkurentskih prednosti preduzeća, pravljanje različitih scenarija poslovanja omogućava sagledavanje mogućih strategija poslovanja. Svaka strategija definiše konkretne aktivnosti restrukturiranja i način upravljanja faktorima vrednosti čiji se efekti, kroz projekciju elemenata bilansa uspeha i bilansa stanja, odslikavaju u projektovanim tokovima gotovine. Kao rezultat ove faze u metodologiji restrukturiranja, dobija se projekcija slobodnog toka gotovine i iznosa svakog od pojedinačnih faktora vrednosti za svaku od projektovanih strategija, odnosno scenarija poslovanja.

#### *Provera realnosti scenarija*

Konačno, kao poslednji korak u ovoj fazi modela, neophodno je proveriti koliko su projekcije i dobijeni rezultati realni. U ovoj fazi je takođe neophodno razumeti finansijske implikacije projekcija. Ukoliko je predviđen značajan rast, na koji način i pod kojim uslovima preduzeće može da pribavi dodatno finansiranje i da li će ono biti u formi sopstvenog ili pozajmljenog kapitala. S druge strane, ukoliko projekcija podrazumeva velike prilive gotovine, na koji način će preduzeće investirati tu gotovinu ili će je, u formi dividende, raspodeliti akcionarima.

Kao rezultat drugog koraka u modelu, menadžment kompanije treba da poseduje detaljan plan poslovanja i definisane aktivnosti restrukturiranja za nekoliko verovatnih scenarija poslovanja u budućnosti. Pri tome, aktivnosti restrukturiranja se zasnivaju na konkurentskim prednostima preduzeća i podrazumevaju upravljanje osnovnim faktorima vrednosti. Pravilno definisane aktivnosti restrukturiranja i precizno modeliranje scenarija poslovanja utiču na maksimiziranje tokova gotovine, kao jednog od činioca koji utiče na vrednost kapitala jednog preduzeća. Drugi činilac je trošak, odnosno cena kapitala i njena procena je upravo predmet trećeg koraka modela restrukturiranja.

#### ***Korak 3. Procena troška/cene kapitala***

Prethodna dva koraka u modelu restrukturiranja podrazumevaju da menadžment razume okruženje i konkurentske prednosti preduzeća, da je identifikovao osnovne faktore vrednosti, kao i da je napravio nekoliko alternativnih scenarija poslovanja koji, putem upravljanja faktorima vrednosti, za rezultat imaju projektovane novčane tokove za svaki scenario ponaosob.



Treći korak u modelu restrukturiranja podrazumeva definisanje i izračunavanja troška, odnosno cene kapitala. Naime, kao što smo naveli u prvom delu rada, kako bi se procenila vrednost kapitala, osim projekcija novčanih tokova, neophodno je utvrditi i visinu diskontnog faktora, odnosno ponderisane prosečne cene kapitala. Trošak, odnosno cenu kapitala je neophodno proceniti jer i poverioci i akcionari očekuju naknadu za oportunitetne troškove ulaganja svojih sredstava.

U prvom delu rada smo detaljno analizirali metodologiju određivanja cene kapitala, kako sopstvenog, tako i pozajmljenog. Kao što je već navedeno, i poverioci i akcionari preduzeća očekuju da budu kompenzovani za rizik ulaganja u određeno preduzeće. Ponderisana cena sopstvenog i pozajmljenog kapitala se zove diskontna stopa. Ona odslikava vremensku vrednost novca i koristi se za diskontovanje očekivanih tokova gotovine na njihovu sadašnju vrednost.

Na osnovu iskustva, bitno je napomenuti da kalkulacija diskontne stope mora da bude konzistentna sa metodologijom procene i projekcije tokova gotovine. Drugim rečima, ukoliko je projekcija tokova gotovine napravljena u nominalnom iznosu, i diskontna stopa treba da je u nominalnom iznosu. Ukoliko su tokovi gotovine u realnom iznosu, i diskontna stopa treba da bude izražena u realnom iznosu.

Osim toga, u zavisnosti od definicije toka gotovine, koristi se i odgovarajuća definicija diskontne stope. Ukoliko se projektuje tok gotovine pre podmirivanja kreditnih obaveza (*Debt Free Cash Flow*), kao diskontna stopa se koristi ponderisana prosečna cena sopstvenog i pozajmljenog kapitala. Ukoliko se pak projektuje tok gotovine nakon izmirenja obaveza prema poveriocima (*Equity Cash Flow*), za njegovo diskontovanje na sadašnju vrednost se, kao diskontna stopa, koristi samo cena sopstvenog kapitala. O ovome je već bilo reči u prvom delu rada.

U cilju diskontovanja projektovanih tokova gotovine, za utvrđivanje ponderisane prosečne cene kapitala (WACC) u modelu restrukturiranja se koristi sledeća formula:

$$WACC = r_e * (E/(D+E)) + r_d * (1-T_c) * (D/(D+E)),$$

pri čemu su elementi ove formule sledeći:

- WACC – ponderisana prosečna cena kapitala (*Weighted Average Cost of Capital*)
- $r_e$  – cena sopstvenog kapitala (*Cost of Equity Capital*)
- E – tržišna vrednost kapitala preduzeća (*Market Value of the Company's Equity*)

- $D$  – tržišna vrednost obaveza preduzeća (*Market Value of the Company's Debt*)
- $r_d$  – cena pozajmljenog kapitala pre oporezivanja (*Pre-tax Cost of Debt Capital*)
- $T_c$  – stopa poreza na dobit preduzeća (*Corporate Tax Rate*)

Za utvrđivanje cene sopstvenog kapitala (*Cost of Equity Capital*), u praksi se koristi sledeća formula, koja se bazira na tzv. Capital Asset Pricing Model-u (CAPM):

$$r_e = r_f + \beta (\text{ERP}),$$

pri čemu su njeni elementi sledeći:

- $r_e$  – cena sopstvenog kapitala (*Cost of Equity Capital*)
- $r_f$  – stopa ulaganja bez rizika (*Risk Free Rate*)
- beta  $\beta$  - indikator rizika poslovanja preduzeća
- ERP – premija rizika (*Equity Risk Premium*), koji se izračunava kao razlika između stope prinosa na investicije na tržištu kapitala umanjene za stopu ulaganja bez rizika (*Total Return on the Stock Market less  $r_f$* )

Kao prvi korak, CAPM model podrazumeva utvrđivanje stope ulaganja bez rizika. Stopa ulaganja bez rizika je teorijski stopa prinosa na hartiju od vrednosti kod koje ne postoji rizik od bankrota i koja stopa ne zavisi ni od čega drugog u privredi. U praksi, stopa ulaganja bez rizika je obično stopa prinosa na državne obveznice, pri čemu je pretpostavka da će država koja izdaje svoje obveznice uvek moći da finansira svoje obaveze.

Premija rizika je razlika između očekivanih stopa prinosa na portfolio koji replicira tržište kapitala i stope ulaganja bez rizika. Veliki broj istraživanja je urađen kako bi se utvrdila istorijska vrednost ove premije rizika. Premija rizika za ulaganja na tržištu kapitala zavisi od zemlje u kojoj se primenjuje. Detaljan pregled premija rizika za ulaganje na tržištu kapitala je dao autor Pablo Fernandez<sup>95</sup>.

Konačno, beta koeficijent predstavlja ocenu sistematskog rizika, odnosno rizika ulaganja u konkretno preduzeće koje je predmet procene. Pretpostavka je da su stope prinosa na uloženi kapital preduzeća u korelaciji sa njihovim beta koeficijentom. Pri tome, ukoliko su akcije preduzeća kotirane na berzi, njihovi beta pokazatelji su publikovani od strane većeg broja organizacija i kao takvi se mogu koristiti. Ukoliko akcije preduzeća nisu kotirane na berzi, beta koeficijent se određuje procenom nekoliko pojedinačnih faktora

95 Fernandez P., Aguirreamalloa J., and Corres L., „Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers, *IESE Business School*, 19. jun 2012. godine

rizika konkretnog preduzeća (tzv. *Build-up Approach*).

Osim CAPM pristupa, u praksi se, mada ređe, za procenu cene sopstvenog kapitala koristi i Arbitrage Pricing Model (APM), *dividend yield* model, *earning to price ratio* model, i slični.

U proceni se posebna pažnja treba posvetiti određivanju vrednosti svakog od ovih pojedinačnih elemenata gore navedenih formula. Na primer, vrednost pondera koji pokazuju kakva je struktura kapitala preduzeća treba da se baziraju na ciljnoj strukturi kapitala, ne na trenutnoj. Ciljna struktura podrazumeva analizu strukture kapitala glavnih konkurenata preduzeća kako bi se utvrdila ona struktura koja je optimalna za privrednu granu. Pretpostavka je da će, u dugom roku, preduzeće finansirati svoje poslovanje na način na koji će se približavati ciljanoj, odnosno optimalnoj strukturi kapitala.

Cena pozajmljenog kapitala u razvijenim ekonomijama najčešće se utvrđuje ili preko kreditnih agencija ili se uzimaju vrednosti sa berze (ukoliko preduzeće ima izdate korporativne obveznice). U Srbiji, s obzirom da se preduzeća finansiraju uglavnom iz kredita poslovnih banaka, cena pozajmljenog kapitala je upravo kamatna stopa na kredite kojima se preduzeće finansira.

Krajnji rezultat sprovedenih kalkulacija koje su navedene u ovom koraku modela restrukturiranja je dobijena vrednost diskontne stope koja se onda koristi za diskontovanje projektovanih novčanih tokova na sadašnju vrednost. Proces diskontovanja realizuje se kroz proces procene vrednosti kapitala preduzeća i za rezultat ima procenjenu vrednost kapitala preduzeća, na osnovu analize i pretpostavki iz prva tri koraka modela restrukturiranja. Sama metodologija procene vrednosti kapitala koja se primenjuje u modelu je prikazana u nastavku.

#### ***Korak 4. Procena vrednosti kapitala preduzeća***

Kroz aktivnosti iz prethodna tri koraka modela, menadžment preduzeća je detaljno analizirao istorijsko poslovanje kompanije, definisao faktore vrednosti i njihov uticaj na tokove gotovine, projektovao tokove gotovine u nekoliko scenarija i utvrdio cenu kapitala. Četvrti korak u modelu restrukturiranja podrazumeva rad na samoj proceni vrednosti kapitala preduzeća. Preduslov za ovu fazu modela je da je, kroz prethodne korake, utvrđeno početno stanje preduzeća, identifikovani faktori vrednosti i na osnovu njih projektovano nekoliko scenarija novčanih tokova, kao i izračunata diskontna stopa, odnosno prosečna ponderisana cena kapitala. Ova četvrta faza u modelu podrazumeva

pravljene odgovarajućeg finansijskog modela koji za rezultat treba da da konačan zaključak o procenjenoj vrednosti kapitala preduzeća ukoliko se aktivnosti restrukturiranja, kroz upravljanje pojedinim faktorima vrednosti, realizuju.

Pretpostavka procene vrednosti kapitala je da će, kao posledica aktivnosti restrukturiranja, kompanija nastaviti da posluje u budućnosti i da joj ne pretili stečaj ili likvidacija (tzv. *going concern* princip).

Metod diskontovanog neto novčanog toka, koji je prezentovan u prvom delu rada, predstavlja metod procene vrednosti kapitala preduzeća u modelu restrukturiranja. Od svih metoda procene vrednosti, ovaj metod na najbolji način odslikava uticaj visine novčanih tokova na procenjenju vrednosti kapitala i daje mogućnost menadžmentu da utvrdi uticaj svojih poslovnih odluka na faktore vrednosti i, posledično, na tokove gotovine i vrednost kapitala preduzeća.

Kao što je navedeno u analizi drugog koraka modela restrukturiranja, projekcija tokova gotovine ima dva vremenska perioda – eksplicitni period projekcije od obično 3 do 5 godina, kao i period projekcije nakon ovog perioda (tzv. rezidualni period). Konačan zaključak o procenjenoj vrednosti kapitala dobija se kada se vrednost tokova gotovine iz oba perioda projekcije sabere i diskontuju na sadašnju vrednost.

Iskustvo pokazuje da veći deo procenjene vrednosti kapitala proizilazi iz rezidualnog perioda projekcije. Jedan od razloga za ovo je što su u eksplicitnom periodu projekcije tokovi gotovine obično umanjeni zbog investicija u fiksnu imovinu i ulaganja u trajna obrtna sredstva, čiji se efekti tek očekuju u budućim godinama.

Sam postupak procene vrednosti kapitala preduzeća metodom diskontovanog neto novčanog toka podrazumeva sledeća četiri koraka:

- a. Izbor odgovarajuće tehnike procene,
- b. Definisane vremenskog perioda projekcije,
- c. Procena svih parametara procene i procena rezidualne vrednosti i
- d. Diskontovanje projektovanih tokova gotovine na sadašnju vrednost.

U postupku procene, procenitelj može da bira između nekoliko tehnika koje se zasnivaju na diskontovanim novčanim tokovima. Pri tome, postoje tri osnovne tehnike koje se zasnivaju na diskontovanim novčanim tokovima – tehnika bazirana na dugom eksplicitnom periodu projekcije, tehnika koja podrazumeva da slobodan tok gotovine ima konstantnu

stopu rasta u budućnosti, kao i tehnika koja se zasniva na projekciji tokova gotovine u eksplicitnom i rezidualnom periodu.

Tehnika koja se bazira na dugom eksplicitnom periodu projekcije podrazumeva detaljnu projekciju poslovanja u narednih 50 i više godina. Na ovaj način, rezidualna vrednost koja se dobija će biti relativno mala. Nedostatak ove tehnike je što zahteva mnogo vremena za realizaciju i što detaljne projekcije poslovanja na tako dugi rok obično nisu moguće.

Druga tehnika procene podrazumeva da će slobodni tokovi gotovine preduzeća rasti po konstantnoj stopi rasta u budućnosti. Ova tehnika se zasniva na sledećoj formuli:

$$\text{Vrednost kapitala} = \text{FCF}_{t+1} / (\text{WACC} - g), \text{ pri čemu}$$

$\text{FCF}_{t+1}$  = nivo slobodnog toka gotovine u prvoj godini projekcije

WACC = ponderisana prosečna cena kapitala

g = očekivana stopa rasta slobodnog toka gotovine u budućnosti

Ova tehnika daje isti rezultat kao i prva u slučaju kada su slobodni tokovi gotovine projektovani da rastu po istoj stopi.

Konačno, model projekcije novčanog toka u eksplicitnom i rezidualnom periodu se može predstaviti na sledeći način:

$$\text{Vrednost kapitala} = \text{FCF}_1 / (1 + \text{WACC}) + \text{FCF}_2 / (1 + \text{WACC})^2 + \dots + \text{FCF}_n / (1 + \text{WACC})^n + [\text{FCF}_n (1 + g)] / [(\text{WACC} - g) / (1 + \text{WACC})^n], \text{ pri čemu}$$

FCF = slobodan tok gotovine u godinama projekcije,

WACC = ponderisana prosečna cena kapitala,

n = poslednja godina projekcija koja ide u beskonačno i

g = stopa rasta.

Ova tehnika procene predstavlja standardnu i preferiranu tehniku procene vrednosti kapitala metodom diskontovanog neto novčanog toka.

Pri tome, nezavisno od načina obračuna tokova gotovine, kako bi se izračunao ukupan slobodni tok gotovine (FCF odnosno *Free Cash Flow*), neophodno je dodati amortizaciju kao trošak koji nije odliv gotovine i oduzeti vrednost investicija (kapitalnih i u trajna

obrotna sredstva). Obračun slobodnog toka gotovine je već prikazan u delu rada koji se odnosi na analizu obračuna vrednosti. Kao potsetnik, slobodan tok gotovine se obračunava na sledeći način:

- Rezultat iz poslovanja
- Porez na dobit
- = Poslovna dobit nakon oporezivanja (bez efekta kamata) (PRUPP)
- + Trošak amortizacija
- Ulaganje u kapitalne investicije (fiksnu imovinu)
- +/- Promene u obrtnom kapitalu
- = Slobodan tok gotovine (FCF)

Diskontovanjem ovako dobijenog slobodnog toka gotovine, kao i diskontovanjem rezidualne vrednosti, dobija se sadašnja vrednost slobodnog toka gotovine. Zbir ovako dobijenih sadašnjih vrednosti predstavlja vrednost sopstvenog kapitala (u slučaju da se radi o diskontovanju novčanog toka prema akcionarima) ili vrednost investiranog kapitala (u slučaju da se radi o diskontovanju novčanog toka prema svim davaocima finansiranja). U ovom drugom slučaju, kako bi se utvrdila vrednost sopstvenog kapitala, neophodno je od vrednosti investiranog kapitala oduzeti iznos duga na dan procene.

Jedan od razloga što se u prezentovanom modelu restrukturiranja koristi metod diskontovanog neto novčanog toka kao metod procene vrednosti kapitala preduzeća je i što se slobodan tok gotovine može dovesti u vezu sa osnovnim faktorima vrednosti. Upravo zbog toga, ovaj metod primorava menadžment da razmišlja o osnovnim faktorima vrednosti i načinu na koji oni doprinose proceni vrednosti kapitala preduzeća.

Naime, kao što se iz gore navedene formule može videti, vrednost kapitala zavisi od visine slobodnog toka gotovine u godinama projekcije i troška odnosno cene kapitala. Iznos novčanog toka direktno zavisi od iznosa poslovne dobiti nakon oporezivanja i pre finansijskih rashoda (PRUPP), kao i iznosa ulaganja u fiksnu i obrtnu imovinu. Ukoliko se ponovo vratimo na grafikon 17, osnovni faktori koji utiču na stopu prinosa na uložena sredstva, odnosno kapital su upravo stopa poslovne dobiti i koeficijent obrta ukupne imovine (fiksni i obrtni sredstva). Upravo ova veza predstavlja samu suštinu prezentovanog modela restrukturiranja. Kroz poslovne, finansijske i investicione odluke, kao sastavnim delovima programa restrukturiranja, menadžment utiče na osnovne faktore vrednosti (stopu prinosa na uložena sredstva), visinu slobodnog toka gotovine i, konačno, procenjenu vrednost kapitala.

