

Na osnovu člana 26 stav 3 Zakona o računovodstvu ("Službeni list CG", broj 145/21), Ministarstvo finansija donijelo je

## **PRAVILNIK**

### **O METODOLOGIJI ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI IMOVINE**

("Službeni list Crne Gore", br. 126/22 od 18.11.2022)

#### **Član 1**

Ovim pravilnikom propisuje se metodologija za procjenu vrijednosti imovine.

#### **Član 2**

Procjena vrijednosti imovine pravnog odnosno fizičkog lica, preduzetnika, odnosno državne imovine vrši se u skladu sa metodologijom datom u Prilogu 1, koji čini sastavni dio ovog pravilnika.

#### **Član 3**

Danom stupanja na snagu ovog pravilnika prestaje da važi Pravilnik o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine ("Službeni list CG", broj 64/18).

#### **Član 4**

Ovaj pravilnik stupa na snagu osmog dana od dana objavljivanja u "Službenom listu Crne Gore".

**Broj: 08-430/22-36/1**

**Podgorica, 16. novembra 2022. godine.**

**Ministar,**

**mr Aleksandar Damjanović, s.r.**

### **PRILOG 1**

#### **METODOLOGIJA ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI IMOVINE**

##### **I. OBAVEZNI ELEMENTI IZVJEŠTAJA O PROCJENI IMOVINE I/ILI KAPITALA**

###### **1. Instrukcija i uslovi za angažovanje**

Uslovi angažovanja ovlašćenog procjenivača se dogovaraju između naručioca procjene i ovlašćenog procjenivača u pisanom obliku u formi ugovora o angažovanju, prije nego što se naručiocu procjene dostave podaci za potrebe procjene.

Ugovorom o angažovanju naručilac procjene i ovlašćeni procjenjivač definišu predmet, svrhu i datum procjene, metodologiju procjene, ko ima pristup izvještaju, ograničenja procjene i izvještaja kao i naknadu za ugovoreni posao. U cilju očuvanja objektivnosti ovlašćenog procjenivača, naknada za ugovoreni posao mora biti fiksna i nezavisna od rezultata procjene.

U skladu sa Međunarodnim standardima za procjenu vrijednosti, izvještaj o procjeni mora da sadrži sljedeće instrukcije i uslove za angažovanje ovlašćeni procjenjivača:

- identitet naručioca izvještaja o procjeni, uključujući naziv, adresu i ovlašćeno lice ispred naručioca;
- identitet ostalih korisnika izvještaja o procjeni, ukoliko postoje, uključujući naziv, adresu i svrhu zbog koje im je potreban pristup procjeni, a ukoliko se izvještaj o procjeni dostavlja i licu koje nije naručilac procjene, neophodno je da ovlašćeni procjenjivač dostavi, a treće lice potpiše pismo o odricanju od odgovornosti;
- identitet ovlašćenog procjenjivača, a u slučaju pravnog lica naziv kompanije i adresa, uz navođenje imena fizičkog lica koje mora biti ovlašćeni procjenjivač i kao takvo bi izvršilo procjenu za pravno lice, a u slučaju fizičkog lica ime, prezime i kvalifikacije ovlašćenog procjenjivača;
- precizno naveden predmet procjene, kao i relevantna prava i ograničenja koja se odnose na predmet procjene, a koja utiču na definiciju i pretpostavku vrijednosti i koja mogu imati materijalan efekat na vrijednost;
- osnov i svrhu procjene, kao i napomenu da je upotreba rezultata procjene ograničena samo u svrhu procjene koja je navedena u instrukcijama i uslovima za angažovanje;

- definicija vrijednosti i pretpostavka vrijednosti koja mora biti u skladu sa svrhom procjene i metodologijom procjene koja će se primijeniti;
- posebne pretpostavke koje će biti korišćene prilikom procjene, a koje su u skladu sa pravima i ograničenjima koja su vezana za predmet procjene;
- metode procjene koje će biti korišćene u procjeni;
- datum procjene vrijednosti;
- valutu procjene, a u slučaju da se procjena vrijednosti vrši u valuti koja nije euro (EUR), tj. u stranoj valuti, potrebno je u izvještaju o procjeni prikazati kurs između strane valute i valute EUR;
- izjava da ne postoji potencijalni sukob interesa;
- sva ograničenja koja se tiču predmeta procjena, svrhe procjene ili samog rada ovlašćenog procjenivača, a koja mogu imati materijalan efekat na procjenu;
- napomenu da je naknada za ugovoreni posao fiksnog karaktera i da je naknada nezavisna od rezultata procjene i tom prilikom nije potrebno navesti i sam iznos naknade;
- izjavu ovlašćenog procjenivača o postupanju u skladu sa Međunarodnim standardima za procjenu vrijednosti i Pravilnikom o metodologiji za procjenu vrijednosti imovine.

## **2. Kvalifikacije procjenitelja**

Potpisnik ugovora o angažovanju između naručioca procjene i ovlašćenog procjenivača, može biti pravno ili fizičko lice.

U oba slučaja procjenu vrši fizičko lice koje je ovlašćeni procjenivač i koji je dužan da navede sljedeće u okviru izvještaja o procjeni:

- ime lica koje je angažovano kao ovlašćeni procjenivač, kvalifikacija i koju licencu posjeduje;
- biografiju (CV) ovlašćenog procjenjivača;
- osiguranje od odgovornosti za štetu koju bi svojim radom mogao da prouzrokuje licu za čije potrebe vrši procjenu u skladu sa zakonom kojim se uređuje računovodstvo u skladu sa Zakonom o računovodstvu.

## **3. Osnov i svrha procjene**

Svaka procjena imovine i/ili kapitala mora da ima svoju svrhu koja mora biti jasno i nedvosmisleno navedena. Metodologija procjene se određuje na osnovu svrhe procjene i ovlašćeni procjenjivač je dužan da se pridržava tako određene metodologije.

Procjena vrijednosti se može vršiti u različite svrhe i to:

- za potrebe finansijskog izvještavanja u skladu sa Međunarodnim računovodstvenim standardima, odnosno Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja; za potrebe analize, razmatranja ili sprovođenja transakcije, tj. kupoprodaje imovine, obaveza ili kapitala, spajanja i pripajanja ili restrukturiranja, za interne potrebe rukovodstva privrednog društva radi donošenja odluka od strateškog značaja;
- za potrebe sudskog, investicionog ili komercijalnog spora;
- za svrhu pribavljanja dodatnih izvora finansiranja i obezbjeđenja hipoteke ili zaloge;
- za potrebe procjene vrijednosti imovine pri stečajnom postupku, u skladu sa Zakonom o stečaju;
- druge svrhe koje su u skladu sa zakonskim aktima i međunarodnim standardima za procjenu vrijednosti.

U slučaju da su u zakonskim aktima i međunarodnim standardima procjene vrijednosti predviđene određene specifične pretpostavke (npr. kada se vrši procjena nekretnina zbog eksproprijacije) koje ovlašćeni procjenjivač mora da uzme u obzir, takve pretpostavke moraju biti navedene u uslovima angažovanja ovlašćenog procjenjivača i detaljno obrazložene u izvještaju o procjeni vrijednosti.

## **4. Datum procjene**

Svaki izvještaj o procjeni imovine i/ili kapitala se priprema na određeni datum procjene. Dobijena vrijednost važi isključivo na taj datum, ukoliko nije drugačije navedeno u izvještaju o procjeni.

Bez obzira na datum izrade izvještaja o procjeni, događaji koji su nastali posle datuma procjene ovlašćeni procjenjivač ne uzima u obzir i takvi događaji ne mogu biti od uticaja na procijenjenu vrijednost predmeta procjene.

Dodatno, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač u svom izvještaju o procjeni, pored datuma procjene jasno naznači datum kada je pripremljen izvještaj o procjeni, uz naznaku da događaji posle datuma izrade izvještaja nisu uzeti u obzir i da mogu uticati bitno na procjenu vrijednosti.

Potrebno je da se datum procjene usklađuje sa:

- instrukcijama za angažovanje;
- svrhom procjene;
- zakonskim aktima i međunarodnim standardima koji su predstavljali osnov za procjenu vrijednosti.

## II. DEFINICIJA I PRETPOSTAVKA VRIJEDNOSTI

### 1. Definicija vrijednosti

Svrha procjene određuje definiciju vrijednosti na kojoj ovlašćeni procjenjivač bazira svoju procjenu kao i na osnovu koje metodologije.

Neophodno je da definicija vrijednosti bude u skladu sa svrhom procjene i da bude prikazana u izvještaju o procjeni, sa navođenjem izvora tako prikazane definicije vrijednosti, kao i da bude primijenjena u postupku procjene u skladu sa smjernicama koje su navedene u dokumentu koji je predstavljao izvor za definiciju vrijednosti.