Operativne odluke, kao što su proizvodni miks, cena, promocija, oglašavanje, distribucija i usluge za potrošače su pre svega vezane za stopu rasta prodaje, stopu poslovnog dobitka i stopu poreza na dobitak, kao faktore vrednosti. Investicione odluke kao što su, na primer, povećanje nivoa zaliha i proširenje kapaciteta se ogledaju u sledeća dva faktora vrednosti: investicije u trajna obrtna sredstva i kapitalne investicije. Troškovi kapitala, kao faktor vrednosti, su regulisani ne samo poslovnim rizikom, već i finansijskim odlukama menadžera u smislu strukture pasive koja se koristi u finansiranju poslovanja, kao i korišćenju odgovarajućih finansijskih instrumenata.

Osim prethodno navedenih tehnika procene vrednosti, postoji i veći broj drugih koji se ne koriste tako često i koji svaki ima neke nedostatke. Od ovih tehnika, na primer, spomenućemo knjigovodstvenu vrednost kapitala, likvidacionu vrednost kapitala, procenu kapitala na osnovu P/E racija i sl. Svaka od ovih tehnika se može koristiti za procenu vrednosti kapitala preduzeća, ali svaka od njih ima i manjkavosti usled kojih se i ne koristi često. Upravo zbog toga, kao i zbog svih prednosti koje ima upravljanje kompanijom putem faktora vrednosti, procena vrednosti kapitala preduzeća koja se zasniva na DCF metodu je najobuhvatnija i daje mogućnost upravljanja i procene na osnovu osnovnih faktora vrednosti poslovanja.

Nakon odabira tehnike procene, *drugi korak* u postupku procene vrednosti kapitala se odnosi na definisanje vremenskog perioda projekcije poslovanja u budućnosti. Dužina vremenskog perioda procene je bitna, ali ne toliko zbog dobijene vrednosti koja bi trebalo da bude identična bez obzira na period projekcije, već zbog podele dobijene vrednosti na vrednost koja proističe iz eksplicitnog perioda procene i vrednosti koja se stvara u rezidualnom periodu projekcije. U svakom slučaju, dužina eksplicitnog perioda projekcija treba da bude dovoljna da omogući kompaniji da dosegne period stabilnosti poslovanja na kraju projekcije. Ovo je neophodno s obzirom da se procena vrednosti kapitala u rezidualnom periodu zasniva na pretpostavkama o konstantnoj stopi rasta, konstantnoj stopi prinosa na investirani kapital, kao i konstantnim poslovnim marginama.

U praksi, period projektovanja tokova gotovine se sastoji iz dva dela: prvi deo pokriva period od 3-5 godina i odnosi se na eksplicitnu projekciju poslovanja za taj period, dok se drugi deo odnosi na rezidualni period, koji pokriva godine poslovanja nakon eksplicitne projekcije. Pri tome, eksplicitna projekcija mora da pokriva dovoljno dugačak period vremena da kompanija ostvari dugoročno održivu stopu rasta, stopu investicija i drugih faktora poslovanja. Vrednost novčanog toka u rezidualnom periodu izračunava se primenom odgovarajuće formule.

Nakon što je odabrana tehnika procene i definisan vremenski period projekcije, *treći korak* u postupku procene vrednosti kapitala podrazumeva izračunavanje svih parametara procene kao i rezidualne vrednosti. Parametri koje je neohodno odrediti su:

- a. PRUPP. Projekcija PRUPP-a treba da odslikava očekivani nivo rezultata u prosečnom ciklusu poslovanja, sa projektovanim prihodima koji se zasnivaju na očekivanim stopama rasta u privrednoj grani i očekivanim tržišnim učešćem, kao i projektovanim rashodima koji se zasnivaju na dugoročno ostvarljivim marginama.
- b. Slobodan tok gotovine – formula za njegovo izračunavanje je data u prethodnom delu. Sastavni deo izračunavanja slobodnog toka gotovine, osim iznosa PRUPP-a, predstavlja i analiza i projekcija ulaganja u fiksnu i obrtnu imovinu.
- c. Stopa rasta PRUPP-a. U dužem vremenskom periodu, preduzeće ne može da ostvaruje stope rasta koje su više od stope rasta privrede u celini.
- d. Rezidualna vrednost. Projekcija i izračunavanje rezidualne vrednosti se radi preko formula ali, kao što je već napomenuto, one nisu predmet izučavanja ovog rada.
- e. Ponderisana prosečna cena kapitala (WACC). U prethodnom delu rada, detaljno smo analizirali način utvrđivanja ponderisane prosečne cene kapitala.

Konačan rezultat, odnosno vrednost kapitala je izuzetno osetljiva na svaki od ovih parametara (posebno na stopu rasta i iznos ponderisane prosečne vrednosti kapitala), tako da je njihova pažljiva kalkulacija izuzetno važna.

U osnovi, izračunavanje ovih parametara treba da bude integralni deo celokupnog procesa projekcije poslovanja preduzeća. Ovi parametri treba da odslikavaju kako dugoročne makroekonomske projekcije poslovanja u jednoj zemlji i privrednoj grani, tako i finansijsku i poslovnu poziciju preduzeća čiji je kapital predmet procene u okviru privredne grane.

Konačno, nakon završetka projekcije, *četvrti i poslednji korak* u postupku procene vrednosti je diskontovanje dobijenih tokova gotovine na sadašnju vrednost. Pri tome, predmet diskontovanja su tokovi gotovine u eksplicitnom periodu procena, kao i rezidualna vrednost.

Nakon završetka rada na svim prethodno navedenim koracima u postupku procene vrednosti kapitala preduzeća, vrednost kapitala se određuje na sledeći način:

- Diskontovanjem projektovanog slobodnog toka gotovine i rezidualne vrednosti na sadašnju vrednost korišćenjem ponderisane prosečne vrednosti kapitala kao diskontne stope, dobija se vrednost investiranog kapitala preduzeća (tzv.



*Enterprise Value*).

- Tako dobijena vrednost se koriguje za vrednost neposlovne aktive koja nije ušla u projekciju tokova gotovine ili ekonomskog toka.
- Od ovako dobijene vrednosti se oduzima tržišna vrednost svih kamatonosnih obaveza preduzeća, kako bi se na kraju dobila procenjena vrednost kapitala preduzeća (tzv. *Equity Value*).

Četvrti korak modela restrukturiranja sumira i obuhvata sve aktivnosti koje su realizovane u prethodna tri koraka modela. U prvom koraku, na osnovu analize istorijskih performansi preduzeća, identifikuju se osnovni faktori vrednosti i utvrđuju uzročno-posledične veze između upravljanja pojedinim faktorima i visine neto novčanog toka. Na osnovu toga, uz detaljnu analizu okruženja u kojem preduzeće posluje, u drugom koraku se projektuje poslovanje preduzeća u nekoliko scenarija restrukturiranja, koje za rezultat ima nekoliko projekcija tokova gotovine. Treći korak modela podrazumeva detaljnu analizu troška, odnosno cene kapitala, dok četvrti korak predstavlja fazu modeliranja kroz primenu odgovarajuće metodologije procene vrednosti kapitala (u ovom slučaju metode diskontovanog neto novčanog toka).

Kao rezultat četvrtog koraka modela, menadžment će imati procenjenu vrednost kapitala preduzeća u nekoliko verovatnih scenarija poslovanja, odnosno programa restrukturiranja. Svaki do scenarija, odnosno programa restrukturiranja podrazumeva set operativnih, finansijskih i investicionih odluka koje se odnose na upravljanje identifikovanim faktorima vrednosti. Na osnovu toga, a u zavisnosti od kretanja na tržištu, menadžment a i akcionari će biti u mogućnosti da prate poslovanje preduzeća i pravovremeno reaguju, a imajući u vidu željeni cilj maksimizacije vrednosti kapitala.

#### ***Korak 5. Interpretacija i analiza dobijenih rezultata***

Konačno, nakon utvrđivanja vrednosti kapitala preduzeća u nekoliko scenarija restrukturiranja, kao poslednji korak modela preporučuje se pažljiva interpretacija i analiza dobijenih rezultata. Neophodno je proveriti da li je dobijeni rezultat logičan i razumeti koji su najvažniji faktori koji utiču na procenjenu vrednost.

S obzirom, kako smo već opisali, da se radi o nekoliko scenarija poslovanja od kojih svaki ima svoj zaključak procenjene vrednosti kapitala, neophodno je dodeliti verovatnoću događanja svakom pojedinačnom scenariju i izračunati prosek, odnosno najviše verovatnu vrednost kapitala preduzeća.

Razlog za procenu vrednosti kapitala preduzeća je neophodnost donošenja boljih upravljačkih ili investicionih odluka, neophodnost restrukturiranja, prodaje kapitala, kupovine drugih preduzeća i slično. Upravo zbog toga, dobijeni rezultat procene se mora sagledati shodno odluci koju je neophodno doneti. U svakom slučaju, veći broj scenarija i na osnovu njih procenjenih vrednosti kapitala omogućava smanjenje rizika koje je vezano za donošenje ovih odluka.

Kako bi se donela prava odluka, neophodno je razumeti različite faktore vrednosti u svakom scenariju poslovanja i način na koji oni utiču na procenjenu vrednost. Jasno je da će svaka odluka biti usmerena ka povećanju vrednosti kapitala.

Najviše verovatna vrednost kapitala preduzeća predstavlja cilj kome treba težiti i ona daje vlasnicima kapitala sigurnost da je preduzeće na dobrom putu restrukturiranja svog poslovanja i kreiranja vrednosti za njih.

## **ZAKLJUČAK**

Predstavljeni model restrukturiranja integriše sve aktivnosti i metodologiju koja je usmerena na upravljanje kompanijom putem upravljanja faktorima vrednosti, a sa ciljem povećanja vrednosti kapitala.

Svih pet faza ili koraka modela su logično povezani i nadovezuju se na analize i modele koji su predstavljeni u prvom delu rada. Upoznavanje kompanije u prvom koraku je neophodno kako bi se definisali osnovni faktori vrednosti i prepoznao njihov uticaj na tokove gotovine. Projekcija poslovanja i nekoliko scenarija restrukturiranja u drugom koraku omogućava menadžmentu da sagleda način na koji njegove investicione, finansijske i operativne odluke utiču na visinu tokova gotovine, a kroz upravljanje osnovnim faktorima vrednosti. Treći korak modela podrazumeva analizu troška, odnosno cene kapitala. Kao što je već nekoliko puta navedeno, strategija restrukturiranja u cilju povećanja vrednosti treba da bude usmerena ka povećanju slobodnog toka gotovine i smanjenju rizika poslovanja, odnosno cene kapitala i predmet analize u trećem koraku modela je upravo utvrđivanje cene kapitala. Četvrti korak modela integriše sve aktivnosti koje su realizovane u prethodna tri koraka i podrazumeva implementaciju metodologije procene vrednosti kapitala putem diskontovanog neto novčanog toka. Kao rezultat ovog koraka, menadžment je u mogućnosti da sagleda i izračuna posledice svojih upravljačkih odluka i planiranih

aktivnosti restrukturiranja na vrednost kapitala.

Upravo zbog činjenice da jasno integriše aktivnosti upravljanja, identifikovanje osnovnih faktora vrednosti i projekcije tokova gotovine, model restrukturiranja koji je prezentovan u ovom delu rada predstavlja alat za uspešno sprovođenje aktivnosti restrukturiranja poslovanja a u cilju povećanja vrednosti kapitala preduzeća.

Kao takav, moguće ga je primeniti na sva preduzeća, bez obzira na strukturu vlasništva. Upravo zbog toga, razumevanje njegovih karakteristika je značajno s obzirom da u Srbiji tek predstoje aktivnosti restrukturiranja velikih državnih preduzeća čiji je potencijal kreiranja vrednosti veliki.

Prednosti predstavljenog modela restrukturiranja su višestruke. Prvo, model jasno definiše vezu između pojedinih faktora vrednosti i procenjene vrednosti kapitala. Na taj način, menadžmentu se jasno prezentuje na koje faktore i na koji način treba uticati, sa jasnim posledicama na vrednost kapitala. Kao što model i podrazumeva, način uticaja na pojedine faktore vrednosti i ciljevi koji se time žele postići treba da budu spovedeni na svim nivoima organizacije jednog preduzeća i da postanu integrisani deo procena planiranja, budžetiranja i analize ostvarenih rezultata u okviru kompanije.

Drugo, model predstavlja jasnu mapu puta kojim treba ići, kao i korake koje treba slediti kako bi se proces restrukturiranja uspešno završio. On daje okvir u kome se trebaju odvijati aktivnosti restrukturiranja svakog preduzeća, a u cilju povećanja vrednosti njegovog kapitala.

S obzirom da je cilj procesa restrukturiranja povećanje vrednosti kapitala, primena ovog modela bi povećala verovatnoću ostvarenja zacrtanog cilja. Bitno je napomenuti da primena navedenog modela podrazumeva prihvatanje koncepta upravljanja faktorima vrednosti u okviru jedne organizacije. Kroz identifikovanje osnovnih faktora vrednosti, njihovim upravljanjem u svim delovima jedne organizacije, menadžment će uspeti da utiče na vrednost kapitala i uskladi svoje interese sa interesima vlasnika kapitala.

S obzirom da su u prethodnom delu rada analizirani metodi prodaje društvenog i državnog kapitala u Srbiji, u nastavku su predstavljeni ostvareni rezultati privatizacije kapitala metodom prodaje putem tendera i aukcija. Takođe su predstavljeni i rezultati koji su ostvareni prodajom preduzeća koja su pre same privatizacije prošla fazu restrukturiranja.

## **ŠESTI DEO**

### **REZULTATI NOVOG MODELA PRIVATIZACIJE**

## 6. REZULTATI NOVOG MODELA PRIVATIZACIJE

Zakonom o privatizaciji iz 2001. godine utvrđen je novi model privatizacije koji je, nakon kraćeg perioda izgradnje administrativnih kapaciteta za njegovu primenu, dao značajne rezultate u privatizaciji preduzeća. Uspešnosti procesa privatizacije doprinelo je i unapređenje rešenja izabranog modela, koji su vezani za njegovu primenu, posebno rešenja o otpustu duga.

Po navedenom zakonu, rok za završetak privatizacije je bio četiri godine od dana donošenja zakona. To znači da je privatizacija u Srbiji trebala da bude okončana do kraja 2006. godine. S obzirom da rokovi nisu ispoštovani, Izmenama i Dopunama Zakona o privatizaciji koje su stupile na snagu 03.01.2008. godine, produžen je rok za završetak procesa privatizacije, odnosno za privatizaciju neprivatizovanog društvenog kapitala. Shodno ovim izmenama i dopunama, javni poziv za učešće na javnom tenderu, odnosno javnoj aukciji, morao je da se objavi najkasnije do 31. decembra 2008. godine. Pri tome, za privatizaciju subjekata koji posluju sredstvima u državnoj svojini nije ograničen rok za privatizaciju.

Osnovni rezultat dosadašnje privatizacije preduzeća ogleda se u formiranju zdravog jezgra privrede koga čine perspektivna preduzeća koja su kroz privatizaciju postala nosilac rasta proizvodnje i izvoza, kao i produktivne zaposlenosti.

U periodu od 2002. do kraja 2011. godine, izvršena je privatizacija ukupno 3.946 preduzeća i ostvaren ukupan prihod od prodaje od oko 3,69 mlrd. evra. Pri tome, ugovorene su značajne investicije u razvoj ovih preduzeća i to u iznosu od oko 1,47 mlrd. evra.

Sledeća tabela sumarno prikazuje efekte privatizacije u Srbiji po novom konceptu od 2001. godine do kraja 2011. godine. Podaci su dati u hiljadama evra.

**Tabela 8. Efekti privatizacije do 2011. godine**

	Broj javnih poziva	Ukupno ponudeno	Ukupno prodato/ Raskinuto	Procenat uspešnosti	Knjižgovod. vrednost (B)	Prodajna cena (P)	P/B	Investicije (I)	Socijalni program
Tenderi (T)	298	214	128/44	59%	1.320.993	1.620.750	1,23	1.185.405	278.731
Aukcije (A)	4.064	2.460	2.156/612	88%	1.331.932	1.388.696	1,04	281.551	-
T+A	4.362	2.674	2.284/656	85%	2.652.925	3.009.446	1,13	1.466.956	278.731
Tržište kapitala (Tk)		2.698	1.662	62%	682.997	684.342	1,00	5.902	-
Ukupno T+A+Tk		5.372	3.946	73%	3.335.922	3.693.788	1,11	1.472.858	278.731

*Izvor: Agencija za privatizaciju*

U ovom poglavlju, dati su zbirno rezultati aukcijske i tenderske privatizacije, rezultati aukcijske privatizacije na finansijskom tržištu (tržištu kapitala), kao i podaci o preduzećima koja se nalaze u procesu restrukturiranja. U nastavku su posebno analizirani rezultati aukcijske i tenderske privatizacije.

Kao kriterijumi analize, korišćen je broj prodatih preduzeća, odnos ponuđenih i prodatih preduzeća, prihodi koje je država ostvarila od privatizacije, P/B racio, iznos obaveznih investicija, kao i struktura kupaca.

#### **A) Broj prodatih preduzeća**

Sledeća tabela prikazuje broj preduzeća koja su privatizovana po pojedinim metodama prodaje od 2002. godine pa do kraja 2011. godine.

**Tabela 9. Broj prodatih preduzeća**

Metod privatizacije	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Tenderi	9	19	9	16	25	17	19	7	2	2	128
Aukcije	257	680	257	200	208	282	226	69	25	2	2,156
Tržište kapitala	65	116	65	295	307	352	254	109	54	62	1,662
Ukupno	331	815	331	511	539	651	500	185	81	66	3,946

*Izvor: Agencija za privatizaciju*

Po podacima iz tabele, vidimo da nakon prve godine privatizacije (2002. godina), u 2003. godini dolazi do povećanja broja prodatih preduzeća, naročito putem aukcije. U 2004. godini, je taj broj znatno opao. Pri tome, razlog navedenog pada u 2004. godini leži u činjenici da je zbog parlamentarnih izbora i dugog sastavljanja nove vlade došlo do usporavanja procesa privatizacije.

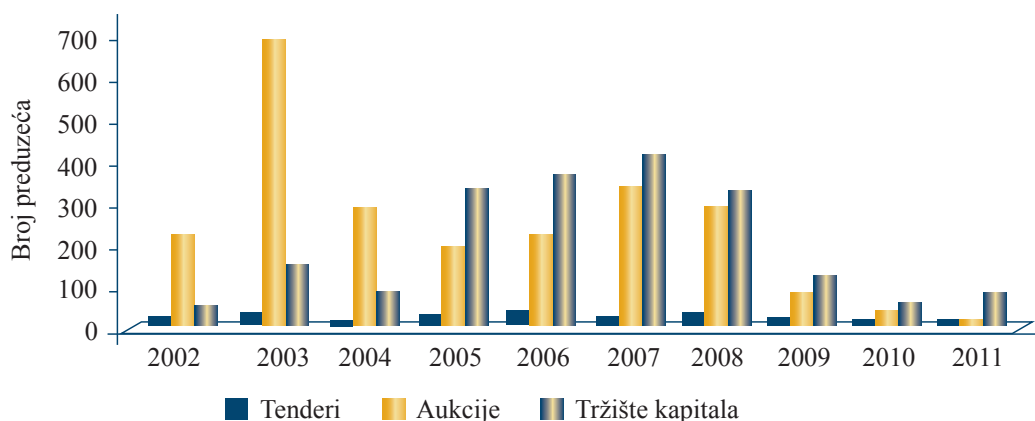
Iz tabele je, takođe, evidentno da je od 2005. do 2007. godine rastao broj prodatih manjinskih paketa akcija u vlasništvu države na tržištu kapitala i putem aukcija, naročito u 2006. i 2007. godini, dok je broj preduzeća koja su prodana putem tendera približno isti kao broj prodatih preduzeća u 2003. godini, sa izuzetkom 2006. godine kada je prodat znatno veći broj preduzeća.

Što se tiče preduzeća koja su prodana metodom javne aukcije, njihov broj je u posmatranom periodu približno isti kao broj prodatih preduzeća u 2002. godini, sa izuzetkom 2003. godine, 2009. godine, 2010. godine i 2011. godine.

Uočljivo je da od 2009. godine opada broj prodatih preduzeća po sva tri metoda prodaje, tako da je najmanji broj preduzeća prodat u 2011. godini.

Naredni grafikone slikovito prikazuje broj prodatih preduzeća po pojedinim metodama prodaja od 2002. godine do kraja 2011. godine.

**Grafikon 23. Broj prodatih preduzeća u periodu 2002.-2011. godine**



Na osnovu navedenog dijagrama, može se zaključiti da je u 2002, 2003. i 2004. godini najviše preduzeća prodato putem aukcije, dok je u ostalim godinama (2005.-2011. godina) najviše preduzeća prodato na tržištu kapitala.

Od ukupnog broja prodatih preduzeća, najveći broj – 55% prodato je putem aukcije, 42% na tržištu kapitala, dok je samo 3% preduzeća prodato putem tendera.

### ***B) Odnos ponuđenih i prodatih preduzeća***

Sledeća tabela prikazuje odnos broja ponuđenih i prodatih preduzeća u periodu od 2002. godine do kraja 2011. godine.

**Tabela 10. Odnos prodatih i ponuđenih preduzeća**

Metod privatizacije	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Tenderi	46%	50%	82%	76%	86%	38%	73%	78%	40%	50%	59%
Aukcije	100%	96%	86%	88%	92%	95%	74%	57%	38%	28%	88%
Tržište kapitala	80%	105%	31%	88%	79%	68%	76%	38%	28%	24%	62%
Ukupno	91%	95%	64%	88%	84%	76%	75%	44%	31%	25%	73%

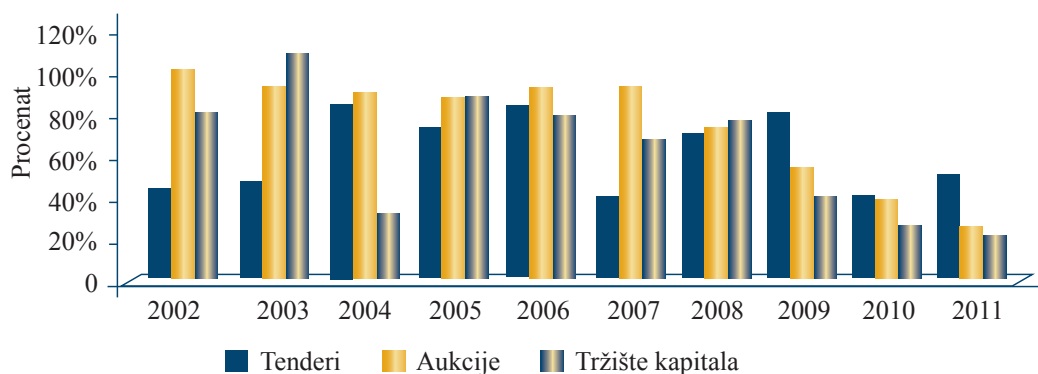
*Izvor: Agencija za privatizaciju*

Kao što se iz tabele može videti, najveći procenat uspešnosti prodaje preduzeća ostvaren je u periodu od 2002. do 2007. godine, a najmanji u 2010. godini i 2011. godini. Od 2008. godine procenat uspešnosti opada, a jedan od razloga je i opadanje atraktivnosti ponuđenih preduzeća za prodaju. Najveći procenat uspešnosti je u 2003. godini, kada je prodato i najviše preduzeća.

U narednom grafikonu dat je procenat uspešnosti prodaje, na osnovu koga se može zaključiti da je sve do 2007. godine procenat uspešnosti prodaje veći kod aukcija nego kod tendera. To je uticalo i na ukupan procenat uspešnosti, koji kod aukcija iznosi 88%. Nakon 2007. godine, odnosno u 2008. godini ostvaren je približno isti procenat uspešnosti i kod aukcija i kod tendera, dok je u 2009. godini, 2010. godini i 2011. godini veći procenat uspešnosti ostvaren kod metode prodaje putem tendera. Najmanji procenat uspešnosti ostvaren je 2007. godine kod tendera, svega 38%, a kod aukcija u 2011. godini – 28%.



## Grafikon 24. Procenat uspešnosti prodaje



### C) Prihodi države od privatizacije

Sledeća tabela prikazuje prihode koje je država ostvarila od prodaje preduzeća u periodu od 2002. do kraja 2011. godine. Svi iznosi su u 000 evra.

**Tabela 11. Prihodi od privatizacije u 000 EUR**

Metod privatizacije	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Tenderi	200,771	600,361	15,205	96,586	101,202	81,956	491,673	31,525	450	1,021	1,620,750
Aukcije	60,709	272,822	120,554	173,195	160,630	358,242	191,211	44,286	6,937	110	1,388,696
Tržište kapitala	82,968	67,778	52,219	125,195	70,108	162,148	84,778	10,465	11,646	17,037	684,342
<b>Ukupno</b>	<b>344,448</b>	<b>940,961</b>	<b>187,978</b>	<b>394,976</b>	<b>331,940</b>	<b>602,346</b>	<b>767,662</b>	<b>86,276</b>	<b>19,033</b>	<b>18,168</b>	<b>3,693,788</b>

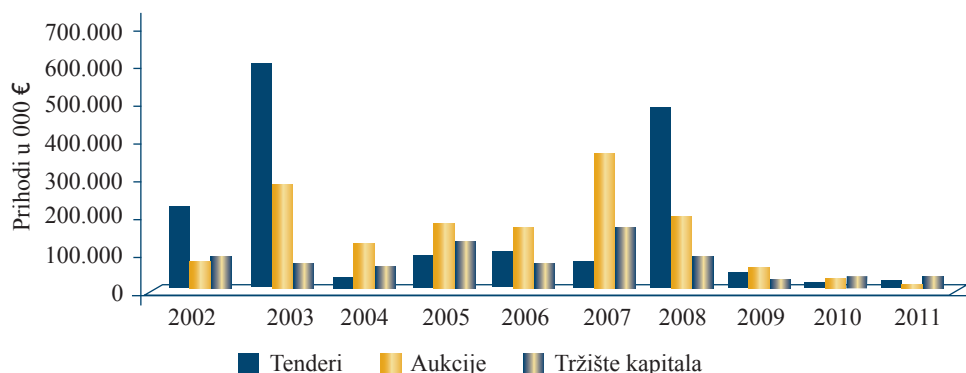
Izvor: Agencija za privatizaciju

Kao što se iz tabele može videti, najveći deo do sada ostvarenih privatizacionih prihoda zabeležen je u 2003. godini, a najmanji u 2011. godini. Značajniji prihodi od privatizacije ostvareni su i 2007. i 2008. godine.

Sledeći grafikon sumarno prikazuje ostvarene prihode od prodaje po pojedinim metodama prodaje od 2002. godine do kraja 2011. godine.

Kao što se iz grafikona može videti, najveći prihodi od prodaje ostvareni su od prodaje preduzeća putem tendera, posebno u 2003. i 2008. godini. U 2007. godini najveći prihodi ostvareni su prodajom preduzeća putem aukcije.

## Grafikon 25. Prihodi od prodaje



Najveći prihodi – 44% od ukupnih prihoda, ostvareni su prodajom putem tendera, zatim od prodaje preduzeća putem aukcije – 38%, dok je najmanji prihod ostvaren prodajom preduzeća na tržištu kapitala, svega 18% od ukupnih prihoda.

### D) Analiza ostvarenog P/B racija u dosadašnjoj privatizaciji

Jedan od pokazatelja uspešnosti novog modela privatizacije je ratio između ostvarene prodajne cene kapitala i njegove knjigovodstvene vrednosti (P/B racio). Kada stavimo u odnos ostvarene prodajne cene preduzeća sa njihovim knjigovodstvenim vrednostima, i te podatke sortiramo po godinama privatizacije, dobijamo tabelu sledećih vrednosti P/B racija.

Tabela 12. Odnos prodajne cene i knjigovodstvene vrednosti prodatih preduzeća

Metod privatizacije	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Tenderi	1,25	1,36	0,23	0,81	1,76	0,89	9,72	0,10	0,03	0,16	1,23
Aukcije	0,74	0,76	0,58	1,21	1,06	1,40	2,34	0,95	0,92	0,40	1,04
Tržište kapitala	2,76	0,78	0,80	1,00	0,91	1,04	0,95	0,54	0,78	0,83	1,00
Ukupno	1,27	1,06	0,56	1,02	1,16	1,20	3,47	0,23	0,48	0,67	1,11

Izvor: Agencija za privatizaciju

Iz tabele možemo zaključiti da, što se P/B racija tenderskih privatizacija tiče, nije moguće izvesti trend ali da je, u ukupnom iznosu racio veći od 1. Ovaj rezultat govori u prilog hipotezi da metod prodaje, u ovom slučaju javni tenderi, sami po sebi predstavljaju faktor vrednosti i omogućavaju da se ostvari prodajna cena kapitala koja je veća od njegove

knjigovodstvene vrednosti. U 2002. godini je ostvaren visok P/B racionajviše zahvaljujući privatizacijama tri cementare. Takođe, u 2003. godini, došlo je do privatizacije duvanskih industrija Niš i Vranje, kao i do prodaje Beopetrola, koje su dovele do velikog ostvarenog P/B racija. Najveći P/B racio ostvaren je u 2008. godini zbog velikih prihoda ostvarenih od prodaje Rudarsko-topioničarskog basena Bor i IMT Beograd. Međutim, s obzirom da su ugovori za navedena preduzeća raskinuti, pri čemu je naplaćena samo bankarska garancija, prihodi koji su ostvareni od njihove prodaje nisu stvarni prihodi. Bez navedeni prihoda, P/B racio za 2008. godinu iznosio bi 1,00.

Pošto je u apsolutnim vrednostima najveći prihod od tenderske privatizacije ostvaren u 2003. godini, on je imao najveći uticaj da i prosečan do tad ostvaren P/B racio bude viši od ostvarenog P/B racia drugim metodima prodaje. Zbog toga što je broj prodatih preduzeća u 2004. godini, zbog već gore pomenutih razloga bio nizak, P/B racio iz 2004. godine, iako je bio izrazito nizak, nije imao velikog uticaja na ukupni prosečni P/B racio.

Što se tiče P/B racija ostvarenih aukcijskim prodajama, možemo zaključiti da u posmatranom periodu postoji trend rasta do 2008. godine. Objašnjenje možemo naći u činjenici da se povećava broj potencijalnih kupaca preduzeća, što dovodi i do toga da se postižu veće prodajne cene. Pošto se metodom aukcije uglavnom prodaju srednja i mala preduzeća, gde su kupci većinom domaća fizička lica, porast interesanata se vezuje za porast standarda i sticanje poverenja u proces privatizacije. U svakom slučaju, i ovaj rezultat govori u prilog hipotezi da se izabranim metodama prodaje, u ovom slučaju javnim aukcijama, valorizuje odnosno stvara vrednost u samom postupku prodaje kapitala.

Najveći P/B racio ostvaren je u 2008. godini, a najmanji u 2009. godini.

Vezano za P/B racio ostvaren na tržištu kapitala, možemo reći da se on, izuzev 2002. godine, 2009. godine i 2011. godine kretao oko 1,0. Najveći uticaj što je u startnoj 2002. godini zabeležen P/B od čak 2,76 leži u činjenici da je tad došlo do uspešne prodaje manjinskih paketa akcija Alfa Plam Vranje, Sojaprotein, Apatinske pivare, Hemofarm Koncern Vršac, Jugoremedija Zrenjanin, Pekabeta Beograd, Metalac Gornji Milanovac, i drugih. Najmanji P/B racio ostvaren je u 2009. godini.

Ono što je bitno napomenuti, vezano za analizu P/B racija u dosadašnjoj privatizaciji je činjenica da, kada uporedimo naše standarde za izračunavanje knjigovodstvene vrednosti kompanija sa standardima zemalja u regionu, dolazimo do zaključka da su knjigovodstvene vrednosti domaćih preduzeća potcenjene. Postoji više razloga koji to

uzrokuju, a jedan od najznačajnijih leži u nerealno niskim, u odnosu na realne tržišne vrednosti, knjigovodstvenim vrednostima imovine. Do tog zaključka možemo doći ako pogledamo javno dostupne bilanse stanja kompanija čijim se akcijama trguje na Beogradskoj berzi. Jedan od dokaza tog tvrdnji je primer da pojedina preduzeća kvadrat poslovnog prostora koje poseduju u centru Beograda knjiže u vrednosti od 500 evra, iako recimo tržišna cena kvadrata na toj lokaciji premašuje 2.000 evra.

Gore navedeno nas dovodi do zaključka da je, upravo zbog nerealne knjigovodstvene vrednosti, realan P/B ratio ostvaren u dosadašnjoj privatizaciji ima vrednost veću od 1,0. Međutim ukoliko bi se kupoprodajnoj ceni dodali i iznosi investicionih i socijalnih programa, ratio bi bio još veći.

### ***E) Obavezne investicije u privatizovana preduzeća***

Jedan od pokazatelja uspešnosti novog modela privatizacije koji je analiziran su i obavezne investicije u privatizovana preduzeća. Kao što smo već naveli u prethodnim delovima rada, želja zakonodavca je bila da se, osim isplate cene, potencijalni kupac obaveže da će i investirati u privatizovano preduzeća. Ovaj faktor je bio bitan s obzirom da su najveća preduzeća, usled izolacije i ekonomskih sankcija tokom 90-tih godina, propustila nekoliko ciklusa uvođenja tehnoloških inovacija. Novi kupci, po zamisli zakonodavca, je trebalo da u privatizovana preduzeća unesu novu tehnologiju, know-how, opremu i sl., i da ih tako ponovo osposobe za tržišnu utakmicu. Pri tome, bitno je napomenuti da obavezne investicije ne postoje pri kupovini manjinskih paketa akcija na tržištu kapitala. One su, kao stavka kupoprodajnog ugovora, prisutne samo u privatizaciji putem tendera i aukcija.

U sledećoj tabeli su prikazani iznosi na koje su se kupci kupoprodajnim ugovorima obavezali da investiraju u privatizovana preduzeća. Iznosi su navedeni u 000 evra.

**Tabela 13. Obavezne investicije u privatizovana preduzeća (EUR 000)**

Metod privatizacije	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Tenderi	305,152	318,612	75,007	73,719	206,463	85,122	80,939	31,493	4,598	4,300	1,185,405
Aukcije	14,385	61,559	48,385	41,903	42,394	49,106	10,880	11,549	1,345	45	281,551
<b>Ukupno</b>	<b>319,537</b>	<b>380,171</b>	<b>123,392</b>	<b>115,622</b>	<b>248,857</b>	<b>134,228</b>	<b>91,819</b>	<b>43,042</b>	<b>5,943</b>	<b>4,345</b>	<b>1,466,956</b>

*Izvor: Agencija za privatizaciju*

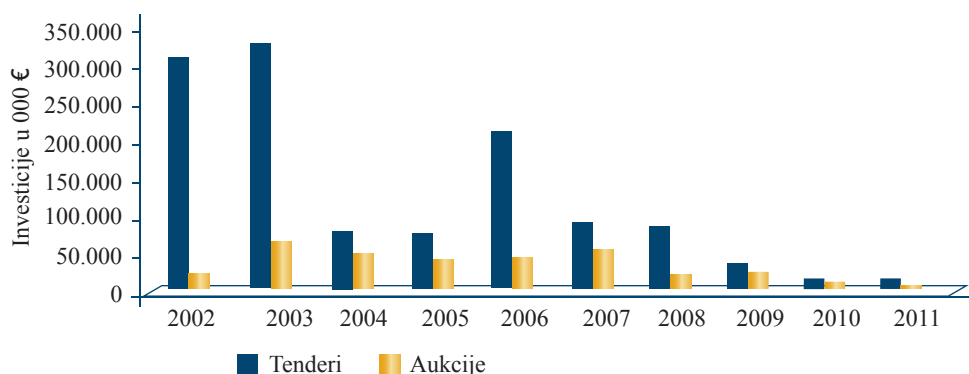
Kao što se iz tabele može videti, najveći iznos obaveznih investicija za preduzeća koja su prodana putem tendera bio je u 2003. godini – 318.6 miliona evra, dok je najveći iznos obaveznih investicija za preduzeća koja su prodana putem aukcije bio takođe u 2003. godini – 61.6 miliona evra, s obzirom da je u navedenoj godini prodato i najviše preduzeća. Sledeći najveći iznos obaveznih investicija za preduzeća koja su prodana putem tendera bio je u 2002. godini – 305.1 miliona evra. Za preduzeća koja su prodana metodom javne aukcije, sledeći najveći iznos obaveznih investicija bio je u 2007. godini – 49.1 miliona evra, kao i u 2004. godini – 48.4 miliona evra.