U nastavku ove sekcije dat je prikaz opšteprihvaćenih definicija vrijednosti u skladu sa Međunarodnim standardima za procjenu Vrijednosti, Evropskim standardima za procjenu vrijednosti, Međunarodnim računovodstvenim standardima i Međunarodnim standardima finansijskog izvještavanja.

### 2. Fer vrijednost

Fer vrijednost je cijena koja bi bila dobijena za prodaju imovine, ili plaćena za prenos obaveze u redovnoj transakciji između učesnika na tržištu na datum procjene.

#### 3. Fer tržišna vrijednost

**Fer tržišna vrijednost je cijena koju bi voljni kupac platio voljnom prodavcu u transakciji na otvorenom tržištu, kada nijedan učesnik nije pod prinudom da učestvuje u transakciji i kada oba učesnika poznaju sve relevantne činjenice.**

Razlika između fer vrijednosti i fer tržišne vrijednosti je u tome da fer tržišna vrijednost predstavlja vrijednost između hipotetičkog kupca i prodavca, dok fer vrijednost predstavlja vrijednost koja pripada identifikovanom kupcu i prodavcu uzimajući u obzir sve prednosti i nedostatke za svaku stranu u transakciji.

Shodno tome, u postupku procjene fer tržišne vrijednosti ovlašćeni procjenjivač primjenjuje diskonte kao što su diskont za neutrživost ili diskont za manjak kontrole, dok se u slučaju fer vrijednosti ne primjenjuju diskonti jer su kupac/prodavač već identifikovani i sredstvo/obavezu razmjenjuju u postojećem stanju sa svim prednostima i nedostacima.

### 4. Tržišna vrijednost

Tržišna vrijednost je ocijenjeni novčani iznos za koji imovina ili obaveza može biti razmijenjena na određeni datum, u transakciji između zainteresovanog kupca i zainteresovanog prodavca, pod objektivnim uslovima, posle odgovarajućeg marketinga, pri čemu obje strane posjeduju odgovarajuća znanja i informacije i djeluju bez prinude.

### 5. Tržišna renta

Tržišna renta je procijenjena vrijednost za koju će se nepokretnost izdati u zakup na dan procjene između voljnog zakupodavca i voljnog zakupca, po odgovarajućim uslovima zakupa (stvarnog ili pretpostavljenog), u transakciji pod objektivnim uslovima, posle odgovarajućeg marketinga, pri čemu obje strane posjeduju odgovarajuća znanja i informacije i djeluju bez prinude.

### 6. Hipotekama vrijednost

Hipotekama vrijednost imovine koja je zasnovana na razumnoj procjeni buduće utrživosti imovine, dugoročnog očekivanog trenda na tržištu, kao i trenutnoj i alternativnoj upotrebi imovine.

### 7. Investiciona vrijednost

Investiciona vrijednost je vrijednost imovine za specifičnog kupca ili potencijalnog kupca koji vrši investiciju sa specifičnim ciljem.

## **8. Sinergetska vrijednost**

Sinergetska vrijednost rezultat kombinacije dva ili više sredstava ili interesa, kod kojih kombinovana vrijednost iznosi više od zbira vrijednosti svakog pojedinačnog sredstva ili interesa.

Sinergetska vrijednost se najčešće koristi u slučajevima kad kupac nekretnine vrši, na primjer, i kupovinu susjedne nekretnine, usljed čega nastaje mogućnost da kao vlasnik obje nekretnine ostvari pozitivan sinergetski efekat.

Prema Evropskim standardima procjene, u uslovima angažovanja i izvještaju o procjeni je potrebno jasno navesti ukoliko se procjenjuje sinergetska vrijednost. Dodatno, potrebno je navesti i koja je to tržišna vrijednost, ukoliko postoji razlika između tržišne vrijednosti i sinergetske vrijednosti.

## **9. Latentna vrijednost**

Latentna vrijednost je iznos viška koji je, na datum procjene, tržište spremno da plati u očekivanju više upotrebne vrijednosti ili razvojne prilike koja može biti ostvarena, u odnosu na ono što je trenutno dozvoljeno uzimajući u obzir regulaciju razvoja, postojeća infrastrukturna ograničenja i ostala ograničenja koja su na snazi.

## **10. Likvidaciona vrijednost**

Likvidaciona vrijednost je vrijednost koja se može dobiti od prodaje poslovnih sredstava/poslovnog subjekta pod pretpostavkom hipotetičke redovne ili prinudne likvidacije.

## **11. Pretpostavka vrijednosti**

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da precizira da li je svoju procjenu bazirao na jednoj od sljedećih pretpostavki vrijednosti:

- pretpostavci, odnosno načelu kontinuiranog poslovanja;
- pretpostavci redovne likvidacije;
- pretpostavci prinudne prodaje;
- pretpostavci najbolje upotrebe i namjene.

## **12. Načelo kontinuiranog poslovanja**

Načelo kontinuiranog poslovanja se koristi kod procjene kapitala poslovnih subjekata i pretpostavlja da je društvo poslovni subjekt sa neograničenim rokom poslovanja i pretpostavlja da će rukovodstvo primjenjivati samo one finansijske i poslovne odluke koje će uvećavati vrijednost za vlasnike društva, kao i da ne postoji neizvjesnost u vezi budućih događaja (kao što je kontinuirano poslovanje sa gubitkom i finansijskim poteškoćama) koje mogu dovesti u pitanje funkcionisanje društva kao entiteta sa neograničenim rokom poštovanja.

## **13. Redovna likvidacija**

Likvidacija se koristi kao pretpostavka vrijednosti u situacijama redovne likvidacione prodaje, pod uslovom da postoji razuman vremenski period da se nađe kupac (ili kupci) i da je prodavač primoran da proda sredstvo u postojećem stanju i pa postojećoj lokaciji.

U tom slučaju ovlašćeni procjenjivač treba da prilikom procjene primijeni odgovarajući diskont, kao i da obračuna troškove koji nastaju u postupku redovne likvidacije.

## **14. Prinudna likvidacija**

Prinudna (ubrzana) prodaja se koristi kao pretpostavka vrijednosti u situacijama kada je prodavač primoran da izvrši hitnu prodaju (prinudnu likvidaciju).

U tom slučaju ovlašćeni procjenjivač treba da prilikom procjene primijeni odgovarajući diskont, kao i da obračuna troškove koji nastaju u postupku prinudne (ubrzane) likvidacije.

## **15. Najbolja upotreba i namjena**

Najbolja upotreba i namjena se koristi kao pretpostavka vrijednosti u najvećem broju slučajeva pri procjeni vrijednosti materijalnih sredstava i predstavlja pretpostavljenu vrijednost sredstva kada se ono koristi na način koji je fizički moguć, pravno dopušten, finansijski izvodljiv i koji omogućava maksimalnu profitabilnost od njegove upotrebe.

### III. OPŠTEPRIHVAĆENI PRISTUPI PROCJENE VRIJEDNOSTI, PREDMET PROCJENE I IZVJEŠTAJ O PROCJENI

#### 1. Opis i analiza metodologije za procjenu

Postoje tri opšteprihvaćena pristupa procjene vrijednosti imovine (nematerijalnih i materijalnih sredstava) i kapitala koji su definisani u okviru Međunarodnih standarda za procjenu vrijednosti:

- tržišni pristup;
- prinosni pristup; i
- troškovni pristup.

Ovlašćeni procjenjivač primjenjuje određeni metod procjene u skladu sa svrhom procjene, predmetom procjene, definicijom vrijednosti, pretpostavkom vrijednosti i daje svoje stručno mišljenje i zaključak o procijenjenoj vrijednosti predmeta procjene na dan procjene. Zaključak o procijenjenoj vrijednosti može biti dat i kao interval vrijednosti. Davanje zaključka vrijednosti u vidu intervala vrijednosti je diskreciono pravo ovlašćenog procjenjivača, osim u slučajevima kada se zahtijeva jedinstvena vrijednost (npr. ako je navedeno u zakonu ili u uslovima angažovanja).

Tržišni pristup bazira se na direktnom upoređivanju prodajnih cijena i/ili ponuđenih cijena na tržištu za imovinu (nematerijalna i materijalna sredstva) sličnih karakteristika ili upoređivanjem tržišne vrijednosti poslovnog subjekta sa tržišnom vrijednošću uporedivih poslovnih subjekata.

Tržišni pristup se zasniva na principu supstitucije, koji pretpostavlja da informisan kupac neće platiti više za određeno sredstvo ili kapital poslovnog subjekta, nego što bi platio za sredstvo ili kapital poslovnog subjekta istih ili sličnih karakteristika.