Kada podatke iz tabele uporedimo sa brojem prodatih preduzeća, uočavamo da prosečan iznos obaveznih investicija u preduzeće prodato na tenderu iznosi 9.261.000 evra, i da je od prosečnog iznosa investicija u preduzećima prodatih na aukciji, koja iznosi 131.000 evra, preko 70 puta veće. Osnovni razlog je što su putem tendera privatizovana najveća preduzeća, koja su se bavila bazičnom proizvodnjom, i gde je oprema potrebna za poslovanje preduzeća daleko skuplja od one potrebne u manjim preduzećima u uslužnim i prerađivačkim sektorima privrede, koja su uglavnom prodavana na aukcijama.

Naredni grafikon slikovito prikazuje iznos obaveznih investicija po metodama privatizacije od 2002. do kraja 2011. godine.

Kao što se iz grafikona može videti, najveće ugovorene obavezne investicije bile su u 2002, 2003. i 2006. godini u preduzećima koja su prodana metodom javnog tendera. Ovi podaci se poklapaju sa podacima o ostvarenim najvećim tenderskim privatizacijama koje su se desile upravo tih godina. U odnosu na iznos predviđenih investicija u preduzeća koja se prodaju metodom tendera, iznos investicija kod preduzeća koja se prodaju metodom aukcije je znatno niži.

**Grafikon 26. Iznos obaveznih investicija**



U sledećoj tabeli su prikazani odnosi obaveznih ulaganja i knjigovodstvene vrednosti privatizovanih preduzeća, razvrstane po metodima i godinama privatizacije.

**Tabela 14. Odnos obaveznih investicija i knjigovodstvenih vrednosti prodatih preduzeća**

Metod privatizacije	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Tenderi	1,91	0,72	1,16	0,61	3,60	0,92	1,60	0,10	0,27	0,69	0,90
Aukcije	0,17	0,17	0,23	0,29	0,28	0,19	0,13	0,25	0,18	0,16	0,21
Ukupno	1,32	0,48	0,46	0,44	1,19	0,39	0,69	0,12	0,24	0,67	0,55

*Izvor: Agencija za privatizaciju*

Na osnovu podataka iz tabele, može se konstatovati da je tenderska privatizacija u 2006. godini imala natprosečno visok I/B ratio. Razlog ovako visokog I/B racia leži u činjenici da je knjigovodstvena vrednost preduzeća koja su prodana metodom javnog tendera u 2006. godini bila značajno niska.

Činjenica je da su prethodnih godina uglavnom prodavana bolja preduzeća, kao i ona kojima nije bilo potrebno restrukturiranje. Ako tome pridodamo i već pomenutu činjenicu da je, zbog svih dobro poznatih dešavanja u proteklom periodu, naša privreda posedovala uglavnom zastarelu i prevaziđenu tehnologiju koju je bilo neophodno zameniti, tako visok I/B ratio se može smatrati i logičnim.

#### ***F) Struktura kupaca u procesu privatizacije***

U dosadašnjem toku privatizacije srpskih preduzeća, ubedljivu većinu kupaca čine domaći kupci, koji su uglavnom kupovali preduzeća putem aukcije. Kada bi se kao merilo uzeo broj preduzeća koje su kupili domaći investitori i broj onih preduzeća koja su kupili inostrani investitori, dolazi se do podataka koji ukazuju da je učešće inostranih investitora u srpskoj privatizaciji manji od sedam procenata, što pobija tezu koja se često naglašava u Srbiji da su stranci kupci većine domaćih preduzeća. Od 1.600 do početka 2006. godine privatizovanih preduzeća, tek ih je negde oko 130 za kupce dobilo strance, odnosno manje i od 100, ako bi se uzeli domaći stranci.<sup>96</sup>

<sup>96</sup> D. Lukić, B. Gulan, Privatizacija u Republici Srbiji (ras)prodaja imovine i tržišta, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet, Beograd, april 2006., str. 25

Međutim, pri ovome treba imati u vidu da su strani kupci uglavnom kupovali preduzeća koja su se prodavala putem tendera, odnosno kupovali su veća preduzeća.

Ukoliko bi rangirali ostvarene prihode od privatizacije po poreklu kapitala, najznačajniji je američki i ruski kapital. Rusi su pored kupovine nekoliko tenderskih i aukcijskih preduzeća (Beopetrol, Rekord iz Rakovice, Fabrika kože u Užicu, itd.), kupili i 51% kapitala Naftne industrije Srbije.

Po broju kupljenih preduzeća, Slovenci su na prvom mestu, dok su po veličini uloženog novca na trećem. Veličina kapitala koji su oni uložili u našu privredu iznosi preko 300 miliona evra, a primer većih preduzeća koja su oni kupili su Valjaonica aluminijuma Sevojno, Livnica Kikinda i Palanački kiseljak.

#### ***G) Rezultati ostvareni kroz proces restrukturiranja***

U postupku restrukturiranja radi privatizacije, prema podacima Agencije za privatizaciju iz marta 2012. godine, nalazi se 357 preduzeća (neprodato), uključujući i njihova zavisna preduzeća, sa ciljem da se ovi veliki sistemi pripreme za privatizaciju prodajom zainteresovanim investitorima i da se sačuva što više radnih mesta. S tim u vezi, predviđen je stečaj i likvidacija delova koji nemaju ekonomsku perspektivu.

Od navedenog broja, 9 preduzeća je neprodato, sa prodatom celokupnom imovinom: 8 zavisnih preduzeća Holding Prva iskra Barič (Prva iskra PAM Barič, Prva iskra poliuretani Barič, Prva iskra FRAK Barič, Prva iskra armatura Barič, Prva iskra procesna nestandardna oprema Barič, Prva iskra silikoni i adhezivi Barič, Prva iskra montaža Barič, Prva iskra procesna standardna oprema Barič) i Filip Kljajić Kragujevac.

Preduzeća čije su imovinske celine prodate na tenderu su: Kompanija Internacional CG Beograd – Blok 20 (prodato 2008. godine za 148,8 miliona evra), Kompanija Internacional CG Beograd – Kopaonik (prodato 2008. godine za 23 miliona evra), Bratstvo Subotica (prodato 2010. godine za 5,4 miliona evra) i Belorečki pešćar – RTB Bor (prodato 2010. godine za 1 milion evra).

Preduzeća čije su imovinske celine prodate na licitaciji su: Goša zajednički pogoni S.Palanka – Građevinar, Hortikultura i Gasna stanica; Goša Holding korporacija S.Palanka – Bezbednost i BZR; Delišeš Vladičin Han – 2 imovinske celine; Zastava elektro Rača, Zorka ekonomsko pravni poslovi Šabac; Ikarbus Beograd – 2 imovinske celine; Industrija obuće Beograd; IPM Majdanpek; Lola procesna oprema Raška; Lola sistem Beograd

– 10 imovinskih celina; Niteks Niš – 4 prodajna paketa; Raška holding Novi Pazar – 4 imovinske celine; RT Bor Grupa TIR Bor; Filip Kljajić Kragujevac – 4 imovinske celine; Fond Ineks Beograd – 2 lokala; Holding Prva iskra Barič – 2 imovinske celine i Centrotekstil Beograd – Modna kuća.

Broj preduzeća kod kojih je prodato 100% imovine/udela na licitaciji iznosi 28. U pitanju su sledeća preduzeća:

- Prva iskra PAM Barič – prodato 2004. godine za 411 hiljada evra,
- Lola FMP Obrenovac – prodato 2005. godine za 4,6 miliona RSD,
- Lola audio Beograd – prodato 2006. godine za 24 miliona RSD,
- Prva iskra armatura Barič - prodato 2006. godine za 55 miliona RSD,
- Prva iskra montaža Barič - prodato 2006. godine za 11,8 miliona RSD,
- Prva iskra procesna nestandardna oprema Barič - prodato 2006. godine za 6,2 miliona RSD,
- Prva iskra poliuretani Barič - prodato 2006. godine za 48,8 miliona RSD,
- Prva iskra procesna standardna oprema Barič - prodato 2006. godine za 15,5 miliona RSD,
- Radio JAT Beograd - prodato 2006. godine za 31 hiljadu RSD,
- Zastava Reomat Kragujevac - prodato 2006. godine za 66,6 miliona RSD,
- EI Konsing Beograd - prodato 2006. godine za 14,4 miliona RSD,
- EI EKOS-EDS Niš - prodato 2006. godine za 9,4 miliona RSD,
- Prva iskra inženjering Beograd - prodato 2006. godine za 11,4 miliona RSD,
- Trudbenik FGM Ub - prodato 2006. godine za 207,3 milion RSD,
- Prva iskra silikoni i adhezivi Barič - prodato 2006. godine za 51 miliona RSD,
- Krušik-fabrika lovačke municije Valjevo - prodato 2006. godine za 24 miliona RSD,
- Krušik-opruge Valjevo - prodato 2006. godine za 2 miliona RSD,
- Lofolen Loznica - prodato 2007. godine za 26 miliona RSD,
- Hortikultura Loznica - prodato 2007. godine za 8,8 miliona RSD,
- Lola fabrika elektroopreme Beograd - prodato 2007. godine za 95,2 miliona RSD,
- Energetika Loznica - prodato 2007. godine za 330 miliona RSD,
- Srbijanka Valjevo - prodato 2007. godine za 8 miliona RSD,
- MB-folije i plastična ambalaža Lučani - prodato 2007. godine za 15,5 miliona RSD,
- Lola fluidomatik Beograd - prodato 2007. godine za 104miliona RSD,
- Trudbenik gradnja Beograd - prodato 2008. godine za 580 miliona RSD,
- Fabrika lak žice Bor - prodato 2008. godine za 270 miliona RSD,
- RTB Bor grupa FOD Bor - prodato 2008. godine za 207 miliona RSD i
- Fabrika motorskih delova Žabari - prodato 2011. godine za 208 hiljada evra.



Broj prodatih preduzeća koja su se nalazila u procesu restrukturiranju je 47, i to:

- 11 zavisnih preduzeća Rekord – Rekord Komerc Niš, Rekord cevi i tehnička roba Beograd, Rekord mašinsko energetski poslovi Beograd, Rekord pneumatika Beograd, Rekord Komerc Novi Sad, Rekord Komerc Zrenjanin, rekord Komerc Kraljevo, Rekord Invest Beograd, Rekord Agrara Beograd i Rekord Promet Beograd;
- 2 zavisna preduzeća KMG Trudbenik – Trudbenik FGM Ub i Trudbenik gradnja Beograd;
- zavisno preduzeće Holdinga Prva iskra Barič - Prva iskra inženjering Beograd;
- zavisno preduzeće Zmaj - Zmaj srce Beograd;
- 2 zavisna preduzeća Krušik Valjevo – Fabrika lovačke municije i Krušik opruge Valjevo;
- zavisno preduzeće Grupe zastava vozila - Zastava reomat Kragujevac;
- zavisno preduzeće IHP Prahovo đubriva – Prahovo Komers Prahovo;
- zavisno preduzeće MB hemija – MB-folije i plastična ambalaža Lučani;
- 7 zavisnih preduzeća Novkabel Novi Sad – Štrand, Kooperacija, Trgovina, Internet, Gradnja, Metalurgija i Mašinoremont;
- 7 zavisnih preduzeća Livnica Kikinda – Beo-auto Beograd, FAM Sečanj, Auto kuća Kikinda, LK-kvalitet Kikinda, IDA Kikinda, Lira Kikinda i LK-inženjering Kikinda;
- 6 zavisnih preduzeća Sever Subotica – Sever-električne mašine, Sever-inženjering, Sever-commerce, Sever-prenosnici, Sever-livnica Čoka i Sever-pumpe i aparati Bajmok;
- matično preduzeće Energetika Loznica;
- matično preduzeće Lofolen Loznica;
- 4 zavisnih preduzeća Lola sistem – Lola FMP Baljevac, Lola audio Beograd, Lola fluidomatik Beograd i Lola fabrika elektroopreme Beograd i
- matično preduzeće Radio JAT Beograd.

Utisak je da je relativno mali broj preduzeća koja su ušla u proces restrukturiranja našao kupca. Razlog za to u dobroj meri leži u činjenici da su, iako su bila u procesu restrukturiranja, većini preduzeća samo izdvojene pojedine organizacione celine, sprovedena promena organizacije, kao i otpis duga prema državi. Nije bilo ozbiljnih napora da se preduzeća u potpunosti restrukturiraju i da počnu da stvaraju vrednost za svoje vlasnike, na način na koji je model restrukturiranja u trećem delu rada koncipiran. Restrukturiranje se posmatra samo kao pripremna faza da bi prodaja uspela a ne kao ozbiljan pristup unapređenju poslovanja i povećanja vrednosti kapitala. S obzirom da državu tek očekuje restrukturiranje velikih javnih preduzeća, implementacija modela restrukturiranja koji je predložen u ovom radu može uvećati efekte ovog procesa u smislu stvorene vrednosti za državu i potencijalno većih prihoda od eventualne privatizacije ovih javnih preduzeća.

## Zaključak

Na osnovu prikazanih rezultata u ovom delu rada može se zaključiti da je za deset godina sprovođenja novog modela privatizacije, odnosno do kraja 2011. godine, privatizovano ukupno 3.946 preduzeće, od čega 128 metodom javnog tendera, 2.156 metodom javne aukcije, a 1.662 na tržištu kapitala. Najveći broj preduzeća privatizovan je u 2003. i 2007. godini, a najmanji u 2011. godini, dok su najveći prihodi od prodaje ostvareni takođe u 2003. godini, a najmanji u 2011. godini.

Procenat uspešnosti prodaje preduzeća izražen kroz odnos ponuđenih i prodatih preduzeća je vrlo zadovoljavajući: procenat uspešnosti kod prodaje putem tendera iznosi 59%, a kod prodaje putem aukcije čak 88%.

Ostvareni P/B racio (odnos prodajne cene i knjigovodstvene vrednosti prodatih preduzeća) po osnovu prodaje preduzeća po sva tri metoda (tender, aukcija i tržište kapitala) za posmatrani period iznosi 1,11, što ukazuje na to da je, prodajom preduzeća, ostvarena prodajna cena koja je iznad njihove knjigovodstvene vrednosti.

Najveći iznos obaveznih investicija u privatizovanim preduzećima bio je u 2002. i 2003. godini, a najmanji u 2011. godini. I/B racio (odnos obaveznih investicija i knjigovodstvene vrednosti prodatih preduzeća) kod preduzeća koja su prodana metodom javnog tendera iznosi 0,9, dok je kod preduzeća koja su prodana metodom javne aukcije racio dosta niži i iznosi svega 0,21. Razlog tome su veliki iznosi obaveznih investicija koje su kupci preduzeća koja su prodana putem tendera morali da ulože u navedena preduzeća, i koji su u pojedinim slučajevima iznosili i po nekoliko desetina miliona evra.

U nastavku rada će detaljnije biti analizirani rezultati privatizacije metodom javnog tendera i javnih aukcija.

### **6.1. ANALIZA REZULTATA TENDERSKE PRIVATIZACIJE**

Dok smo u prethodnom delu rada analizirali ukupne rezultate procesa privatizacije po novom modelu, u ovom delu ćemo detaljnije analizirati rezultate tenderske privatizacije.

Sumarni efekti tenderske privatizacije u Srbiji do kraja 2011. godine su prikazani u sledećoj tabeli.

**Tabela 15. Efekti tenderske privatizacije**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Broj javnih poziva	49	46	14	29	41	60	35	15	5	4	298
Broj ponuđenih preduzeća	26	38	11	21	29	45	26	9	5	4	214
Broj prodatih preduzeća	12	19	9	16	25	17	19	7	2	2	128
Broj raskinutih ugovora o prodaji	1	3	3	7	11	11	6	2	0	0	44
Broj zaposlenih	11,977	15,927	11,984	9,372	21,633	12,271	9,675	2,963	178	578	96,558
Prosečan broj zaposlenih	998	838	1,332	586	865	722	509	423	89	289	6,651
Knjigovodst. vrednost u 000 €	160,016	441,199	64,867	119,949	57,416	92,379	50,607	311,565	16,751	6,244	1,320,993
Kupoprodajna cena u 000 €	200,771	600,361	15,205	96,586	101,202	81,956	491,673	31,525	450	1,021	1,620,750
Min. investicija u 000 €	305,152	318,612	75,007	73,719	206,463	85,122	80,939	31,493	4,598	4,3	1,185,405
Socijalni program u 000 €	147,069	129,025	2,587	50	-	-	-	-	-	-	278,731

*Izvor: Agencija za privatizaciju*

Tabela sumarno prikazuje rezultate ostvarene tenderskom privatizacijom, uključujući broj javnih poziva, broj ponuđenih i prodatih preduzeća, broj raskinutih ugovora, broj zaposlenih u prodatim preduzećima, knjigovodstvenu vrednost prodatih preduzeća, visinu ostvarene kupoprodajne cene, kao i visinu investicionog i socijalnog programa.

Kao što se iz tabele može videti, ukupan broj preduzeća koja su ponuđena na prodaju putem tendera u ovom periodu iznosi 214, od kog broja je 128 preduzeća prodato, što predstavlja procenat uspešnosti od 59%. Najveći broj tenderskih prodaja ostvaren je u 2006. godini, a najmanji u 2010. godini i 2011. godini. Od navedenog broja prodatih preduzeća, za 44 preduzeća je raskinut ugovor o prodaji, što iznosi 34% od ukupnog broja prodatih preduzeća putem tendera.

Ukupni prihodi ostvareni prodajom preduzeća putem tendera iznose 1.621 milion evra i znatno su veći od njihove knjigovodstvene vrednosti koja iznosi 1.344 miliona evra.

Drugim rečima, ukupan P/B ratio iznosi 1,23.

U preduzećima koja su prodana putem tendera bilo je zaposleno 96.558 radnika.