U slučaju da se u izvještaju o procjeni analiziraju cijene koje su ponuđene na tržištu za imovinu koja je slična imovini koja je predmet procjene, neophodno je u analizi obračunati i dodatnu korekciju za razliku između ponuđenih i ostvarenih cijena na tržištu.

Prinosni pristup procjene se zasniva na principu anticipacije. U skladu sa ovim principom, tipični investitor/kupac na tržištu će investirati samo u onu imovinu/kapital od koje očekuje buduće prilive, odnosno buduće koristi. Troškovni pristup se zasniva na principu supstitucije, pri čemu se polazi od pretpostavke da racionalan kupac neće za konkretnu imovinu (nematerijalno ili materijalno sredstvo) platiti cijenu više nego što bi bilo potrebno da iznova nabavi imovinu koja bi imali istu upotrebnu vrijednost kao procjenjivana imovina. U kontekstu procjene kapitala, troškovni pristup polazi od pretpostavke da je vrijednost kapitala privrednog subjekta razlika između tržišne vrijednosti imovine i obaveza tog društva.

U primjeni troškovnog pristupa polazi se od procjene vrijednosti nove imovine na dan procjene, uvećano za sve zavisne troškove nabavke koji nastaju do stavljanja imovine u normalnu upotrebu tj. u funkciju. U sljedećem koraku, utvrđuje se realan otpis od dana nabavke imovine do dana procjene. Pri tome, procjenjuju se sljedeće vrste otpisa: fizički, funkcionalni i ekonomski otpis, ukoliko postoji.

U primjeni troškovnog pristupa za procjenu vrijednosti kapitala, ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu svake stavke imovine i obaveza poslovnog subjekta nakon čega se vrijednost kapitala utvrđuje kao razlika između procijenjene vrijednosti imovine i obaveza. Obaveze se mogu korigovati jedino uz saglasnost povjerilaca.

Ovlašćeni procjenjivač u svom izvještaju o procjeni jasno navodi:

- pristup i metod procjene vrijednosti, uz obrazloženje zašto se odlučio za navedeni pristup i metod procjene; pristup i metod procjene moraju biti u skladu sa svrhom procjene, definicijom vrijednosti i pretpostavkom vrijednosti;
- ovlašćeni procjenjivač treba da razmotri primjenu više od jednog pristupa i metoda procjene kako bi se provjerila razumnost dobijene procijenjene vrijednosti;
- ovlašćeni procjenjivač je dužan da jasno i nedvosmisleno obrazloži zbog čega je izabrao pristup i metod procjene koji je koristio kao i da navede zbog čega nije primijenio druge pristupe i metode; u slučaju da se procjenjivač odluči da zaključi vrijednost na osnovu ponderisanja rezultata dobijenih korišćenjem različitih pristupa, neophodno je da procjenjivač detaljno obrazloži svoju odluku, kao i da odabere pondere na osnovu pouzdanosti svakog od primijenjenih pristupa za procjenu vrijednosti predmeta procjene, u skladu sa preporukom koja je data u Evropskim standardima procjene.

## 2. Predmet procjene

Predmet procjene uobičajeno uključuje sve oblike nematerijalne i materijalne imovine, kao i kapital (akcije, ulogi i drugi oblici). Ovlašćeni procjenjivač je dužan da u svom izvještaju o procjeni predstavi:

- jasan i detaljan opis predmeta procjene;
- vlasništvo nad predmetom procjene. U slučaju kada je predmet procjene kapital, potrebno je navesti strukturu vlasništva nad kapitalom, procenat vlasništva koji je predmet procjene (ukupan kapital tj. 100% ili dio kapitala u procentu koji je naveden u izvještaju o procjeni) i broj akcija ili udjela koji je predmet procjene; u slučaju procjene vrijednosti materijalnih i nematerijalnih sredstava, podatke o ograničenjima nad vlasništvom predmeta procjene, posebnim pravima korišćenja i podatke o hipotekama ili zalagama nad predmetom procjene. Ukoliko takvi podaci nisu dostupni ovlašćenom procjenjivaču, ovlašćeni procjenjivač je dužan da naglasi da nije upoznat sa navedenim podacima, te da je procjena izvršena imajući u vidu navedeno ograničenje;
- u slučaju procjene vrijednosti materijalnih i nematerijalnih sredstava za svrhu finansijskog izvještavanja, potrebno je navesti način na koji je predmet procjene klasifikovan u finansijskim izvještajima vlasnika predmeta procjene, kao i relevantan međunarodni računovodstveni standard. U okviru sljedeće tabele, dat je pregled relevantnih međunarodnih računovodstvenih standarda prema predmetu procjene, kod procjene nematerijalnih i materijalnih sredstava;

Tabela 1: Pregled relevantnih međunarodnih računovodstvenih standarda prema predmetu procjene, kod procjene nematerijalnih i materijalnih sredstava

Predmet procjene	Relevantan Međunarodni računovodstveni standard
Zemljište	Međunarodni računovodstveni standard 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema
Građevinski objekti	Međunarodni računovodstveni standard 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema
Investiciona nekretnina	Međunarodni računovodstveni standard 40 - Investicione nekretnine Međunarodni računovodstveni standard 40 - Investicione nekretnine
Razvojni projekti	Međunarodni računovodstveni standard 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema
Postrojenja i oprema	Međunarodni računovodstveni standard 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema
Biološka sredstva	Međunarodni računovodstveni standard 41 - Poljoprivreda

Napomena: Prilikom vršenja procjene, u zavisnosti od predmeta i svrhe procjene, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač uzme u obzir i sledeće Međunarodne standarde finansijskog izvještavanja:

- Međunarodni standard finansijskog izvještavanja 13 - Odmjeravanje fer vrijednosti, koji je obavezan za svaku procjenu koja ima za svrhu finansijsko izvještavanje, kao i druge Međunarodne standarde finansijskog izvještavanja u skladu sa svrhom procjene i predmetom procjene;
- Međunarodni standard finansijskog izvještavanja 3 - Poslovne kombinacije, u slučaju kada je svrha procjene povezana sa alokacijom kupoprodajne cijene;
- Međunarodni standard finansijskog izvještavanja 5 - Stalna imovina koja se drži za prodaju i prestanak poslovanja;
- Međunarodni standard finansijskog izvještavanja 6 - Istraživanje i procjenjivanje mineralnih resursa.

### 3. Analiza tržišta

Izveštaj o procjeni mora da sadrži i analizu tržišta koje je u vezi sa predmetom procjene, uključujući, ali ne ograničavajući se na:

- ako je predmet procjene nematerijalna imovina, analiza tržišta treba da uključuje: analizu tržišta nematerijalnih sredstava sličnih karakteristika i uslova pod kojima se ona mogu pribaviti (prvenstveno se odnosi na analizu naknada za korišćenje žiga, imena, franšize, prava na upravljanje ili emitovanje).
- ako je predmet procjene materijalna imovina, analiza tržišta treba da uključuje analizu tržišnih cijena po m<sup>2</sup>, tržišnih renti, prinosa na imovinu i stepena zauzetosti za nekretnine sličnih karakteristika i lokacije, odnosno analizu tržišta novih i polovnih sredstava sličnih karakteristika za postrojenja i opremu;
- pregled regulatornih propisa koji imaju uticaj na procjenu vrijednosti predmeta procjene;

Ako je predmet procjene kapital poslovnog subjekta, analiza tržišta treba da uključuje prvenstveno položaj koji poslovni subjekt ima na tržištu u odnosu na konkurenciju, kao i identifikaciju uporedivih kompanija čiji se pokazatelji poslovanja upoređuju sa pokazateljima poslovanja poslovnog subjekta koji je predmet procjene.

Dodatno, analiza tržišta treba da obuhvati makroekonomsku analizu okruženja u kome poslovni subjekat posluje, koja uključuje i prognoze i projekcije makroekonomskih pokazatelja.

### 4. Pretpostavke procjenitelja na kojima je zasnovana procjena vrijednosti u izvještaju o procjeni

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da u okviru svog izvještaja o procjeni jasno i nedvosmisleno prikaže sve svoje pretpostavke na kojima je bazirao procjenu vrijednosti i koje utiču na procijenjenu vrijednost uključujući, ali ne ograničavajući se na sljedeće pretpostavke:

- da nad predmetom procjene nije registrovan teret (hipoteka ili zaloga) ili, u suprotnom, navesti hipoteku ili zalogu koja je registrovana nad predmetom procjene;
- da nema sudskih sporova koji imaju uticaj na procijenjenu vrijednost ili, u suprotnom, navesti sudske sporove čije rješenje može uticati na procijenjenu vrijednost i u kom iznosu (ukoliko ovlašćeni procjenjivač ima raspoloživu informaciju);
- da je vlasništvo nad predmetom procjene jasno definisano;
- da je imovinsko-pravna dokumentacija uredna;
- da predmet procjene nije pod zakupom ili, u suprotnom, informacije o zakupu predmeta procjene;
- pretpostavke na osnovu kojih je sačinjen poslovni plan društva, ukoliko je poslovni plan imao uticaj na procijenjenu vrijednost; ostale pretpostavke čija realizacija može imati uticaj na procijenjenu vrijednost.

### 5. Moguća ograničenja izvještaja o procjeni

Pored standardnih uslova angažovanja, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač u svom izvještaju o procjeni navede moguća ograničenja i ostale napomene, koje se odnose na upotrebu izvještaja o procjeni. Potrebno je da u zavisnosti od instrukcija i uslova angažovanja, ovlašćeni procjenjivač razmotri sljedeća ograničenja na izvještaj o procjeni:

- da izvještaj o procjeni nije namijenjen i ne treba ga koristiti u bilo koju drugu svrhu ili na drugi dan procjene izuzev onog koji je naveden u izvještaju o procjeni;
- da dobijene vrijednosti u procjeni važe isključivo na dan procjene;
- da je procjena izvršena na osnovu uslova i pretpostavki koje su definisane i bile poznate ovlašćenom procjenjivaču u vrijeme izrade izvještaja o procjeni;
- da zaključci i analize predstavljene u izvještaju o procjeni ne odražavaju događaje i okolnosti koje mogu nastati nakon dana izdavanja izvještaja o procjeni;
- da su analize, savjeti, preporuke, mišljenja ili zaključci sadržani u izvještaju o procjeni namijenjeni za isključivu upotrebu naručioca i ostalih korisnika izvještaja o procjeni koji su navedeni u instrukcijama i uslovima za angažovanje i ne mogu se koristiti u bilo koju drugu svrhu od strane naručioca ili drugog lica.
- ostale napomene koje su zasnovane na instrukcijama i ostalim uslovima angažovanja..

Navedena ograničenja izvještaja o procjeni moraju biti usklađena sa instrukcijama i uslovima za angažovanje.

## **6. Zaključak (mišljenje) o vrijednosti predmeta procjene na dan procjene**

Potrebno je da zaključak (mišljenje) o vrijednosti predmeta procjene na dan procjene, sadrži:

- procijenjenu vrijednost, u vidu iznosa ili intervala iznosa u kom je obračunata procijenjena vrijednost;
- datum procjene na koji se daje mišljenje, odnosno zaključak o procijenjenoj vrijednosti;
- valutu procjene;
- primijenjeni pristup i metod procjene vrijednosti uz obrazloženje zašto se ovlašćeni procjenjivač odlučio za navedeni pristup i metod procjene vrijednosti. U slučaju da se ovlašćeni procjenjivač odluči da zaključi vrijednost na osnovu ponderisanja rezultata dobijenih korišćenjem različitih pristupa i/ili metoda, neophodno je da ovlašćeni procjenjivač detaljno obrazloži svoju odluku. U slučaju da je u izvještaju o procjeni prikazano više metoda, ali je samo jedan metod predstavljao osnov za procjenu vrijednosti, potrebno je navesti zašto vrijednost nije zasnovana na ostalim metodama koje su prikazane.

## **7. Opis sprovedenih analitičkih postupaka u postupku procjene sa prikazanim pretpostavkama, podacima i izvorima na kojima je procjena zasnovana**

Ovlašćeni procjenjivač u izvještaju o procjeni mora da jasno i pregledan prikaz analitičkih postupaka koje je sproveo u postupku procjene, uključujući izvorne podatke, pretpostavke i ograničenja, na bazi kojih je izvršio detaljan obračun i donio zaključak o procijenjenoj vrijednosti imovine i/ili kapitala na dan procjene.

Izvori podataka za procjenu vrijednosti moraju biti jasno naznačeni u izvještaju o procjeni vrijednosti i na osnovu kojih se može izvršiti verifikacija analize, argumenata i pretpostavki koje su korišćene u postupku procjene vrijednosti.

Prilikom navođenja izvora podataka, ovlašćeni procjenjivač treba da naznači podatke koji su preuzeti iz navedenih izvora, naziv dokumenta ili veb stranice odakle su preuzeti podaci i datum kada su podaci preuzeti.

## **8. Izjava procjenitelja o nezavisnosti**

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da u prilogu svog izvještaja o procjeni dostavi svoju potpisanu izjavu kojom potvrđuje sljedeće:

- da su analize, mišljenja i zaključci u izvještaju o procjeni ograničeni samo pretpostavkama i ograničavajućim uslovima koji su u njemu navedeni i predstavljaju lične, nepristrasne i objektivne stručne analize, mišljenja i zaključke ovlašćenog procjenjivača;
- da ovlašćeni procjenjivač nema postojeći ili potencijalni udio u vlasništvu nad predmetom procjene i nema nikakav lični interes u odnosu na zainteresovana lica te da ne postoji sukob interesa sa naručiocem procjene;
- da angažovanje ovlašćenog procjenjivača na zadatku navedenom u izvještaju o procjeni, kao i naknada koju ovlašćeni procjenjivač prima za obavljanje zadatka navedenog u izvještaju o procjeni, nije uslovljena prikazivanjem unaprijed dogovorenih rezultata;
- da je procjena izvršena u skladu sa relevantnim regulatornim okvirom Crne Gore i opšteprihvaćenim međunarodnim standardima procjene (Međunarodni standardi za procjenu vrijednosti i Evropski standardi za procjenu vrijednosti). Ukoliko se procjena vrši za svrhe finansijskog izvještavanja potrebno je navesti relevantan Međunarodni računovodstveni standard i Međunarodni standard finansijskog izvještavanja;
- da je ovlašćeni procjenjivač ovlašćen i kvalifikovan u skladu sa licencom koju dostavlja u prilogu izvještaja o procjeni.

## **9. Izjava naručioca posla o vjerodostojnosti i sveobuhvatnosti prezentiranih podataka**

Ovlašćeni procjenjivač u prilogu svog izvještaja o procjeni dostavlja i izjavu o vjerodostojnosti i sveobuhvatnosti podataka, koja treba da bude potpisana od strane naručioca procjene i kojom naručilac procjene potvrđuje sljedeće:

- da je ovlašćeni procjenjivač angažovan da izvrši procjenu vrijednosti predmeta procjene;
- predmet procjene;
- instrukcije za angažovanje;
- datum procjene;
- da su ovlašćenom procjenjivaču za potrebe izrade izvještaja o procjeni dostavljeni svi značajni i relevantni podaci kojih je naručilac bio svjestan;



- da je naručilac svjestan da se ovlašćeni procjenjivač prilikom izrade izvještaja o procjeni oslonio na podatke koji su dostavljeni od strane naručioca, te da ovlašćeni procjenjivač nije preduzeo nikakve procedure u smislu verifikacije tačnosti informacija;
- da izvještaj o procjeni ne može biti distribuiran trećim licima koji nisu precizno navedeni u instrukcijama za angažovanje, bez pisane saglasnosti ovlašćenog procjenjivača, kao i da se nalazi u izvještaju o procjeni mogu posmatrati isključivo u vezi sa svrhom procjene koja je definisana u instrukcijama i uslovima za angažovanje ovlašćenog procjenjivača, koji su navedeni u izvještaju o procjeni;
- naručilac potvrđuje da ne postoji sukob interesa između naručioca, ovlašćenog procjenjivača, vlasnika predmeta procjene i bilo koje treće strane, koji bi predstavljao razlog za osporavanje rezultata procjene.

#### IV. PREGLED PROPISANE METODOLOGIJE PREMA PREDMETU PROCJENE

##### 1. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti nematerijalnih sredstava

Nematerijalno sredstvo je sredstvo koje nema fizičke karakteristike, ali obezbjeđuje prava i/ili ekonomsku korist njegovom vlasniku. U okviru sljedeće tabele, dat je pregled nematerijalnih sredstava prema kategorijama kojima pripadaju.