Shodno ostvarenim rezultatima, možemo izvesti zaključak da je značaj tenderske privatizacije za razvoj privrede i nacionalne ekonomije izuzetno veliki, a da su rezultati tenderske privatizacije impresivni. Manji broj preduzeća je ponuđen na prodaju putem tendera nego putem aukcija, jer se radi o većim privrednim društvima za koje država želi da pronade prave partnere kako bi u narednom periodu oni bili zamajac privrede Srbije. Samim tim, proces duže traje, ali odnos ponuđenih i prodatih preduzeća govori u prilog tome da je proces prodaje putem tendera odgovarajući za ova preduzeća. U prilog tome, govori i činjenica da je broj raskinutih ugovora zanemarljivo mali u odnosu na aukcijsku privatizaciju. Mali broj raskinutih ugovora kojih je za period od 2002. do 2011. godine svega 44, nam kazuje da su kupci dobri i da je proces dobro organizovan.

Sledeći bitan rezultat je što kupci preuzimaju obaveze investiranja u preduzeća (ukupne investicije za posmatrani period iznose 1.185,4 miliona evra), kao i kreiranja socijalnih programa kojima je namenjeno 279 miliona evra za period od 2002. do 2011. godine. Putem socijalnih programa, investitori preuzimaju ulogu države i omogućavaju joj da svoj novac uloži u druge razvojne projekte. Shodno navedenim rezultatima, tenderskom privatizacijom otvaramo vrata novim tehnologijama, preduzeća postaju produktivnija, a novi vlasnici donose korporativno upravljanje.

Nisu zanemarljivi ni prihodi koje je država ostvarila tenderskom privatizacijom u posmatranom periodu koji iznose 1,62 milijarde evra. Kao što je već spomenuto u radu, prodajom preduzeća putem tendera ostvareni su najveći prihodi u odnosu na prodaju putem aukcije i na tržištu kapitala.

Konačno, o efikasnosti izabranog modela govodi i P/B ratio koji iznosi 1,23 i koji je, takođe, veći u odnosu na P/B racia koji je ostvaren prodajom putem aukcije i prodajom na tržištu kapitala. Kao što smo već napomenuli, ostvareni iznos ovog racija govori u prilog hipotezi da su izabrani metodi prodaje takođe faktor kreiranja vrednosti kapitala za vlasnike. U nastavku rada, detaljnije su analizirani rezultati ostvareni aukcijskom privatizacijom.

## **6.2. ANALIZA REZULTATA AUKCIJSKE PRIVATIZACIJE**

U ovom delu detaljnije su analizirani ostvareni rezultati aukcijske privatizacije u periodu od 2002. godine do kraja 2011. godine. Sumarni rezultati su prikazani u sledećoj tabeli.

**Tabela 16. Efekti aukcijske privatizacije**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Ukupno
Broj javnih poziva	409	1014	492	406	449	461	536	211	70	16	4,064
Broj ponuđenih preduzeća	207	709	298	227	225	296	306	120	65	7	2,46
Broj prodatih preduzeća	207	680	257	200	208	282	226	69	25	2	2,156
Broj raskinutih ugovora o prodaji	55	166	72	43	52	110	86	21	7	0	612
Broj zaposlenih	15,161	59,899	27,757	22,594	21,833	26.610	7,517	3.160	689	112	185,332
Prosečan broj zaposlenih	73	88	108	113	105	94	33	46	28	56	744
Knjigovodst. vrednost u 000 €	82,211	357,51	206,162	142,871	151,276	255,957	81,763	46,376	7,529	277	1,331,932
Kupoprodajna cena u 000 €	60,709	272,822	120,554	173,195	160,63	358,242	191,211	44,286	6,937	110	1,388,696
Min. investicija u 000 €	14,385	61,559	48,385	41,903	42,394	49,106	10,88	11,549	1,345	45	281,551

Izvor: Agencija za privatizaciju

U prethodnoj tabeli prikazani su rezultati ostvareni aukcijskom privatizacijom po godinama, za period od 2002. do kraja 2011. godine. Navedeni rezultati odnose se na broj javnih poziva, broj ponuđenih i prodatih preduzeća, broj raskinutih ugovora, broj zaposlenih u prodatim preduzećima, knjigovodstvenu vrednost prodatih preduzeća, visinu ostvarene kupoprodajne cene, kao i visinu investicionog programa. U posmatranom periodu je na prodaju putem aukcije ponuđeno 2.460 preduzeća, od čega je 2.156 prodato, što predstavlja procenat uspešnosti u iznosu od 88%. Pri tome, najviše preduzeća prodato je u 2003. godini – 680, jer se tada sprovodio postupak ubrzane aukcijske prodaje, a najmanje u 2011. godini – 2. Najveći procenat uspešnosti prodaje preduzeća putem aukcije ostvaren u 2002. godini – 100%, a najmanji u 2011. godini – 28%. Kao i kod prodaje preduzeća putem tendera, i kod prodaje putem javne aukcije, najveći broj prodatih preduzeća pripada privrednoj grani industrije i rudarstva. Od ukupnog broja prodatih preduzeća putem aukcije, za jednu četvrtinu preduzeća raskinut je kupoprodajni ugovor. S obzirom da je daleko najveći broj preduzeća putem aukcije prodat u 2003. godini, kao što je već navedeno, najviše ugovora o prodaji raskinuto je za preduzeća koja su prodana u toj godini. Naime, ukupan broj raskinutih ugovora iznosi 612, od kog broja je u 2003. godini raskinuto čak 166 ugovora, što predstavlja 28% od ukupnog broja raskinutih ugovora.

Ukupni prihodi koji su ostvareni prodajom preduzeća putem javne aukcije iznosi 1.39 milion evra i neznatno su veći od njihove knjigovodstvene vrednosti – 1.332 miliona evra, odnosno ukupan P/B ratio iznosi 1,04.

U preduzećima koja su prodana putem aukcije bilo je zaposleno 185.332 radnika. Socijalni program koji će se primenjivati u preduzećima nakon prodaje, odnosi se na zaštitu zaposlenih, odnosno kupac se navedenim socijalnim programom obavezuje da će da obezbedi poštovanje svih prava zaposlenih u skladu sa kolektivnim ugovorom i drugim aktima preduzeća. Takođe, zaposlenima kojima prestaje radni odnos po osnovu tehnološkog viška, kupac je dužan da obezbedi isplatu određene otpremnine.

Druge obaveze koje su predviđene socijalnim programom odnose se na saradnju sa reprezentativnim sindikatima, isplatu bonusa, kao i sprovođenje programa obuke. Socijalnim programom predviđeno je i da zarade zaposlenih neće biti manje od zatečenih zarada na dan potpisivanja kupoprodajnog ugovora.

Kao zaključak, u ovom delu rada prikazani su rezultati koji su ostvareni prodajom preduzeća putem javne aukcije. Za razliku od tendera, putem aukcije prodat je veći broj preduzeća, što je i razumljivo, s obzirom da se putema aukcije prodaju mala i srednja preduzeća kojih je u Srbiji više od velikih koja se prodaju metodom tendera. Takođe, i procenat uspešnosti prodaje je veći kod aukcijske prodaje (88%) u odnosu na tendersku prodaju (59%). Naime, od ponuđenih 2.460 preduzeća prodato je 2.156 preduzeća.

Međutim, i pored većeg broja prodatih preduzeća, metodom javne aukcije ostvaren je niži prihod u odnosu na tendersku prodaju, što potvrđuju i prikazani podaci o prihodu koji je ostvaren po preduzeću. Kod aukcijske prodaje prihod po preduzeću bio je uglavnom manji od milion EUR, dok je kod tenderskih iznosio i po nekoliko desetina miliona EUR. Takođe, i iznos obaveznih investicija kod aukcijske prodaje bio je značajno niži u odnosu na tendersku.

Što se tiče P/B racia, on je takođe nepovoljniji u odnosu na tendersku prodaju: P/B racio kod aukcija iznosi 1,04, dok kod tendera isti iznosi 1,23. I/B racio ostvaren kod aukcijske prodaje je jako nizak i iznosi svega 0,21, što ukazuje na to da su u preduzeća koja su prodana putem aukcije bile predviđene investicije koje su dosta ispod njihove knjigovodstvene vrednosti.

I pored skromnijih rezultata po pitanju ostvarenih prihoda u odnosu na tendersku prodaju, aukcija se pokazala kao brz i pravi način privatizacije velikog broja manjih preduzeća u kratkom vremenskom periodu.

## ZAKLJUČAK

U ovom zaključku ćemo sumirati rezultate istraživanja i analiza koje su prezentovane u ovom radu kako bi testirali hipoteze koje smo definisali u uvodnom delu rada. Prvo, utvrdićemo da li je restrukturiranje proces kojim se povećava vrednost kompanije i one pripremaju za proces prodaje zainteresovanim strateškim ili finansijskim investitorima. Drugo, potvrdićemo hipotezu da je moguće konstruisati model restrukturiranja, odnosno kreiranja vrednosti koji bi u obzir uzeo specifičnosti poslovanja svake pojedinačne kompanije. Treće, potvrdićemo da je model prodaje kompanija najefikasniji model realizacije vrednosti u procesu privatizacije.

Osim gore navedenih hipoteza, potvrdićemo da restrukturiranje, kao metod pripreme privatizacije, ne mora biti ustupak socijalnoj stabilnosti nego neophodna faza pripreme same privatizacije određenog broja preduzeća koja se ne mogu privatizovati u sadašnjem stanju. Osim toga, ishod procesa restrukturiranja ne zavisi od primenjenog modela, vlasničke strukture i postavljenih ciljeva. Konačno, potvrdićemo da je tender, kao modalitet prodaje, primeren prodaji velikih preduzeća dok je aukcija primerena prodaji malih i srednjih preduzeća.

Da bi potvrdili *prvu hipotezu* ponovo ćemo se osvrnuti na rezultate istraživanja koji su navedeni u prvom delu rada.

Proces privatizacije društvene i državne svojine se nametnuo kao preduslov uspešnog završetka procesa tranzicije u zemljama Istočne i Centralne Evrope, uključujući i Srbiju. Iskustva u restrukturiranju preduzeća u tranziciji, prvenstveno u Centralnoj i Istočnoj Evropi, otkrila su da postoji potreba za restrukturiranjem preduzeća kako pre, tako i posle privatizacije.

Najveći broj istraživanja koja su se bavila ovom temom i koja su navedena u ovom radu kao zaključak navodi potrebu za restrukturiranjem preduzeća u poslovanju, finansiranju i investicijama kako pre tako i nakon samog procesa njihove privatizacije.

Naime, literatura o restrukturiranju preduzeća u Centralnoj i Istočnoj Evropi ukazuje na to da kompanije zahtevaju poslovno, investiciono i finansijsko restrukturiranje u prilagođavanju novim tržišnim uslovima i stvaranju vrednosti. Pri tome, najveći broj istraživanja naglašava potrebu finansijskog restrukturiranja, upravo zbog toga što su jedan od faktora koji je uticao na mali interes investitora za državna preduzeća bili akumulirani dugovi iz prošlosti. Osim toga, iskustva u restrukturiranju preduzeća u tranziciji, prvenstveno u Centralnoj i Istočnoj Evropi, otkrila su da postoji potreba za restrukturiranjem preduzeća pre i posle privatizacije.

Jedna od najvećih dilema ekonomija u tranziciji je da li restrukturiranje treba da prethodi privatizaciji ili ne, i veliki broj autora je diskutovao na tu temu. U svakom slučaju, najčešće je restrukturiranje, bar delimično, neophodno kako bi se kompanija učinila atraktivnijom za potencijalne investitore. Istraživanja su pokazala da menadžeri državnih kompanije veruju da je prethodno restrukturiranje neophodno za uspešnu privatizaciju. Isti autori su zaključili da je u većini kompanija koje su privatizovane u Velikoj Britaniji, poboljšanja i mere koje su preduzete pre samog procesa privatizacije *de facto* omogućile uspešnu privatizaciju.

Navedena istraživanja ukazuju na to da osim restrukturiranja koje prethodi privatizaciji, preduzeća zahtevaju restrukturiranje i nakon privatizacije. Naime, u pred-privatizacionom restrukturiranju, država bi trebalo da restrukturira preduzeća putem smanjenja broja zaposlenih, smanjenjem duga i uvođenjem strogih budžetskih ograničenja kako bi kompanije postale samostalne i profitabilne. Međutim, novi vlasnik, koji poseduje sposobnosti i preduzetničku usmerenost na tržišno poslovanje, nakon privatizacije bi trebalo da investira u opremu, modernizaciju tehnologije, u razvoj novih proizvoda, kao i istraživanje i razvoj, a sve u skladu sa svojom strategijom poslovanja.

Kao što smo naveli, postoje tri opcije za redosled restrukturiranja i privatizacije u tranziciji: restrukturiranje u potpunosti pre privatizacije, delimično restrukturiranje pre prodaje ili prodaja preduzeća u stanju u kakvom je. Prema jednom navedenom istraživanju, najbolji scenario je restrukturiranje preduzeća u potpunosti pre prodaje jer, kako je navedeno od strane autora, interno i eksterno restrukturiranje stvara vrednost i poboljšava moć pregovaranja prodavca. Kupci će takođe biti zadovoljni da kupe restrukturirano preduzeće jer tima umanjuju neizvesnost oko predmeta kupovine. Za sve strane, prodaja restrukturiranih preduzeća je najbolja opcija.

Navedena istraživanja ukazuju da je proces restrukturiranja preduzeća neophodan ne samo u zemljama u razvoju već i u razvijenim zemljama. Aktivnosti restrukturiranja su



mnogobrojne, a cilj ovog procesa je da preduzeće unapredi svoje poslovanje, poboljša efikasnost poslovanja i kreira vrednost za svoje vlasnike, čime potvrđujemo prvu hipotezu.

S obzirom na zaključak da je restrukturiranje pre privatizacije naophodna aktivnost jer se tako povećava atraktivnost preduzeća za potencijalne kupce, postavlja se pitanje načina na koji neko preduzeće treba restrukturirati. Ovo pitanje nas dovodi do *druge hipoteze* a to je da li je moguće konstruisati model restrukturiranja odnosno kreiranja vrednosti koji bi u obzir uzeo specifičnosti poslovanja svake pojedinačne kompanije.

U trećem delu rada je prezentovana metodologija restrukturiranja koja se zasniva na upravljanju osnovnim faktorima vrednosti. Svi faktori vrednosti koji su identifikovani u ovom radu se odnose na finansijske pokazatelje poslovanja pojedinačnog preduzeća. S tim u vezi, uz određene pretpostavke prilikom njegove implementacije, predstavljeni model restrukturiranja se može primeniti kako kod privatnih, tako i kod državnih, odnosno društvenih preduzeća u ekonomijama u tranziciji, sa ciljem stvaranja vrednosti za vlasnike kapitala.

Uspešno restrukturiranje podrazumeva aktivnosti u procesu poslovanja, finansiranja i investiranja. Pri tome, uspešnost procesa restrukturiranja se meri visinom kreirane vrednosti, odnosno razlikom u vrednosti kapitala pre i nakon restrukturiranja. Vrednost kapitala u ovom slučaju je jednaka diskontovanoj vrednosti očekivanih budućih slobodnih novčanih tokova.

Kako visina ostvarene vrednosti direktno zavisi od vrednosti novčanih tokova i cene kapitala, u cilju kreiranja vrednosti jedne kompanije, neohodno je definisati i sprovesti strategije koje su usmerene na povećanje neto novčanog toka kroz kombinaciju povećanja prihoda, smanjenja troškova i poboljšanja u obrtu ukupne aktive, s jedne, i smanjenja rizika poslovanja i posledičnog smanjenja cene kapitala, s druge strane.

Najvažniji faktor vrednosti je stopa prinosa na investirani kapital u odnosu na ponderisanu prosečnu cenu kapitala, kao i iznos koji kompanija investira u novi kapital. Razumevanje ovih faktora vrednosti – posebno prinosa na investirani kapital i stope investiranja – pomaže da se razume slobodni novčani tok kompanije i definišu proces i aktivnosti restrukturiranja u cilju kreiranja vrednosti u budućnosti.

Predmet analize prvog dela rada je bila definicija pojma vrednosti, metodologija njenog izračunavanja, kao i modeli kreiranja vrednosti koji služe kao okvir za identifikaciju

varijabli koje treba proučavati i na kojima treba raditi kako bi se povećala vrednost kapitala preduzeća. Cilj analize je da se u upravljanju preduzećem primeni takav koncept poslovanja, investiranja i finansiranja koji će biti u funkciji restrukturiranja preduzeća, a u cilju kreiranja dodatne vrednosti za vlasnike kapitala. Metodologija prikazana u trećem delu rada sadrži u sebi koncepte koji su prikazani u prvom delu i upravo omogućava upravljanje i restrukturiranje u cilju stvaranja vrednosti. Pri tome, pojam stvaranja vrednosti odnosi se na poboljšanje stope prinosa na uložena sredstva vlasnika kapitala kombinacijom povećanja novčanih priliva i smanjenja rizika poslovanja. Vrednost je stvorena samo kada poslovna jedinica ili kompanija u celini može ostvariti prinos na uložena sredstva koji prevazilazi njene troškove kapitala. Bitan zaključak prvog dela rada je da su dva osnovna činioca u obračunu vrednosti nivo prinosa na uloženi kapital, kao i stopa prinosa na uloženi kapital, koja odslkava rizik ostvarenja ovog prinosa.

Pri tome, u istom delu rada su analizirani modeli vrednosti koji ukazuju na konkretne aktivnosti i faktore poslovanja na kojima treba raditi kako bi se kreirala vrednost i proces restrukturiranja uspešno završio. Sa finansijskog aspekta kreiranja vrednosti, ostvareni prinos na investiciju mora da bude viši od cene kapitala sa kojim se ta investicija ili kompanija finansira. Sa poslovnog aspekta kreiranja vrednosti, menadžment preduzeća svakodnevno treba da donosi odluke o poslovanju, finansiranju i investiranju, imajući u vidu osnovne faktore vrednosti i način na koji oni utiču na stvaranje vrednosti. Pojedini elementi ovih modela su sastavni deo modela restrukturiranja putem upravljanja faktorima vrednosti.

Osim toga, u prvom delu rada je prikazano i analizirano nekoliko metoda procene vrednosti kapitala kompanija. Upravo zbog toga što daje sliku realnog prinosa na uloženi kapital, metod diskontovanog neto novčanog toka je prihvaćen kao način vrednovanja ostvarene vrednosti a time i uspeha procesa restukturiranja. Ovaj model podrazumeva da je vrednost poslovanja predstavljena budućim očekivanim neto novčanim tokovima koji su diskontovani po stopi koja odražava stepen rizika njihovog ostvarenja. Metod neto novčanog toka je sastavni element modela restrukturiranja putem kojeg se utvrđuje nivo stvorene vrednosti.

Dakle, metodologija restrukturiranja koja je prezentovana u ovom radu se zasniva na pojedinim elementima i konceptualnim okvirima istraživanja koja su navedena u prvom delu rada. Kao što detaljno i analizirano u trećem delu, ova metodologija se sastoji od pet faza ili koraka koje je neophodno sprovesti i usmerena je na donošenje strateških i operativnih odluka, a u cilju konsolidacije poslovanja i maksimiziranje ostvarene vrednosti kroz fokus na donošenje odluka o ključnim faktorima vrednosti. Kao takva, ova metodologija se može sprovesti u organizaciji u kojoj se proces upravljanja, kao i

planiranje i merenje performansi, realizuje putem donošenja odluka na svim nivoima organizacije na osnovu pravih informacija, a sa ciljem stvaranja dodate vrednosti, bez obzira na vlasničku strukturu kapitala.

Svih pet faza ili koraka modela su logično povezani i nadovezuju se na analize i modele koji su predstavljeni u prvom delu rada. Upoznavanje kompanije u prvom koraku je neophodno kako bi se definisali osnovni faktori vrednosti i prepoznao njihov uticaj na tokove gotovine. Projekcija poslovanja i nekoliko scenarija restrukturiranja u drugom koraku omogućava menadžmentu da sagleda način na koji njegove investicione, finansijske i operativne odluke utiču na visinu tokova gotovine, a kroz upravljanje osnovnih faktorima vrednosti. Treći korak modela podrazumeva analizu troška, odnosno cene kapitala. Kao što je već nekoliko puta navedeno, strategija restrukturiranja u cilju povećanja vrednosti treba da bude usmerena ka povećanju slobodnog toka gotovine i smanjenju rizika poslovanja, odnosno cene kapitala i predmet analize u trećem koraku modela je upravo utvrđivanje cene kapitala. Četvrti korak modela integriše sve aktivnosti koje su realizovane u prethodna tri koraka i podrazumeva implementaciju metodologije procene vrednosti kapitala putem diskontovanog neto novčanog toka. Kao rezultat ovog koraka, menadžment je u mogućnosti da sagleda i izračuna posledice svojih upravljačkih odluka i planiranih aktivnosti restrukturiranja na vrednost kapitala.

Upravo zbog činjenice da jasno integriše aktivnosti upravljanja, identifikovanje osnovnih faktora vrednosti i projekcije tokova gotovine, model restrukturiranja koji je prezentovan u ovom radu predstavlja alat za uspešno sprovođenje aktivnosti restrukturiranja poslovanja, a u cilju povećanja vrednosti kapitala kako privatnih, tako i društvenih i državnih preduzeća.

S obzirom da je cilj procesa restrukturiranja povećanje vrednosti kapitala, primena ovog modela bi povećala verovatnoću ostvarenja zacrtanog cilja. Bitno je još jednom napomenuti da primena navedenog modela podrazumeva prihvatanje koncepta upravljanja faktorima vrednosti u okviru jedne organizacije. Kroz identifikovanje osnovnih faktora vrednosti, njihovim upravljanjem u svim delovima jedne organizacije, menadžment će uspeti da utiče na vrednost kapitala i uskladi svoje interese sa interesima vlasnika kapitala.

Osim restrukturiranja društvenih preduzeća koja su ušla u proces privatizacije, sve više se priča i o restrukturiranju javnih preduzeća u Srbiji. U skladu sa strateškim planovima njihovog razvoja odvijajuće se proces ekonomsko-finansijske konsolidacije, reorganizacije i privatizacije javnih preduzeća, sa ciljem da se unapredi upravljanje i podigne nivo njihove poslovne efikasnosti, uz jačanje finansijske discipline. U tom cilju, država planira

organizaciono, upravljačko, svojinsko i poslovno restrukturiranje svih javnih preduzeća, praćeno odvajanjem sporednih od regulatornih delatnosti, smanjenjem broja zaposlenih, tehničko-tehnološkom modernizacijom, kao i restrukturiranjem dugova.

Metodologija restrukturiranja koja je prikazana u trećem delu se može upotrebiti za restrukturiranje javnih preduzeća. S obzirom da je zasnovana na finansijskim performansama i faktorima vrednosti, njena primenljivost je univerzalna. Osim toga, njenom primenom, s obzirom da je usmerena na povećanje vrednosti kapitala za vlasnika (u ovom slučaju državu), država može povećati efikasnost poslovanja i vrednost kapitala javnih preduzeća. Na osnovu toga, država bi stvorila uslove da u pravom trenutku donese odluku o eventualnoj privatizaciji javnih preduzeća ili, s obzirom na stepen njihove profitabilnosti, odluku da ih zadrži u svom vlasništvu.

S obzirom na sve do sada navedeo, način na koji je model restrukturiranja koncipiran i činjenica da se zasniva na univerzalnim finansijskim pokazateljima poslovanja koji ne zavise od vlasničke strukture, potvrđuju hipotezu da je moguće konstruisati model restrukturiranja odnosno kreiranja vrednosti koji bi u obzir uzeo specifičnosti poslovanja svake pojedinačne kompanije i čijim sprovođenjem bi se upravljanje kompanije usmerilo ka kreiranju vrednosti za vlasnike kapitala.

Sama realizacija stvorene vrednosti u procesu restrukturiranja državnih i društvenih preduzeća na tržištu se odvija putem prodaja kapitala zainteresovanim investitorima. U slučaju Srbije, za prodaju državnog i društvenog kapitala su predviđena dva modela prodaje – prodaja putem tendera i prodaja putem aukcija, što nas dovodi do *treće hipoteze* i pitanja da je model prodaje kompanija najefikasniji model realizacije vrednosti u procesu privatizacije u uslovima zakasnele tranzicije.

Da bi potvrdili ovu tezu, najpre treba pomenuti da ne postoji savršen model privatizacije, čak ni odličan, kod koga bi vrline ubedljivo pretežale nad nedostacima. Svaki prate teškoće ove ili one prirode. Stoga je izbor između metoda težak i mora biti zasnovan kako na ciljevima koji se žele ostvariti, tako i na spoznaji relevantnih prilika u zemlji. Drugim rečima, izbor modela privatizacije treba da zavisi od načelnih prednosti i nedostataka pojedinih metoda privatizacije, stanja preduzeća koja bi trebalo privatizovati, kao i ekonomskog i političkog ambijenta u kome se odvija privatizacija.

Srbija je u proces privatizacije ušla sa privredom koja je, nakon godina sankcija i izolacije, bila na kolenima i kojoj je bio neophodan kako svež kapital i tehnologija tako i jasno

određen vlasnik koji bi preuzeo odgovornost za poslovanje preduzeća. Svi ovi faktori su imali uticaja na definisanje i izbor modela privatizacije koji je definisan Zakonom o privatizaciji iz 2001. godine.

Aktuelni koncept privatizacije, zasnovan na pomenutom zakonu, osmišljen je tako da postigne sledeće ciljeve:

- ✓ da uveća investiranje u realnom sektoru,
- ✓ da poveća društvenu i političku prihvatljivost kako bi se uspešnije sproveo, kao i
- ✓ da uspostavi jasnu vlasničku strukturu i mehanizme transparentne korporativne administracije koja se zasniva na toj strukturi.

Dugoročno posmatrano, od privatizacije se očekuje da uveća konkurentnost i profitabilnost ne samo kod privatizovanih kompanija, već i da pozitivno utiče na celokupnu privredu zemlje. Stoga je novi koncept i definisao metod prodaje kao osnovni metod privatizacije sa ciljem da se privuku investitori, prvenstveno strani, koji bi, sa svojim znanjem, organizacionim sposobnostima i novim tehnologijama, unapredili ne samo privatizovana preduzeća već bili i primer ostalim preduzećima u privredi.

U trenutku definisanja novog koncepta privatizacije, jedino se od stranih investitora i moglo očekivati da donesu stručnost, da postave standarde u savremenom načinu tehnološkog i korporativnog upravljanja, kao i sposobnost da plate realnu cenu za dobijenu vrednost. Dakle, na primeru Srbije se jasno moglo videti da, bez stranih investitora, privatizacija ne bi podstakla stratešku rekonstrukciju niti nove investicije nakon završene privatizacije.

Pri tome, privatizacija je samo jedan od faktora koji može doprineti i kojim se može meriti uspešnost procesa tranzicije. Nesporno je da je izabrani metod prodaje, koji je podrazumevao transparentnost procesa, privukao pažnju stranih investitora i na neki način vratio Srbiju 2001. godine na mapu potencijalnih mesta za investiranje. Ovo je, u narednom koraku, vodilo ka smanjenju stope rizika zemlje ulaganja, što je dalje privuklo nove investitore i to ne samo kroz proces privatizacije, već i kroz direktne strane investicije. Ne smemo zaboraviti da je za uspeh procesa tranzicije i uopšte održivosti privrednog razvoja, neohodno privući što više direktnih investicija u Srbiju. Pri tome, možemo reći da je novi model privatizacije u tom pogledu, stvarajući osnovu za direktne strane investicije, „odradio“ svoju ulogu.

Osim toga, novi model privatizacije koji je podrazumevao prodaju kapitala doprineo je kako razvoju malih i srednjih preduzeća, tako i razvoju preduzetništva u Srbiji. Razvoj

konkurentnog sektora preduzeća, kao element reindustrijalizacije koji uključuje razvoj srednjih i malih preduzeća, je neophodan za stvaranje održivog ekonomskog rasta i zaposlenosti. Navedeno zahteva restrukturiranje velikih preduzeća, uspostavljanje investicione klime pogodne za poslovanje, kao i zdravog finansijskog sistema. Najveći broj privatizovanih preduzeća spada u mala i srednja preduzeća.

S druge strane, usled novog modela koji je podrazumevao konkurentnost i takmičenje u kupovini, potencijalni investitori i preduzetnici počeli su da razmišljaju „preduzetnički“ u smislu mogućnosti kupovine raznih preduzeća, njihove konsolidacije, daljeg razvoja i slično. Novi model je ne samo otvorio nove mogućnosti za investiranje i dalji razvoj već postojećih kompanija u Srbiji, već je i uticao na odluku većeg broja ljudi da donesu odluku da, kroz privatizaciju, započnu svoje, dugo očekivane, preduzetničke poduhvate.

Nakon 11 godina od dana početka sprovođenja procesa privatizacije po novom Zakonu, možemo reći da su rezultati privatizacije u skladu sa Zakonom o privatizaciji iz 2001. godine, mnogo bolji u odnosu na rezultate privatizacije koja je izvršena u skladu sa Zakonom o svojinskoj transformaciji iz 1997. godine, kao što se može zaključiti iz sledeće tabele.

**Tabela 17. – Uporedni pregled broja prodatih preduzeća po zakonima iz 1997. i 2001. g.**

	UKUPNO PRODATO	PRODAJNA CENA	INVEST. PROGRAM	SOCIJALNI PROGRAM	BROJ ZAPOSLENIH
Tenderi (T)	132	1.620.560	1.301.507	278.731	98.753
Aukcije (A)	2.128	1.384.597	281.274	-	185.422
Tržište kapitala (Tk)	1.546	655.659	5.902		137.595
Ukupno T+A+Tk	3.806	3.660.816	1.588.683	278.731	421.770
Po Zakonu iz 1997. godine	775	/	/	/	198.632

*Izvor: Agencija za privatizaciju*

Kao prvo, broj prodatih preduzeća po novom zakonu daleko je veći od broja privatizovanih preduzeća po Zakonu o svojinskoj transformaciji, mada broj prodatih preduzeća nije preovlađujući kriterijum za ocenjivanje uspešnosti privatizacije. Takođe, za razliku od preduzeća koja su privatizovana po Zakonu o svojinskoj transformaciji, prodaja preduzeća po Zakonu iz 2001. godine donela je značajne prihode državi, kao i samim preduzećima kroz investicione i socijalne programe.

Drugo, izabrani metod je bio prihvatljiv kako za strane, tako i za domaće investitore koji su uneli svoj kapital, znanje i tehnologiju u privatizovana preduzeća i ovim doprineli povećanju njihove konkurentnosti i smanjenju jaza koji je postojao, usled dugog perioda sankcija i izolacije, između srpskih preduzeća i preduzeća u razvijenijim privredama. Konačno, izabrani metod je omogućio državi da ostvari značajne budžetske prihode (za razliku od metoda besplatne podele akcija), koje je posle iskoristila za infrastrukturne projekte i održavanje makroekonomske stabilnosti.

Analiza poslovanja kompanija koje su se privatizovale u skladu sa novim zakonom generalno ukazuju na to da su one unapredile svoje poslovne performanse (kapital, prodaju i izvoz kod kompanija koje se time bave), i da su investirale u modernizaciju proizvodnog procesa. Drugim rečima, one kompanije koje su nakon privatizacije prodate većinskim vlasnicima akcija pokazuju poboljšanja u poslovanju.

Privatizovana preduzeća pokazuju očekivane rezultate: najbolja su, prema rastu prodaje, ona preduzeća koja su privatizovana od strane stranih eksternih vlasnika, zatim preduzeća koja su kupili domaći eksterni vlasnici, dok su najmanji rast ostvarila interno privatizovana preduzeća.

Gore navedeni podaci govore u prilog tome da je izabrani metod privatizacije u Srbiji u skladu sa Zakonom o privatizaciji iz 2001. godine – prodaja, najefikasniji metod u uslovima zakasnele tranzicije, čime se potvrđuje *treća hipoteza* ovog rada. Novi metod je doprineo kako privatizaciji velikog broja preduzeća u relativno kratkom vremenskom periodu, tako i privlačenju „pravih“ investitora koji su poboljšali poslovanje privatizovanih kompanija. Osim toga, spovođenje novog metoda je obezbedilo i veliki priliv sredstava u državni budžet i doprinelo poboljšanju makroekonomskih pokazatelja u Srbiji.

Metod prodaje, shodno novom zakonu o privatizaciji, podrazumeva i restrukturiranje preduzeća kao pripremnu fazu pred njihovu prodaju putem tendera ili aukcija. Dve pomoćne hipoteze koje su postavljene na početku rada odnose se na proces restrukturiranja. *Prva pomoćna hipoteza* glasi da li restrukturiranje, kao metod pripreme privatizacije, mora biti ustupak socijalnoj stabilnosti ili neophodna faza pripreme same privatizacije određenog broja preduzeća koja se ne mogu privatizovati u sadašnjem stanju? *Druga pomoćna hipoteza* glasi da ishod procesa restrukturiranja u velikoj meri zavisi od primenjenog modela, vlasničke strukture i postavljenih ciljeva.

Restrukturiranje, kao metod pripreme privatizacije, ima za cilj uspešnu privatizaciju određenog broja preduzeća koja se ne mogu privatizovati u sadašnjem stanju. Kao što je već

izneto, neuspeh restrukturiranja vodi preduzeće u stečaj i dovodi do masovnog otpuštanja zaposlenih, dok uspešno restrukturiranje doprinosi ekonomskom rastu regiona u kome se preduzeće nalazi, rešavanju dužničko-poverilačkih sporova, kreiranju radnih mesta i dr.

U drugom delu rada, do detalja je analiziran proces restrukturiranja preduzeća po novom zakonu koja su ušla u proces privatizacije, dok su u poslednjem delu analizirani ostvareni rezultati.

Restrukturiranje u postupku privatizacije podrazumeva statusne, odnosno organizacione promene ili poravnanje iz dužničko-poverilačkih odnosa i druge promene koje se odnose na subjekt privatizacije, a koje omogućavaju prodaju njegovog kapitala ili imovine. Proces restrukturiranja podrazumeva organizovanje, sprovođenje i kontrolu brojnih aktivnosti koje imaju za cilj omogućavanje privatizacije preduzeća u celini ili po delovima.

Kao što je već navedeno, alternativni pristup privatizacije velikih preduzeća koja su ušla u proces restrukturiranja bio bi stečaj i prodaja imovine zainteresovanim investitorima. Nema sumnje da bi ovaj pristup bio brži i jeftiniji, ali bi na lokalnom nivou sigurno izazvao velike socijalne potrese. Upravo da bi tako nešto izbegao, zakonodavac je izabrao restrukturiranje kao pripremu velikih sistema za privatizaciju, kao sporiji ali prihvatljiviji metod.

Putem restrukturiranja do kraja 2011. godine prodato je 47 preduzeća,. U postupku restrukturiranja radi privatizacije, nalazi se još 317. Rezultati u smislu broja preduzeća nisu impresivni ali, s druge strane, pitanje je da li bi bez restrukturiranja bilo koje od ovih preduzeća našlo kupca.

Navedeni rezultati potvrđuje prvu pomoćnu hipotezu rada, a to je da restrukturiranje pre prodaje nije samo ustupak socijalnoj stabilnosti, već neophodna faza pripreme same privatizacije određenog broja preduzeća koja se ne mogu privatizovati u sadašnjem stanju.

Što se tiče druge pomoćne hipoteze, na osnovu svih istraživanja koje smo pomenuli u ovom radu, ishod procesa restrukturiranja ne zavisi od primenjenog modela, vlasničke strukture i postavljenih ciljeva.

Osnovni cilj procesa restrukturiranja je da preduzeće stvara vrednost za svoje vlasnike. Način na koji će se ovaj cilj realizovati zavisi od karakteristika privredne grane, konkretnog preduzeća i njegovog okruženja, ali je cilj sam po sebi univerzalan. Kroz identifikovanje osnovnih faktora vrednosti, njihovim upravljanjem u svim delovima jedne organizacije,



menadžment utiče na vrednost kapitala i usklađuje svoje interese sa interesima vlasnika kapitala. Upravo zbog toga, sam proces restrukturiranja (poslovnog, investicionog i finansijskog) se može primeniti i u privatnim i u državnim preduzećima, dakle ne zavisi od vlasničke strukture.

Ako dovedemo u vezu model privatizacije i proces restrukturiranja, bez obzira da li se radi o privatizaciji putem prodaje ili besplatne podele akcija, procesom restrukturiranja se povećavaju poslovne performanse i efikasnost poslovanja, što je u interesu bilo kog vlasnika.