Tabela 2: Pregled kategorija nematerijalnih sredstava

Kategorija nematerijalnog sredstva	Nematerijalno sredstvo
	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Brend</li> <li>- Robne marke</li> </ul>
Nematerijalna sredstva vezana za marketing	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zaštitni znak</li> <li>- Internet domeni</li> <li>- Ugovor o isključivanju konkurencije</li> <li>- Liste kupaca</li> </ul>
Nematerijalna sredstva vezana za korisnike	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Porudžbine za proizvodnju</li> <li>- Ugovori sa kupcima ili povezani odnosi sa kupcima</li> <li>- Licence ili naknade za korišćenje imena</li> </ul>
Nematerijalna sredstva zasnovana na ugovorima	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ugovori za reklamiranje, izgradnju, upravljanje, usluge</li> <li>- Ugovori o nabavci, distribuciji, snabdijevanju, zakupu</li> <li>- Ugovori o franšizi</li> <li>- Dozvole za gradnju, prava na upravljanje, emitovanje, korišćenje</li> <li>- Ugovori sa zaposlenima</li> <li>- Eksploataciona prava</li> <li>- Koncesiona prava</li> <li>- Patenti</li> <li>- Kompjuterski softver, otkupljen</li> <li>- Interno razvijeni softver</li> <li>- Procesi</li> </ul>
Tehnološka nematerijalna sredstva	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Istraživanje i razvoj u toku</li> <li>- Razvijena/ključna tehnologija</li> <li>- "Know-how"</li> <li>- Nepatentirana tehnologija</li> <li>- Baze podataka</li> <li>- Poslovne tajne</li> </ul>
Nematerijalna sredstva vezana za umjetnost	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Autorska prava</li> </ul>

## 2. Propisana metodologija za procjenu nematerijalnih sredstava

Prije donošenja odluke koja metoda procjene je primjenljiva za konkretno nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene, ovlašćeni procjenjivač razmotra sljedeće:

- definiciju nematerijalnog sredstva u skladu sa zakonom i međunarodnim standardima, kao i da li predmetno sredstvo zadovoljava kriterijume za identifikaciju i prepoznatljivost nematerijalnog sredstva (odvojivost ili nastanak po osnovu ugovornih ili drugih zakonskih prava, mogućnost kontrole, odnosno da se ostvari korist od predmetnog sredstva);
- ukoliko se procjena radi za svrhe finansijskog izvještavanja, neophodno je da bude u skladu sa Međunarodnim računovodstvenim standardom 38 - Nematerijalna sredstva.
- kojoj kategoriji pripada nematerijalno sredstvo, što je detaljno prikazano u dijelu 1 Tabela 2 ovog poglavlja, kao i metodologiju koja je propisana za kategoriju kojoj nematerijalno sredstvo pripada:
  - 1) kategoriji nematerijalnih sredstava vezanih za marketing;
  - 2) kategoriji nematerijalnih sredstava vezanih za korisnike;
  - 3) kategoriji nematerijalnih sredstava koja je zasnovana na ugovorima;
  - 4) kategoriji tehnoloških nematerijalnih sredstava, ili
  - 5) kategoriji nematerijalnih sredstava vezanih za umjetnost.
- period korisnog vijeka nematerijalnog sredstva i da li predmetno nematerijalno sredstvo ima ograničeni ili neograničeni vijek trajanja;
- sva prava, privilegije ili uslove koji su u vezi sa nematerijalnim sredstvom koje je predmet procjene;
- da li postoje raspoloživi podaci o trgovanju sa istim ili sličnim nematerijalnim sredstvima;
- buduće ekonomske koristi (prihodi ili uštede troškova), koje vlasnik može ostvariti od konkretnog nematerijalnog sredstva i rizik tj. vjerovatnoću realizacije takve buduće ekonomske koristi po osnovu kontrole, odnosno vlasništva nad tim nematerijalnim sredstvom;
- informacije o troškovima sticanja ili kreiranja nematerijalnog sredstva;
- faktor poreske uštede koji predstavlja hipotetičku poresku uštedu koja se može ostvariti od nematerijalnog sredstva u slučaju da se stečena nematerijalna imovina amortizuje na isti način kao i materijalna imovina (npr. kroz amortizaciju nematerijalnog sredstva kroz njegov životni vijek, vlasnik ostvaruje korist u obliku umanjenja rashoda za porez zato što amortizacija umanjuje nivo oporezivog dobitka). Potrebno je takođe da ovlašćeni procjenjivač ima u vidu da nematerijalna sredstva koja imaju neograničen korisni vijek ne ostvaruju pravo na poresku uštedu. Efekat poreske uštede (TAB faktor) se obračunava kroz faktor čija formula je data u nastavku:

$$TAB_{faktor} = \frac{P \cdot 1}{\left[ 1 - \frac{t}{n} * \left( \frac{1}{k} - \frac{1}{(k * (1+k)^n)} \right) \right]}$$

Gdje je:

- t - statutarna stopa poreza na dobit;
- n - poreski period u kom se nematerijalno sredstvo amortizuje;
- k - diskontna stopa.

Dobijeni faktor poreske uštede se množi sa procijenjenom vrijednošću nematerijalnog sredstva, čime se uvećava njegova konačna procijenjena vrijednost uslijed poreske uštede koje ono ostvaruje.

## 3. Procjena nematerijalnih sredstava putem tržišnog pristupa

Procjena nematerijalnih sredstava putem tržišnog pristupa se vrši na osnovu informacija o transakcijama na tržištu istih ili sličnih uporedivih nematerijalnih sredstava.

Tržišni pristup je teško primjenljiv u praksi imajući u vidu da se nematerijalna sredstva rijetko prodaju odvojeno od biznisa, a podaci o transakcijama su dostupni samo u rijetkim jedinstvenim okolnostima.

Tržišni pristup se najčešće može primijeniti u slučajevima kada su predmet procjene nematerijalna sredstva koja mogu samostalno da budu predmet kupoprodajnih transakcija i za koje postoji tržište sa koga se može pribaviti uporediva cijena nematerijalnog sredstva sličnih karakteristika.

U zavisnosti od instrukcija i uslova angažovanja ovlaštenog procjenjivača, svrhe procjene, predmeta procjene, definicije vrijednosti i pretpostavke vrijednosti, ovlašćeni procjenjivač može primijeniti i druge metode za procjenu vrijednosti navedenih nematerijalnih sredstava.

U postupku procjene, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač obračuna i dodatne korekcije uzimajući u obzir razliku između karakteristika predmetnog nematerijalnog sredstva i karakteristika uporedivih nematerijalnih sredstava koja su predstavljala osnov za procjenu vrijednosti primjenom tržišnog pristupa.

Navedene korekcije mogu reflektovati razliku u pravima i/ili funkcionalnosti između predmetnog nematerijalnog sredstva i uporedivih nematerijalnih sredstava, kao i razliku između ponuđene i ostvarene kupoprodajne cijene.

Nematerijalna sredstva čija procijenjena vrijednost može da bude utvrđena primjenom tržišnog pristupa najčešće se odnose na:

1. nematerijalna sredstva vezana za marketing:
  - brendovi, žigovi, robne marke i sl.;
2. nematerijalna sredstva zasnovana na ugovorima:
  - licence ili naknade za korišćenje imena;
  - nazivi internet domena;
  - dozvole za obavljanje djelatnosti, koncesiona prava;
3. tehnološka nematerijalna sredstva:
  - patenti;
  - kompjuterski softver;
  - baze podataka.
4. nematerijalna sredstva vezana za umjetnost:
  - autorska prava.

#### **4. Procjena nematerijalnog sredstava putem Prinosnog pristupa**

Procjena nematerijalnih sredstava putem prinosnog pristupa se vrši na osnovu analize potencijalnih prihoda, rashoda, profitabilnosti i ulaganja koja su potrebna kako bi predmetno nematerijalno sredstvo bilo u upotrebi, a njegov vlasnik mogao da ostvaruje korist od njegove upotrebe.

Prinosni pristup je primjenljiv u većini slučajeva, a ovlašćeni procjenjivač vrši projekciju budućih koristi koje vlasnik predmetnog nematerijalnog sredstva može da očekuje od njegove upotrebe.

U okviru prinosnog pristupa, procjena vrijednosti nematerijalnih sredstava se može vršiti primjenom jedne ili više, od sljedeće metode:

- metod oslobođenja od plaćanja naknade za korišćenje sredstava;
- metod uvećane zarade;
- metod "sa" i "bez"; i
- "greenfield" metod.

#### **5. Metod oslobođenja od plaćanja naknade za korišćenje sredstava**

Metod oslobođenja od plaćanja naknade za korišćenje sredstava se bazira na obračunu hipotetičke naknade koju bi korisnik nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene morao da plaća trećem licu (vlasniku tog sredstva) za korišćenje predmetnog nematerijalnog sredstva i koja zapravo predstavlja uštedu koju ostvaruje vlasnik jer je predmetno sredstvo u njegovom vlasništvu.

Nematerijalna sredstva čija procijenjena vrijednost može da bude bazirana na primjeni metoda oslobođenja od plaćanja naknade za korišćenje nematerijalnog sredstva najčešće se odnose na brend, trgovačka imena, zaštitne znakove, tehnologiju, "know-how".

U postupku procjene primjenom metoda oslobođenja od plaćanja naknade za korišćenje sredstava, ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši i obračuna sljedeće ključne parametre:

- projekciju novčanih tokova koji se generišu po osnovu nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene;
- korisni vijek nematerijalnog sredstva;
- stopu naknade koja je adekvatna za predmetno nematerijalno sredstvo;
- diskontnu stopu.