Zbog svega navedenog, ovim opovrgavamo drugu pomoćnu tezu rada da ishod procesa restrukturiranja zavisi od primenjenog modela, vlasničke strukture i postavljenih ciljeva

Konačno, *treća pomoćna hipoteza* glasi da je tender, kao modalitet prodaje, primeren prodaji velikih preduzeća dok je aukcija primerena prodaji malih i srednjih preduzeća.

Rezultati privatizacije koji su prikazani u četvrtom delu ovog rada, potvrđuju treću pomoćnu hipotezu da je tender najbolji metod privatizacije velikih preduzeća, a da aukcija, kao metod privatizacije, najbolje odgovara privatizaciji malih i srednjih preduzeća.

Naime, tenderska privatizacija je komplikovaniji proces od aukcijske privatizacije, s obzirom da cilj tenderske privatizacije nije samo prodaja kapitala velikih preduzeća, već nalaženje strateškog partnera koji mora da ispunjava određene uslove navedene u javnom pozivu. Kod aukcijske privatizacije, kupac kapitala, odnosno imovine, ne mora, na primer, da se bavi istom ili sličnom delatnošću kao subjekt privatizacije ili da ostvaruje određenu visinu prihoda. Upravo zbog navedenog, prihodi od prodaje preduzeća putem tendera, kao i visina investicionih i socijalnih programa su daleko veći u odnosu na aukcijsku privatizaciju, ali je aukcijska privatizacija zato brži metod od tenderske, što rezultira većim brojem prodatih preduzeća.

U četvrtom delu ovog rada su detaljno analizirani rezultati kako tenderske tako i aukcijske privatizacije, i to po nekoliko kriterijuma. Ostvareni rezultati tenderske privatizacije nedvosmisleno potvrđuju treću pomoćnu tezu ovog rada.

Do kraja 2011. godine putem tendera privatizovano je 128 preduzeća, a putem javne aukcije 2.156. Prihodi koje je država ostvarila tenderskom privatizacijom u posmatranom periodu iznose 1,62 milijardi evra. I pored većeg broja prodatih preduzeća, metodom

javne aukcije ostvaren je niži prihod u odnosu na tendersku prodaju – 1,39 milijardi evra. U prilog navedenom govori i podatak o prihodu koji je ostvaren po preduzeću: kod aukcijske prodaje prihod po preduzeću bio je uglavnom manji od milion EUR, dok je kod tenderskih iznosio i po nekoliko desetina miliona EUR.

O efikasnosti tendera govori i P/B ratio koji iznosi 1,23 i koji je veći u odnosu na P/B ratio koji je ostvaren prodajom putem aukcije – 1,04. Takođe, i iznos obaveznih investicija kod tenderske prodaje - 1,19 milijardi evra, bio je značajno veći u odnosu na aukcijsku prodaju – samo 281 milion evra. Sam iznos ovih racija, koji je veći od 1, govori u prilog i hipotezi da sami metodi prodaje predstavljaju faktore kreiranja vrednosti.

Privatizacija društvenog i državnog kapitala u zemljama u tranziciji je neophodan korak u celokupnom procesu tranzicije i preduslov stvaranja modernog, tržišnog ambijenta poslovanja. Restrukturiranje takvih preduzeća je neophodno kako bi im se omogućilo da uspešno posluju u novom ambijentu i kako bi se povećala njihova atraktivnost u procesu privatizacije.

Uspešno restrukturiranje podrazumeva aktivnosti u procesu poslovanja, finansiranja i investiranja. Pri tome, uspešnost procesa restrukturiranja se meri visinom kreirane vrednosti, odnosno razlikom u vrednosti kapitala preduzeća pre i nakon restrukturiranja.

Kroz detaljnu analizu poslovanja preduzeća putem analize faktora vrednosti stvara se osnova za definisanje procesa i aktivnosti restrukturiranja. Predmet restrukturiranja su aktivnosti koje se odnose i na bilans stanja i na bilans uspeha. Cilj ovih aktivnosti je da se, kroz konsolidaciju elemenata u poslovanju koji imaju najveći uticaj na osnovne faktore vrednosti, maksimizira stvorena vrednost i poveća procenjena vrednost kapitala.

Metodologija restrukturiranja, koja je prezentovana u trećem delu rada, daje konceptualni okvir za restrukturiranje poslovanja kroz upravljanje faktorima vrednosti. Imajući u vidu neophodno restrukturiranje poslovanja i moguću privatizaciju javnih preduzeća u Srbiji, ova metodologija postaje značajna sa stanovišta mogućnosti njene primene i efekata koja ona može da ostvari za državu kao vlasnika kapitala javnih preduzeća.

## LITERATURA

1. Agencija za privatizaciju, (2005), *Impact Assessment of Privatization in Serbia*
2. Aslund, A., (1991), *Systemic change and stabilization-goals and substance*, Dartmouth, Aldershot
3. Bajec, J., (1995), *Ekonomska politika u Srbiji i Jugoslaviji*, Ekonomski fakultet, Beograd
4. Begović, B., (2000), *Novi model privatizacije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd
5. Begović, B., (2005), *Četiri godine tranzicije u Srbiji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd
6. Bilten Agencije za privatizaciju broj 6, mart 2005. Godine
7. Bishop, M., J. Kay i C. Mayer, (1996), *Privatisation and Economic Performance*, Oxford University Press, Great Britain
8. Blanchard, O., Dornbusch, R., Krugman, P., Lazard, R., Summers L., (1990), *Reform in Eastern Europe*, Report of the WIDER World Group Economy
9. Blommestein, J., R. Hans, R. Geiger, G. Hare, (1993). *Privatising Large Enterprises: Overview of issues and case studies*, Methods of Privatising Large Enterprises, OECD, Paris, France
10. Boorsma, P., (1994), *Privatisation: Political and Economical Considerations*, SISWO, Amsterdam
11. Borgese, R. J., Borgese, P. F., (2001), *Mergers and Acquisitions from Planning to Integration*, New York: McGraw Hill
12. Bowman, E., Singh, H., Useem, M. and Bhadury, R., (1990), *When Does Restructuring Improve Economic Performance*, California Management Review, Volume 41, No. 2
13. Cappelle-Konijnenberg, (1995), *Restructuring, Firm Performance and Control Mechanism*, Tilburg University, Research Memorandum
14. Carlin, W., and M. Landesmann, (1997), *From Theory into Practice: Restructuring and Dynamism in Transition Economies*, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 13, No. 2.
15. Campbell, A., Goold, M., Alexander, M., (1995), *The Value of the Parent Company*, California Management Review
16. Cerović, B., (2004), *Ekonomika tranzicije*, Ekonomski fakultet, Beograd
17. Cerović, B., (2005), *Efekti privatizacije – performanse, restrukturiranje*, Ekonomski fakultet, Beograd
18. Clague, Ch., Rausser, G., (1992), *The Emergence of the Market Economies in*

*Eastern Europe*, Cambridge MA: Blackwell

19. Cook, P., C. Kirkpatrick, and F. Nixson (1998), *Privatization, Enterprise Development and Economic Reform, Experiences of Developing and Transitional Economies*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK
20. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., (1996) *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley and Sons, Inc., New York
21. Crum, R., Goldberg, I., (1998), *Restructuring and Managing the Enterprise in Transition*, EDI Learning Resources Series, World bank, Washington
22. Donaldson, G., (1994), *Corporate restructuring: managing the change process from within*, Harvard Business School Press, Boston
23. Drašković, B., (2006), *Ekonomski efekti restrukturiranja privrede*, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet, Beograd
24. Đukić, P., (2005), *Strategija tranzicije između popularizma i reformi*, Ekonomski fakultet, Beograd
25. Đuričin, D., (1994), *Economies in Transition: privatization and related issues*, Dečije novine, Gornji Milanovac
26. Đuričin, D., *Srbija na raskršću: dostizanje EU ili tranzicionizam*, Ekonomika preduzeća, Savez ekonomista Srbije, Beograd, januar - februar 2008.
27. Đuričin, D., (1998) *Preduzeće, privatizacija, prestrukturiranje i nova paradigma menadžmenta*, Poslovna politika, broj 11-12, Beograd
28. Đuričin, D., (2000), *Transformacija preduzeća i finansijska tržišta*, Ekonomski fakultet, Centar za hartije od vrednosti, Beograd
29. Đuričin, D., (2007) *Srbija 2007: stanje i prioriteti reformi*, Zbornik radova „Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnost“, Miločerski ekonomski forum
30. Earle, J., Estrin, S., Leshchenko, L., (1996), *Ownership Structures, Patterns of Control and Enterprise Behaviour in Russia*, EDI Development Studies, World Bank, Washington
31. Easterbook, F., Fischel, D., (1991), *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge MA: Harvard University Press
32. Ellerman, D., (1990), *Democratic Worker Owned Firm, A new Model for the East and West*, London: Unwin Human
33. Ernst, M., Alexeev, M., Marer, P., (1996), *Transforming the Core, Restructuring Industrial Enterprises in Russia and Central Europe*, West View Press, Boulder, Colorado U.S.A.
34. Estrin, S., Brada, J., Gelb, A., Singh, I., (1995), *Restructuring and Privatisation in Central Eastern Europe: Case Studies of Firms in Transition*, M.E. Sharpe, Inc.

- Armonk, New York
35. Estrin, S., Gelb, A., Singh, I., (1993), *Enterprises in Transition: Issues and method of analysis*, Eastern European Economics, Fall
  36. Evans, F. C., Bishop, D. M., (2001), *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*, New York: John Wiley & Sons
  37. Fernandez P., Aguirreamalloa J., and Corres L., „*Market Risk Premium used in 82 countries in 2012: a survey with 7,192 answers*“, IESE Business School, 19. jun 2012. godine
  38. Filatotchev, I., Hoskisson, R., Buck, T., Wright, M., (1996), *Corporate Restructuring in Russian Privatisation: Implication for U.S. Investors*, California Management Review, Vol. 38, No. 2
  39. From Plan to Market, (1996), World Development Report, World Bank: Oxford University Press
  40. Frydman, R., Rapaczynsky, A., (1994), *Privatization in Eastern Europe*, Budapest: Central European University Press
  41. Gaughan A., Patrick (1996), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructuring*, John Wiley and Sons, Inc.
  42. Grinblatt M., Titman, S., (2001), *Financial Markets and Corporate Strategy*, New York: McGraw Hill
  43. Grupa autora, (1993), *Strategija preduzeća u uslovima diskontinuiteta*, Ekonomski fakultet, Beograd
  44. Grupa autora, (1998), *Tranzicija i privredni razvoj-kratkoročni i dugoročni aspekti*, Ekonomski fakultet, Beograd
  45. Grupa autora, (1998), *Ekonomski odnosi sa inostranstvom i tranzicija jugoslovenske privrede*, Naučno društvo ekonomista Jugoslavije, Herceg Novi
  46. Grupa autora, (1999), *Strategija transformacije velikih preduzeća u uslovima globalizacije*, Ekonomski fakultet
  47. Grupa autora (2003), *Strategija reformi*, Centar za liberalno demokratske studije, Beograd
  48. Grupa autora, (2004), *Ekonomika tranzicije (članci)*, Beograd
  49. Grupa autora, (2005), *Četiri godine tranzicije u Srbiji*, Beograd
  50. Hartley K., and D. Parker (1991), *Privatization: A Conceptual Framework*, Edward Elgar Publishing Ltd., Hants, England
  51. Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, (2001), Boston: Harvard Business School Press
  52. Jaško O., *Strukturne pripreme za tranziciju*, poglavlje u monografiji, Milan Ilić (ur.), (1996), Rast i strukturne promene privrede Srbije u uslovima tranzicije,

Kragujevac, Srbija: Ekonomski fakultet u Kragujevcu – Institut za ekonomska istraživanja

53. Jaško O., Dulanović Ž., *Uticaj transakcionih troškova na strukturiranje organizacije*, poglavlje u monografiji, (1998) *Izazovi menadžmenta i marketinga u globalnom okruženju*, Beograd, Srbija, Ekonomski fakultet
54. Jaško O., Popovic N., Prokic S., Djokic D., (2009), *Offshore IT outsourcing and transition economies*, in Uros Pinteric, Ursa Sinkovec(eds) *Information Society: Multidisciplinary Approaches*; II part: Economic effects of ICT
55. Jaško O., Marković A., Popović N., *Economic Crisis and Public Sector Downsizing, Management Under Global Recession*, International scientific Conference, (2009)
56. Jaško O., Čudanov M., Jevtić M., (2002), *Efficiency growth and ownership restructuring through the aspects of reorganization*; Internacionalni simpozijum; 23-27 mart; Portorož; Slovenija
57. Jaško O., Dulanović Ž., (2002) *Reorganization in function of efficiency growth and ownership restructuring*, Management – Journal for Management Theory and Practice, Vol. 27
58. Jaško O., Čudanov M., Krivokapić J., Miloš J., Săvoiu G., (2011), *Classical solutions for improvement of restructuring process and representation of organizational structure and alternative future solutions of quantum economics*, Econophysics, Sociophysics & Other Multidisciplinary Sciences Journal (ESMSJ)
59. Jaško O., Kostić M., (1997), *Strateški okvir realizacije organizacionih promena - studija slučaja*, Strategijski menadžment, Vol 1. No 1.
60. Jaško O., (2001), *Otpori promenama i primena projekta organizacione transformacije*, YUPMA. Upravljanje projektima - nove tendencije; Zlatibor; Serbia and Montenegro; Zbornik radova Yupma
61. Jaško O., Jevtić M., Čudanov M., *Primena projektne organizacije u procesu organizacionog restrukturiranja*, Internacionalni simpozijum iz projekt menadžmenta 2003., Zbornik Radova Yupma 2003; Vol. 7
62. Jaško O., Jevtić M., Čudanov M., *Primena centara kontrole u cilju povećanja efikasnosti preduzeća*, Internacionalni simpozijum iz strateškog menadžmenta, Palić, 2003
63. Jevtić M., Čudanov M., Jaško O., *Principi organizacionog restrukturiranja javnih preduzeća*, Zbornik radova Symorg Vol 5, (2004)
64. Jevtić M., Čudanov M., Jaško O., (2008), *Kriterijumi merenja efikasnosti poslovnih jedinica*, The 11th international symposium „Management and social responsibility“ Symorg 2008, Septembar 10-13, 2008, Belgrade, Serbia

65. Johnson, S., Kitchen, D., Loveman, G., (1996), *Complementarities and the Managerial Challenges of State Enterprise Restructuring: evidence from two shipyards*, Economics of Transition, Volume 4. No. 10
66. Kikeri, S., J. Nellis, M. Shirley, (1994) *Privatization: Lessons from Market Economies*, World Bank Research Observer, World Bank, Washington D.C.
67. Knight, J., (1998), *Value Based Management: Developing a systematic approach to creating shareholder value*, McGraw-Hill, New York
68. Kornai, J., (1990), *The Road to a Free Economy*, W.W. Norton, New York
69. Krollinger J., (1997), *Managing the Acquisition*, New York: McGraw Hill
70. Layoux Reed A., (1997), *The Art of Mergers and Acquisitions, Integration*, New York: McGraw Hill
71. Layoux Reed A., (1999), *The Art of Mergers and Acquisitions, Financing and Refinancing*, New York: McGraw Hill
72. Layoux Reed A., (2000), *The Art of Mergers and Acquisitions, Due Diligence*, New York: McGraw Hill
73. Liaw, K. T., (1999), *The Business of Investment Banking*, New York: John Wiley & Sons
74. Lipton, D., Sachs, J., (1990), *Privatisation in Eastern Europe: The Case of Poland*, Brookings Papers on Economic Activity, No.2
75. Lukić, D., Gulan, B., (2006), Privatizacija u Republici Srbiji (ras)prodaja imovine i tržišta, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet u Beogradu
76. Major, I., (1993), *Privatization in Eastern Europe: A Critical Approach*, Edward Elgar, Hants, England
77. Marshall, J. F., Ellis, M. E., (2000), *Investment Banking and Brokerage*, New York: McGraw Hill
78. Martin, S., D. Parker, (1997), *The Impact of Privatisation: Ownership and Corporate Performance in the UK*, Routledge, London
79. McTaggart, Kontes, P., Mankins, M., (1994), *Managing for Superior Shareholder Returns, The Value Imperative*, The Free Press, New York
80. Megginson, W., J. Netter, (1999), *From State to Market: A survey of Empirical Studies on Privatization*, paper presented at the Global Equity Markets Conference, Paris
81. Miladinović, M. S., (2006), *Ekonomski anali*, Ekonomski fakultet u Beogradu
82. Milosavljević, S., (2005), *Srbija i region – tranzicioni (ne)uspesi i kratkoročne perspektive*, Ekonomski anali, Ekonomski fakultet, Beograd
83. Monnery, N., (1995), *Corporate Value Creation*, Pitman Publishing, London
84. Pavlović, M., Žižić, M., (1995), *Ekonomska politika u Srbiji i Jugoslaviji*,

Ekonomski fakultet, Beograd

85. Pinto, B., Belka, M., Krajewski, S., (1993), *Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment by Manufacturing Firms*, Brookings Papers on Economic Activity, Volume 1
86. Pirie, M., (1998), *Privatization: Theory, Practice and Choice*, Wildwood House, Hants, England
87. Popović, D., (2005), *Privredna aktivnost i makroekonomska politika u tranziciji*, Centar za liberalno-demokratske studije, Beograd
88. Popović N. Jaško O, Prokić S, (2010), *Menadžment interorganizacionih odnosa - outsourcing, strateške alijanse, merdžeri i akvizicije*, Beograd, Srbija: Srpski ekonomski centar
89. Porter E. Michael, (2004), *Competitive Strategy, Techniques for Analysing Industries and Competitors*, The Free Press
90. Porter, M., (1985), *Competitive Advantage: Creating and Sustaining Superior Performance*, The Free Press, New York
91. Pratt S., Reilly R., Schweihs, R., (2000), *Valuing a Business - The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, New York: McGraw Hill
92. Pratt P. Shannon, Reilly F. Robert, Schweihs P. Robert, (1998), *Valuing Small Businesses and Professional Practices*, third edition, McGraw-Hill
93. Pratt, S. P., (2001), *Business Valuation, Premiums and Discounts*, New York: John Wiley & Sons
94. Ramadhan, V., (1992), *Privatization: A Global Perspective*, London: Routledge
95. Ramamurti, R., (1992), *Why are Developing Countries Privatising?*, Journal of International Business Studies, 2nd quarter
96. Rapaport, A., (1998), *Creating Shareholder Value*, The Free Press
97. Rock M. L., Rock L. H., Sikora M., (1994), *The M&A Handbook*, New York: McGraw Hill
98. Savić, Lj., (2007), *Ekonomika industrije*, Centar za izdavačku delatnost ekonomskog fakulteta u Beogradu, peto izmenjeno i dopunjeno izdanje
99. Schorf, C. A., Shea, E. E., Beck, G. C., (1991), *Mergers and Acquisitions, Sales, Buyouts & Takeovers*, London: Prentice Hall
100. Shafik, N., (1995), *Making a Market: Mass privatisation in the Czech and Slovak Republics*, World Development Vol. 23
101. Stošić, I., (2007), *Privatizacija preduzeća u Srbiji – rezultati, problemi, perspektive*, Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini, Ekonomski fakultet u Beogradu
102. Stewart, B., (1991), *The Quest for Value*, Harper Business, New York



103. Uredba o metodologiji za procenu vrednosti kapitala i imovine (Službeni glasnik RS”, br. 45/2001, 45/2002)
104. Uredba o postupku i načinu restrukturiranja subjekata privatizacije („Sl. glasnik RS”, br. 52/2005, 96/2008 i 98/2009)
105. Uredba o prodaji kapitala i imovine javnim tenderom („Sl. glasnik RS”, br. 45/2001, 59/2003, 110/2003, 52/2005, 126/2007, 96/2008, 107/2008 i 98/2009)
106. Uredba o prodaji kapitala i imovine javnom aukcijom („Sl. glasnik RS”, br. 52/2005, 91/2007, 96/2008 i 98/2009)
107. Vickers, J., and V. Wright, (1998), *The Politics of Industrial Privatisation in Western Europe: an Overview*, Western European Politics, Vol. 11, No.4
108. Vuylsteke, Ch., (1988), *Techniques of Privatization State Owned Enterprises, Vol I, Methods and Application*, Washington, World Bank
109. Weizsacker, Ernst Ulrich, (2005), *Limits to Privatization – How to Avoid too Much of a Good Thing*, Earthscan, London
110. Weston, F. J., (2002), *Cases in Dynamic Finance: Mergers and Restructuring*, London: Prentice Hall
111. World Bank, (1996), *From Plan to Market*, World Development Report, Washington, DC.
112. Zec, M., Mijatović, B., Đuričin D., Savić, N., (1994), *Privatizacija: nužnost ili sloboda izbora*, Beograd, Jugoslovenska knjiga i Ekonomski institut
113. Zec, M., (2007), *Strategija kompletiranja procesa privatizacije u Srbiji*, Izazovi ekonomske politike Srbije u 2007. godini, Ekonomski fakultet u Beogradu
114. Čudanov M., Jovan Krivokapić, Jaško Ondrej, Gheorghe Săvoiu, „*Centri kontrole i decentralizacija u restrukturiranju poslovnih sistema*“, Zbornik radova SPIN - VIII Skup privrednika i naučnika: Operacioni menadžment u funkciji održivog ekonomskog rasta i razvoja Srbije 2011-2020, Beograd, Srbija, 01-02. novembar 2011. godine, pp. 12-19

**Prilog br. 1. - PREGLED TABELA**

<b>Tabela 1. Odnos faktora vrednosti i pojedinih elemenata bilansa uspeha.....</b>	<b>47</b>
<b>Tabela 2. Odnos faktora vrednosti i pojedinih elemenata bilansa stanja .....</b>	<b>49</b>
<b>Tabela 3. Odnos ključnih indikatora poslovanja i faktora vrednosti koji utiču na bilans uspeha.....</b>	<b>52</b>
<b>Tabela 4. Odnos ključnih indikatora poslovanja i faktora vrednosti koji utiču na bilans stanja.....</b>	<b>53</b>
<b>Tabela 5. Rezultati privatizacije po Zakonu o društvenom kapitalu .....</b>	<b>106</b>
<b>Tabela 6. Rezultati privatizacije po Zakonu o uslovima i postupku pretvaranja društvene svojine u druge oblike svojine.....</b>	<b>108</b>
<b>Tabela 7. Rezultati privatizacije do novembra 2000. godine.....</b>	<b>109</b>
<b>Tabela 8. Efekti privatizacije do 2011. godine .....</b>	<b>198</b>
<b>Tabela 9. Broj prodatih preduzeća.....</b>	<b>198</b>
<b>Tabela 10. Odnos ponuđenih i prodatih preduzeća.....</b>	<b>200</b>
<b>Tabela 11. Prihodi od privatizacije .....</b>	<b>201</b>
<b>Tabela 12. Odnos prodajne cene i knjigovodstvene vrednosti prodatih preduzeća .....</b>	<b>202</b>
<b>Tabela 13. Obavezne investicije u privatizovana preduzeća .....</b>	<b>204</b>
<b>Tabela 14. Odnos obaveznih investicija i knjigovodstvenih vrednosti prodatih preduzeća .....</b>	<b>206</b>
<b>Tabela 15. Efekti tenderske privatizacije .....</b>	<b>211</b>
<b>Tabela 16. Efekti aukcijske privatizacije.....</b>	<b>213</b>
<b>Tabela 17. Uporedni pregled broja prodatih preduzeća po zakonima iz 1997. i 2001 .....</b>	<b>222</b>

## Prilog br. 2. - PREGLED GRAFIKONA

Grafikon 1. Ključni faktori vrednosti i nivoi organizacije.....	43
Grafikon 2. Ključni faktori vrednosti u poslovanju kompanije.....	44
Grafikon 3. Faktori vrednosti – DuPont analiza .....	50
Grafikon 4. Proces kreiranja vrednosti kapitala upravljanjem osnovnim faktorima vrednosti .....	54
Grafikon 5. Pentagon restrukturiranja .....	57
Grafikon 6. Osnova lanca vrednosti u okviru preduzeća.....	64
Grafikon 7. Struktura vrednosnog sistema .....	65
Grafikon 8. Makro i mikro faktori vrednosti - Rappaport.....	70
Grafikon 9. Model mrežne vrednosti .....	71
Grafikon 10. Prikaz odnosa elemenata koji utiču na proces kreiranja i procene ostvarene vrednosti.....	85
Grafikon 11. Model privatizacije po Zakonu o svojinskog transformaciji .....	101
Grafikon 12. Metodi privatizacije .....	116
Grafikon 13. Restrukturiranje u postupku privatizacije.....	123
Grafikon 14. Javni tender – tok tendera .....	130
Grafikon 15. Javna aukcija – tok javne aukcije .....	147
Grafikon 16. Prikaz odnosa elemenata koji utiču na proces kreiranja i procene ostvarene vrednosti.....	165
Grafikon 17. Mere uspešnosti poslovanja .....	167
Grafikon 18. Usklađenost ciljeva i merenje performansi .....	170
Grafikon 19. Koraci u implementaciji koncepta upravljanja faktorima vrednosti .....	171
Grafikon 20. Model restrukturiranja kroz upravljanje faktorima vrednosti.....	173
Grafikon 21. Elementi stope prinosa na uložena sredstva (kapital) .....	176
Grafikon 22. Analiza poslovnog sistema jedne kompanije .....	181
Grafikon 23. Broj prodatih preduzeća u periodu 2002.-2011. godine.....	199
Grafikon 24. Procenat uspešnosti od prodaje .....	201
Grafikon 25. Prihodi od prodaje .....	202
Grafikon 26. Iznos obaveznih investicija.....	205

**Prilog 1.**

**Izjava o autorstvu**

Potpisani Siniša Borislav Mali

**Izjavljujem**

da je doktorska disertacija pod naslovom

**KREIRANJE VREDNOSTI KROZ PROCES RESTRUKTURIRANJA I  
PRIVATIZACIJE – TEORIJSKE KONCEPCIJE I ISKUSTVA SRBIJE**

- rezultat sopstvenog istraživačkog rada,
- da predložena disertacija u celini ni u delovima nije bila predložena za dobijanje bilo koje diplome prema studijskim programima drugih visokoškolskih ustanova,
- da su rezultati korektno navedeni i
- da nisam kršio autorska prava i koristio intelektualnu svojinu drugih lica.

U Beogradu, 15.3.2013. godine

**Potpis doktoranda**

---

Prilog 2.

**Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije  
doktorskog rada**

Ime i prezime autora: Siniša Mali  
Broj indeksa: n/a  
Studijski program: Menadžment  
Naslov rada: **KREIRANJE VREDNOSTI KROZ PROCES  
RESTRUKTURIRANJA I PRIVATIZACIJE –  
TEORIJSKE KONCEPCIJE I ISKUSTVA SRBIJE**  
Mentor: dr Jaško Ondrej

Potpisani Siniša Borislav Mali

Izjavljujem da je štampana verzija mog doktorskog rada istovetna elektronskoj verziji koju sam predao za objavljivanje na portalu **Digitalnog repozitorijuma Univerziteta u Beogradu**.

Dozvoljavam da se objave moji lični podaci vezani za dobijanje akademskog zvanja doktora nauka, kao što su ime i prezime, godina i mesto rođenja i datum odbrane rada.

Ovi lični podaci mogu se objaviti na mrežnim stranicama digitalne biblioteke, u elektronskom katalogu i u publikacijama Univerziteta u Beogradu.

**Potpis doktoranda**

U Beogradu, 15.3.2013. godine

### Prilog 3.

## Izjava o korišćenju

Ovlašćujem Univerzitetsku biblioteku „Svetozar Marković“ da u Digitalni repozitorijum Univerziteta u Beogradu unese moju doktorsku disertaciju pod naslovom:

**KREIRANJE VREDNOSTI KROZ PROCES RESTRUKTURIRANJA I  
PRIVATIZACIJE – TEORIJSKE KONCEPCIJE I ISKUSTVA SRBIJE**

koja je moje autorsko delo.

Disertaciju sa svim priložima predao sam u elektronskom formatu pogodnom za trajno arhiviranje.

Moju doktorsku disertaciju pohranjenu u Digitalni repozitorijum Univerziteta u Beogradu mogu da koriste svi koji poštuju odredbe sadržane u odabranom tipu licence Kreativne zajednice (Creative Commons) za koju sam se odlučio.

1. Autorstvo
2. Autorstvo - nekomercijalno
3. Autorstvo – nekomercijalno – bez prerade
4. Autorstvo – nekomercijalno – deliti pod istim uslovima
5. Autorstvo – bez prerade
6. Autorstvo – deliti pod istim uslovima

U Beogradu, 15.3.2013. godine

**Potpis doktoranda**

---

1. Autorstvo - Dozvoljavate umnožavanje, distribuciju i javno saopštavanje dela, i prerade, ako se navede ime autora na način određen od strane autora ili davaoca licence, čak i u komercijalne svrhe. Ovo je najslobodnija od svih licenci.
2. Autorstvo – nekomercijalno. Dozvoljavate umnožavanje, distribuciju i javno saopštavanje dela, i prerade, ako se navede ime autora na način određen od strane autora ili davaoca licence. Ova licenca ne dozvoljava komercijalnu upotrebu dela.
3. Autorstvo - nekomercijalno – bez prerade. Dozvoljavate umnožavanje, distribuciju i javno saopštavanje dela, bez promena, preoblikovanja ili upotrebe dela u svom delu, ako se navede ime autora na način određen od strane autora ili davaoca licence. Ova licenca ne dozvoljava komercijalnu upotrebu dela. U odnosu na sve ostale licence, ovom licencom se ograničava najveći obim prava korišćenja dela.
4. Autorstvo - nekomercijalno – deliti pod istim uslovima. Dozvoljavate umnožavanje, distribuciju i javno saopštavanje dela, i prerade, ako se navede ime autora na način određen od strane autora ili davaoca licence i ako se prerada distribuira pod istom ili sličnom licencom. Ova licenca ne dozvoljava komercijalnu upotrebu dela i prerada.
5. Autorstvo – bez prerade. Dozvoljavate umnožavanje, distribuciju i javno saopštavanje dela, bez promena, preoblikovanja ili upotrebe dela u svom delu, ako se navede ime autora na način određen od strane autora ili davaoca licence. Ova licenca dozvoljava komercijalnu upotrebu dela.
6. Autorstvo - deliti pod istim uslovima. Dozvoljavate umnožavanje, distribuciju i javno saopštavanje dela, i prerade, ako se navede ime autora na način određen od strane autora ili davaoca licence i ako se prerada distribuira pod istom ili sličnom licencom. Ova licenca dozvoljava komercijalnu upotrebu dela i prerada. Slična je softverskim licencama, odnosno licencama otvorenog koda.

## Biografija

Siniša Mali je rođen 25.08.1972. godine u Beogradu, gde je završio osnovnu školu i diplomirao i magistrirao na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu.

U februaru 2001. godine, Siniša Mali je postavljen za pomoćnika ministra za privatizaciju u Ministarstvu za privredu i privatizaciju Vlade Republike Srbije. U ovom periodu, bio je zadužen za pripremu zakonske regulative u vezi novog koncepta privatizacije (Zakon o privatizaciji, Zakon o Agenciji za privatizaciju, Zakon o Akcijskom fondu, Uredba o tenderima, Uredba o aukcijama, Uredba o restrukturiranju, Uredba o proceni vrednosti), kao i pripremnim aktivnostima samih preduzeća za predstojeći proces.

Osnivanjem Agencije za privatizaciju 17. jula 2001. godine, sve operativne aktivnosti u vezi privatizacije sa Ministarstva prelaze u Agenciju. U tom periodu, Siniša prelazi u Agenciju gde postaje direktor Centra za tendersku privatizaciju u okviru kojeg vodi tendersku privatizaciju društvenih preduzeća. Na ovoj poziciji, Siniša ostaje do kraja 2003. godine.

Nakon ovoga, Siniša Mali je osnovao svoju kompaniju koja se bavi savetovanjem u oblasti kupovine i prodaje preduzeća (mergers & acquisitions), finansijskog restrukturiranja, konsolidacije poslovanja, i savetovanja kompanija radi poboljšanja njihovih finansijskih performansi.

Trenutno, Siniša Mali obavlja funkciju savetnika prvog potpredsednika Vlade Republike Srbije za ekonomska pitanja. Član je Upravnog odbora Kliničkog centra Srbije.

Pre preuzimanja položaja pomoćnika ministra za privatizaciju, Siniša je radio u jednoj od najvećih investicionih banaka na svetu, Credit Suisse First Boston u New Yorku, gde je bio zadužen za poslove kupovine i prodaje preduzeća (Mergers & Acquisitions). Pre toga, Siniša je proveo četiri godine kao rukovodilac u jednoj od četiri najveće konsultantske firme na svetu, Deloitte & Touche, od čega dve godine u Pragu i dve godine u Beogradu, gde je radio na poslovima privatizacije, kupovine i prodaje preduzeća, restrukturiranja i konsolidacije, poslovne analize, itd.

Kao Ron Brown stipendista, Siniša je 1999. godine magistrirao na Washington University u St. Louis-u, SAD, smer finansije (Master of Business Administration diploma). Tokom studija je radio kao asistent na pet predmeta iz oblasti poslovnih finansija. Nakon studija primio je nagradu kao najbolji student u oblasti finansija kao i nagradu da je među 10% najboljih studenata na top 20 poslovnih škola u Americi te godine. U februaru 1998. godine, Siniša je takođe magistrirao na Ekonomskom fakultetu u Beogradu, smer marketing, na temu "Trgovinske izložbe kao instrument promocije preduzeća". Tokom osnovnih studija, dobio je nagradu u trećoj godini kao najbolji student generacije da bi nakon studija dobio nagradu za najbolji diplomski rad od strane marketinške agencije Markplan.

Od 2003. godine, Siniša je nosilac zvanja Chartered Financial Analyst (CFA) i član CFA Instituta. Takođe, nosilac je licence portfolio menadžera koju izdaje Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije.



Prilog 1.

## Izjava o autorstvu

Potpisani Siniša Borislav Mali

**Izjavljujem**

da je doktorska disertacija pod naslovom

**KREIRANJE VREDNOSTI KROZ PROCES RESTRUKTURIRANJA I  
PRIVATIZACIJE – TEORIJSKE KONCEPCIJE I ISKUSTVA SRBIJE**

- rezultat sopstvenog istraživačkog rada,
- da predložena disertacija u celini ni u delovima nije bila predložena za dobijanje bilo koje diplome prema studijskim programima drugih visokoškolskih ustanova,
- da su rezultati korektno navedeni i
- da nisam kršio autorska prava i koristio intelektualnu svojinu drugih lica.

U Beogradu, 15.3.2013. godine

**Potpis doktoranda**



Prilog 2.

**Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije  
doktorskog rada**

Ime i prezime autora: Siniša Mali  
Broj indeksa: n/a  
Studijski program: Menadžment  
Naslov rada: **KREIRANJE VREDNOSTI KROZ PROCES  
RESTRUKTURIRANJA I PRIVATIZACIJE –  
TEORIJSKE KONCEPCIJE I ISKUSTVA SRBIJE**  
Mentor: dr Jaško Ondrej

Potpisani Siniša Borislav Mali

Izjavljujem da je štampana verzija mog doktorskog rada istovetna elektronskoj verziji koju sam predao za objavljivanje na portalu **Digitalnog repozitorijuma Univerziteta u Beogradu**.

Dozvoljavam da se objave moji lični podaci vezani za dobijanje akademskog zvanja doktora nauka, kao što su ime i prezime, godina i mesto rođenja i datum odbrane rada. Ovi lični podaci mogu se objaviti na mrežnim stranicama digitalne biblioteke, u elektronskom katalogu i u publikacijama Univerziteta u Beogradu.

U Beogradu, 15.3.2013. godine

**Potpis doktoranda**



Прилог 3.

## Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

„КРЕИРАЊЕ ВРЕДНОСТИ КРОЗ ПРОЦЕС РЕСТРУКТУИРАЊА И  
ПРИВАТИЗАЦИЈЕ-ТЕОРИЈСКЕ КОНЦЕПЦИЈЕ И ОСТВАРЕНИ РЕЗУЛТАТИ У  
СРБИЈИ“

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство

2. Ауторство - некомерцијално

3. Ауторство – некомерцијално – без прераде

4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима

5. Ауторство – без прераде

6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

Потпис докторанда

У Београду, 31. март 2014. године