Analiza novčanih tokova obuhvata analizu budućih prihoda i rashoda koji se očekuju od nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene.

Prilikom analize, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač razmotri novčane tokove koje generiše nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene.:

Analiza korisnog vijeka obuhvata analizu perioda tokom kojeg se očekuje realizacija prihoda i rashoda od nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene.

Ovlašćeni procjenjivač određuje stopu naknade koju bi korisnik nematerijalnog sredstva plaćao vlasniku za pravo korišćenja nematerijalnog sredstva, na osnovu analize uzorka uporedivih sredstava sa sličnim karakteristikama i na osnovu informacija sa tržišta o naknadi za korišćenje nematerijalnog sredstva iz tog uzorka.

Analiza diskontne stope obuhvata analizu stope prinosa prema kojoj se novčani tokovi koji su povezani sa predmetnom procjenom diskontuju na dan procjene. Prilikom analize diskontne stope, neophodno je uzeti u obzir relativni rizik od realizacije novčanih tokova nematerijalnog sredstva, na osnovu podataka sa tržišta koji se odnose na diskontne stope za ista ili slična nematerijalna sredstva. Imajući u vidu rizik nematerijalnih sredstava koji je uobičajeno viši u odnosu na materijalna sredstva, prilikom obračuna diskontne stope za procjenu vrijednosti nematerijalnih sredstava, diskontna stopa se uvećava za dodatni rizik specifičan za nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene. Dodatni rizik se obračunava na osnovu subjektivne procjene ovlašćenog procjenjivača tj. njegovog iskustva tako što se na već obračunatu diskontnu stopu dodaju procentni poeni za rizik specifičan za to nematerijalno sredstvo (uobičajeno od 1% do 5% u zavisnosti od ocijene rizika konkretnog sredstva).

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši analizu faktora poreske uštede. Detaljno pojašnjenje za analizu faktora poreske uštede je dato u dijelu 2 ovog poglavlja.

U postupku procjene primjenom metode oslobođenja plaćanja od naknade za korišćenje sredstva, ovlašćeni procjenjivač treba da projektuje prihode koji su povezani sa nematerijalnim sredstvom koje je predmet procjene (ili profit na osnovu kog se obračunava naknada za korišćenje sredstva). Na ove projektovane prihode se primjenjuje stopa za korišćenje predmetnog nematerijalnog sredstva. Iznos dobijen množenjem projektovanog prihoda sa stopom za korišćenje nematerijalnog sredstva predstavlja novčanu naknadu za korišćenje nematerijalnog sredstva. Na ovu vrijednost se primjenjuje poreska stopa kako bi se utvrdila vrijednost novčane naknade nakon poreza koja se zatim diskontuje adekvatnom diskontom stopom.

Ukupna vrijednost nematerijalnog sredstva primjenom ove metode se dobija sumiranjem diskontovanih novčanih tokova vezanih za naknadu, posle poreza.

$$\text{Procijenjena vrijednost sredstva} = \sum_{t=0}^n (NT_t * r_t * 1 - t * 1 / 1 + d_t) * PA$$

Gdje je:

dt - diskontna stopa u periodu t

t - vremenski period

n - ukupan broj vremenskih perioda

NTt - novčani tok u periodu t, najčešće prihod povezan sa nematerijalnim sredstvom

rt - stopa naknade za korišćenje nematerijalnog sredstva na osnovu informacija sa tržišta o naknadama za korišćenje nematerijalnih sredstava sličnih karakteristika, u periodu t

t - statutarna stopa poreza na dobit

PA - faktor poreske uštede

## 6. Metod uvećane zarade

Metod uvećane zarade se bazira na obračunu sadašnje vrijednosti dobiti koju ostvaruje vlasnik od predmetnog nematerijalnog sredstva, nakon što se od ukupne poslovne dobiti u čijem generisanju je učestvovalo i nematerijalno sredstvo, oduzme dio poslovne dobiti čijem generisanju su doprinijela ostala sredstva koja nisu predmet procjene, kao i troškovi angažovane radne snage. Ostala sredstva mogu biti druga nematerijalna sredstva, osnovna sredstva, obrtni kapital. Kako bi se utvrdio povrat "na" i/ili povrat ostalih sredstava, odnosno angažovane radne snage najprije se utvrđuju troškovi angažovanja sredstava i radne snage koji se oduzimaju od projektovane dobiti.

Metod uvećane zarade je primjenljiv u slučajevima kada nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene predstavlja primarno sredstvo društva tj. sredstvo koje je od ključne važnosti za poslovnu aktivnost poslovnog subjekta. Nematerijalna sredstva koja se mogu procijeniti primjenom metoda uvećane zarade su najčešće odnos sa kupcima, odnos sa prodavcima, tehnologija, brend, ugovori o porudžbinama, licence, koncesiona prava.

U postupku procjene primjenom metoda uvećane zarade, ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši analizu i obračuna sljedeće ključne parametre:

- projekciju ukupnih novčanih tokova (koji se generišu po osnovu zajedničkog doprinosa nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene i ostalih sredstava);
- korisni vijek nematerijalnog sredstva;
- troškove angažovanja ostalih sredstava i troškove angažovane radne snage;
- diskontnu stopu;
- faktor poreske uštede.

Analiza novčanih tokova obuhvata analizu budućih ukupnih prihoda i ukupnih rashoda koji se očekuju od zajedničkog doprinosa nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene i ostalih sredstava. Prilikom analize, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač razmotri novčane tokove koji su povezani sa nematerijalnim sredstvom koje je predmet procjene.

Analiza korisnog vijeka obuhvata analizu perioda tokom kojeg se očekuje realizacija prihoda i rashoda koji su povezani sa nematerijalnim sredstvom koje je predmet procjene (tj. prihoda i rashoda čijem generisanju je doprinijelo nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene).

Analiza troškova angažovanja ostalih sredstava obuhvata analizu sredstava koja se koriste zajedno sa nematerijalnim sredstvom koje je predmet procjene, za potrebe generisanja očekivanih novčanih tokova koji su povezani sa predmetom procjene. Sredstva koja ne doprinose generisanju novčanih tokova povezanih sa predmetom procjene ne predstavljaju ostala sredstva.

Analiza diskontne stope obuhvata analizu stope prinosa prema kojoj se novčani tokovi koji su povezani sa predmetnom procjenom diskontuju na dan procjene. Prilikom analize diskontne stope, neophodno je uzeti u obzir relativni rizik od realizacije novčanih tokova nematerijalnog sredstva, na osnovu podataka sa tržišta koji se odnose na diskontne stope za ista ili slična nematerijalna sredstva. Imajući u vidu rizik nematerijalnih sredstava, prilikom obračuna diskontne stope za procjenu vrijednosti nematerijalnih sredstava, diskontna stopa se uvećava za dodatni rizik specifičan za nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene. Dodatno, ovlašćeni procjenjivač analizira diskontne stope za diskontovanje troškova angažovanja ostalih sredstava.

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši analizu faktora poreske uštede. Detaljno pojašnjenje za analizu faktora poreske uštede je dato u dijelu 2 ovog poglavlja.

U slučaju kada je predmet procjene lista kupaca potrebno je analizirati i uključiti u kalkulaciju i procenat osipanja kupaca i period tokom koga nastaje osipanje kupaca.

U postupku procjene metodom uvećane zarade, ovlašćeni procjenjivač treba da projektuje ukupne prihode i rashode, u čijem generisanju je pored ostalih sredstava učestvovalo i nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene, u datom periodu i obračuna njihovu razliku. Od dobijene vrijednosti se oduzimaju troškovi angažovanja sredstava koji pored nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene su angažovani u generisanju novčanih tokova i troškovi poreza u projektovanom periodu. Dobijena vrijednost predstavlja novčani tok perioda koja se diskontuje adekvatnom diskontnom stopom. Dodatno, ovlašćeni procjenjivač obračunava faktor poreske uštede, koja predstavlja sadašnju vrijednost uštede na porezu koja je rezultat amortizacije nematerijalnih sredstava. Ukupna vrijednost nematerijalnog sredstva primjenom ove metode se dobija sumiranjem diskontovanih novčanih tokova i dodavanjem koristi od poreske amortizacije.

$$\text{Procijenjena vrijednost sredstva} = \sum_{t=0}^n (NT_t * 1 / (1 + d)^t) * PA$$
$$NT_t = Pr_t - Tr_t - CAC_t - T_t$$

Gdje je:

- dt - diskontna stopa u periodu t
- t - vremenski period
- n - ukupan broj vremenskih perioda
- NT<sub>t</sub> - novčani tok u periodu t
- Pr<sub>t</sub> - prihod u periodu t
- Tr<sub>t</sub> - rashodi u periodu t
- CAC<sub>t</sub> - troškovi angažovanja sredstava u periodu t
- T<sub>t</sub> - trošak statutarog poreza na dobit u periodu T
- PA - faktor poreske uštede

## 7. Metod "sa" i "bez"

Metod "sa" i "bez" se bazira na razlici između obračunate procijenjene vrijednosti poslovanja poslovnog subjekta sa nematerijalnim sredstvom koje je predmet procjene i obračunate hipotetičke vrijednosti poslovnog subjekta bez nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene.

Metod "sa" i "bez" je primjenljiv u slučajevima kada je moguće identifikovati inkrementalni prihod koji se generiše od predmetnog nematerijalnog sredstva sa pripadajućim troškovima. Nematerijalna sredstva koja se mogu procijeniti primjenom metoda "sa" ili "bez" su najčešće sporazumi o isključivanju konkurencije, franšize, tehnologije i procesi.

U postupku procjene primjenom metoda "sa" i "bez", ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši analizu i obračuna sljedeće ključne parametre:

- projekciju novčanih tokova za poslovni subjekt "sa" predmetom procjene;
- projekcije novčanih tokova za poslovni subjekt "bez" predmeta procjene;
- diskontnu stopu, za diskontovanje novčanih tokova "sa" predmetom procjene;
- diskontnu stopu, za diskontovanje novčanih tokova "bez" predmeta procjene;
- očekivani period zamjene predmeta procjene i troškove za zamjenu predmeta procjene;
- faktor poreske uštede.

Analiza novčanih tokova obuhvata analizu budućih prihoda i rashoda koji se očekuju od nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene, u scenariju "sa" predmetom procjene i "bez" predmeta procjene. Prilikom analize, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač razmotri novčane tokove koji se mogu pripisati nematerijalnom sredstvu koje je predmet procjene.

Analiza diskontne stope obuhvata analizu stope prinosa prema kojoj se novčani tokovi diskontuju na dan procjene.

Imajući u vidu rizik nematerijalnih sredstava, prilikom obračuna diskontne stope za procjenu vrijednosti nematerijalnih sredstava, diskontna stopa se uvećava za dodatni rizik specifičan za nematerijalno sredstvo koje je predmet procjene.

Analiza diskontne stope obuhvata:

- analizu diskontne stope prema kojoj se diskontuju novčani tokovi u scenariju "sa" predmetom procjene;
- analizu diskontne stope prema kojoj se diskontuju novčani tokovi u scenariju "bez" predmeta procjene.

Analiza očekivanog perioda i troškova za zamjenu predmeta procjene se odnosi na period i troškove koji su imali uticaj na projekciju novčanih tokova u scenariju "bez" predmeta procjene.

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši analizu faktora poreske uštede.

U postupku procjene metodom "sa" i "bez", ovlašćeni procjenjivač treba da projektuje novčane tokove u scenariju "sa" predmetom procjene i u scenariju "bez" predmeta procjene. Novčani tokovi u scenariju "sa" predmetom procjene (odnosno "bez" predmeta procjene), obuhvataju prihode, rashode, kapitalna ulaganja, promjenu na obrtnom kapitalu i troškove poreza u scenariju "sa" predmetom procjene (odnosno "bez" predmeta procjene). Ovlašćeni procjenjivač zatim diskontuje novčane tokove u scenariju sa diskontnom stopom koja je relevantna za svaki scenario. Dodatno, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač obračuna korist od poreske amortizacije, koja predstavlja sadašnju vrijednost uštede na porezu koja je rezultat amortizacije nematerijalnih sredstava. Ukupna vrijednost nematerijalnog sredstva primjenom ove metode obračunava se kao razlika sadašnje vrijednosti novčanih tokova u scenarijima "sa" i "bez" predmeta procjene, uvećana za sadašnju vrijednost koristi od poreske amortizacije.

Formula za primjenu metoda

$$\text{Procijenjena vrijednost sredstva} = \sum_{t=0}^n \left( (NT_{1t} * 1 / (1 + d_{1t})^t) - \sum_{t=0}^n (NT_{2t} * 1 / (1 + d_{2t})^t) \right) * PA$$

$$NT_{1t} = Pr_{1t} - Tr_{1t} - CAP_{1t} - WC_{1t} - T_{1t}$$

$$NT_{2t} = Pr_{2t} - Tr_{2t} - CAP_{2t} - WC_{2t} - T_{2t}$$

Gdje je:

$d_{1t}$  - diskontna stopa u scenariju "sa" predmetom procjene, u periodu t

$d_{2t}$  - diskontna stopa u scenariju "bez" predmeta procjene, u periodu t

$d_3$  - diskontna stopa primijenjena na korist od poreske amortizacije

t - vremenski period

n - ukupan broj vremenskih perioda

NT<sub>1t</sub> - novčani tok u periodu t u scenariju "sa" predmetom procjene, u periodu t  
NT<sub>2t</sub> - novčani tok u periodu t u scenariju "bez" predmeta procjene, u periodu t  
Pr<sub>1t</sub> - prihod u scenariju "sa" predmetom procjene, u periodu t  
Pr<sub>2t</sub> - prihod u scenariju "bez" predmeta procjene, u periodu t  
Tr<sub>1t</sub> - rashodi u scenariju "sa" predmetom procjene, u periodu t  
Tr<sub>2t</sub> - rashodi u scenariju "bez" predmeta procjene, u periodu t  
CAP<sub>1t</sub> - kapitalna ulaganja u scenariju "sa" predmetom procjene, u periodu t  
CAP<sub>2t</sub> - kapitalna ulaganja u scenariju "bez" predmeta procjene, u periodu t  
WC<sub>1t</sub> - promjene na obrtnom kapitalu u scenariju "sa" predmetom procjene, u periodu t  
WC<sub>2t</sub> - promjene na obrtnom kapitalu u scenariju "bez" predmeta procjene, u periodu t  
T<sub>1t</sub> -trošak statutarnog poreza na dobit u scenariju "sa" predmetom procjene, u periodu t  
T<sub>2t</sub> -trošak statutarnog poreza na dobit u scenariju "bez" predmeta procjene, u periodu t  
PA - faktor poreske uštede

## 8. "Greenfield" metod

"Greenfield" metod se bazira na pretpostavci da se vrijednost predmetnog nematerijalnog sredstva mjeri na osnovu diskontovanih novčanih tokova zamišljenog početnog biznisa koji posluje bez drugih sredstava, odnosno da je predmetno nematerijalno sredstvo jedino sredstvo koje je u vlasništvu društva.

Nematerijalna sredstva čija procijenjena vrijednost može da bude bazirana na osnovu primjene "greenfield" metode su najčešće licence i dozvole, prava (na korišćenje vode, rude, šuma i sl.), kao i ugovori o franšizi.

U postupku procjene primjenom "greenfield" metoda, ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši analizu i obračuna sljedeće ključne parametre:

- novčane tokove povezane sa predmetom procjene;
- korisni vijek predmetnog nematerijalnog sredstva;
- analiza kapitalnih ulaganja;
- diskontnu stopu;
- faktor poreske uštede.

Analiza novčanih tokova obuhvata analizu budućih prihoda i rashoda koji se očekuju od nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene.

Analiza korisnog vijeka obuhvata analizu perioda tokom kojeg se očekuje realizacija prihoda i rashoda od nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene.

Analiza kapitalnih ulaganja obuhvata analizu iznosa i vremenskog okvira za kapitalna ulaganja koja su povezana sa sricanjem, generisanjem ili rentiranjem svih drugih sredstava koja su neophodna da bi predmet procjene u potpunosti bio iskorišćen, kao i inkrementalnog obrtnog kapitala koji je neophodan za korišćenje nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene.

Analiza diskontne stope obuhvata analizu stope prinosa prema kojoj se novčani tokovi koji su povezani sa predmetnom procjenom diskontuju na dan procjene. Detaljnije objašnjenje za obračun diskontne stope je dato u dijelu 16 ovog poglavlja.

Prilikom analize diskontne stope, neophodno je uzeti u obzir relativni rizik od realizacije novčanih tokova nematerijalnog sredstva, na osnovu podataka sa tržišta koji se odnose na diskontne stope za ista ili slična nematerijalna sredstva.

Procjenjivač je dužan da izvrši analizu faktora poreske uštede. Detaljno pojašnjenje za analizu faktora poreske uštede je dato u dijelu 2 ovog poglavlja.

U postupku procjene "greenfield" metodom, ovlašćeni procjenjivač treba da projektuje prihode, troškove, kapitalna ulaganja, promjenu na obrtnom kapitalu i troškove poreza koji su povezani sa zamišljenim biznisom koji posluje bez drugih sredstava, odnosno biznisom koji je povezan sa predmetom procjene. Dodatno, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač obračuna korist od poreske amortizacije, koja predstavlja sadašnju vrijednost uštede na porezu koja je rezultat amortizacije nematerijalnih sredstava. Ukupna vrijednost nematerijalnog sredstva primjenom ove metode obračunava se kao sadašnja vrijednost novčanih tokova povezana sa predmetom procjene, uvećana za sadašnju vrijednost koristi od poreske amortizacije.

$$\text{Procijenjena vrijednost sredstva} = \sum_{t=0}^n (NT_t * 1/(1 + d_t)^t) * PA$$

$$NT_t = Pr_t - Tr_t - CAP_t - WC_t - T_t$$

dje je:

- $d_t$  - diskontna stopa u periodu  $t$
- $t$  - vremenski period
- $n$  - ukupan broj vremenskih perioda
- $NT_t$  - novčani tok u periodu  $t$
- $Pr_t$  - prihod u periodu  $t$
- $Tr_t$  - rashodi u periodu  $t$
- $CAP_t$  - kapitalna ulaganja u periodu  $t$
- $WC_t$  - promjene na obrtnom kapitalu u periodu  $t$
- $T_t$  - trošak statutarog poreza na dobit u periodu  $T$
- $PA$  - faktor poreske uštede

## 9. Procjena nematerijalnih sredstava putem troškovnog pristupa

Procjena nematerijalnih sredstava putem troškovnog pristupa se vrši na osnovu troškova koji su neophodni da se nematerijalno sredstvo ponovo stvori ili zamijeni. U okviru troškovnog pristupa procjena vrijednosti nematerijalnih sredstava se može vršiti primjenom metoda amortizovanih troškova zamjene i metoda troškova reprodukcije.

## 10. Metod amortizovanih troškova zamjene

Metod amortizovanih troškova zamjene se zasniva na principu supstitucije, po kome promišljen i obaviješten kupac neće platiti više za određeno sredstvo koje je predmet procjene u odnosu na aktuelni trošak zamjene za sredstvo sličnih karakteristika i korisnosti na dan procjene.

## 11. Metod troškova reprodukcije

Metod troškova reprodukcije je baziran na istom principu kao i metod amortizovanih troškova zamjene, tj. na principu supstitucije s tim što se bazira na aktuelnom trošku reprodukcije nove replike predmetnog nematerijalnog sredstva sa identičnim karakteristikama i korisnošću na dan procjene (dok se metod amortizovanih troškova zamjene bazira na sredstvu sličnih karakteristika i korisnosti na dan procjene, koje nije replika predmeta procjene, tj. ne mora da ima identične karakteristike).

Troškovni pristup je primjenljiv u slučajevima kada se procjenjuju specifična nematerijalna sredstva, odnosno nematerijalna sredstva za koja nije moguće naći pouzdane uporedive podatke sa tržišta kako bi se primijenio tržišni pristup ili parametre za primjenu prinostnog pristupa.

Nematerijalna sredstva koja se mogu procijeniti primjenom troškovnog pristupa najčešće se odnose na tehnološka nematerijalna sredstva kao što su patenti, interno generisani softveri, tehnologija.

U postupku procjene primjenom troškovnog pristupa, ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši analizu i obračuna sljedeće ključne parametre:

- direktne i indirektno troškove;
- faktor zastarjelosti;
- profitabilnost;
- oportunitetne troškove.

Analiza direktnih i indirektnih troškova zahtjeva da ovlašćeni procjenjivač razmotri sve troškove koji su neophodni za generisanje predmeta procjene, uključujući i troškove zaposlenih, troškove materijala i sve druge prateće troškove koji su neophodni da bi se nematerijalno sredstvo napravilo.

Analiza zastarjelosti podrazumijeva razmatranje ekonomske zastarjelosti nematerijalnog sredstva koje je predmet procjene sa ciljem utvrđivanja faktora zastarjelosti. Faktor zastarjelosti umanjuje vrijednost nematerijalnog sredstva. Detaljniji opis analize zastarjelosti je dat u dijelu 2 ovog poglavlja, koji prikazuje opis primjene troškovnog pristupa za procjenu materijalnih sredstava.



Analiza profita je zasnovana na pretpostavci da vrijednost sredstva koje je stečeno kupovinom u svojoj nabavnoj cijeni, pored troškova koji su povezani sa generisanjem tog sredstva, sadrži i očekivani profit investitora koji to sredstvo prodaje i koji je ulagao u generisanje tog sredstva.

Analiza oportunitetnih troškova je zasnovana na pretpostavci da u periodu tokom kojeg je predmet procjene generisan (tj. u pripremi), vlasnik sredstva ima oportunitetne troškove uzimajući u obzir da nije u mogućnosti da sredstva uložena u generisanje predmeta procjene, uloži u alternativne projekte istog ili sličnog stepena rizika. Analiza ovih troškova zahtjeva da ovlašćeni procjenjivač razmotri procentualni povraćaj koji bi investitor zahtijevao za generisanje nematerijalnog sredstva kao i dužinu perioda generisanja Sredstva.

## **12. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti materijalnih sredstava**

Materijalna sredstva predstavljaju sredstva koja se koriste u poslovnim aktivnostima poslovnog subjekta u dužem vremenskom periodu i koja se postepeno troše.

Za potrebe ovog Pravilnika, materijalna sredstva koja mogu biti predmet procjene su zemljište, građevinski objekti, postrojenja i oprema, biološka sredstva, investicione nekretnine i razvojni projekti.

Prije donošenja odluke koja metoda procjene je primjenljiva za konkretno materijalno sredstvo koje je predmet procjene, ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši sljedeće:

- identifikaciju predmeta procjene i svih prava i obaveza koja se odnose na predmet procjene, uz listu izvora podataka i dokumentacije na osnovu koje vrši procjenu;
- analizu imovinsko-pravne dokumentacije i svih prava, oblika svojine i obima udjela u predmetu procjene. Na osnovu izvršene analize ovlašćeni procjenjivač treba da navede ograničenja koja se tiču imovinsko-pravnih odnosa i načina korišćenja predmetnih materijalnih sredstava, a koja su od značaja i mogu imati uticaj na procijenjenu vrijednost predmetnog materijalnog sredstva.

Na osnovu tako izvršene analize, ovlašćeni procjenjivač primjenjuje jedan ili više opšteprihvaćenih pristupa i metoda u procjeni materijalnih sredstava čiji je detaljan prikaz dat u nastavku:

- u okviru tržišnog pristupa - metod direktnog upoređivanja cijena, i/ili
- u okviru prinostnog pristupa - metod direktne kapitalizacije, metod diskontovanih novčanih tokova i/ili rezidualni metod; i/ili
- u okviru troškovnog pristupa - metod amortizovanih troškova zamjene i metod troškova reprodukcije.

## **13. Procjena materijalnih sredstava putem tržišnog pristupa**

Tržišni pristup počiva na premisi da se kupci na tržištu odlučuju za kupovinu upoređivanjem cijena, tako da je baziran na principu supstitucije.

Premisa da racionalan kupac za konkretnu imovinu neće platiti više nego što bi platio neku drugu imovinu slične namjene, kvaliteta i starosti podrazumijeva pribavljanje informacija sa sekundarnog tržišta o postignutim cijenama u prometu imovine slične onoj koja se procjenjuje. Te uporedive cijene se zatim koriguju za sve eventualne razlike između te imovine i imovine koja je predmet procjene kao i uslova pod kojim je transakcija obavljena. Po korigovanju ovih cijena, one mogu biti korišćene kao tržišna vrijednost za procjenu vrijednosti konkretne imovine.

U okviru tržišnog pristupa za procjenu materijalnih sredstava primjenjuje se metod direktnog upoređivanja cijena.

Prvi korak u primjeni metoda direktnog upoređivanja cijena je identifikacija sredstva koje je predmet procjene i njegovih karakteristika kao što su: lokacija, veličina, starost, kvalitet, namjena.

U sljedećoj fazi prikupljaju se informacije o izvršenim transakcijama i/ili ponuđenim cijenama identičnih ili uporedivih sredstava, koja imaju slične karakteristike, kao i sredstvo koje je predmet procjene. U slučaju da se u izvještaju o procjeni analiziraju cijene koje su ponuđene na tržištu za imovinu, neophodno je u analizi uzeti u obzir korekciju koja se odnosi na razliku između ponuđenih cijena na tržištu i ostvarenih kupoprodajnih cijena. Podaci do kojih se dolazi prikupljanjem na tržištu rijetko se odnose na sredstva koja su identična sa sredstvom koje je predmet procjene.

U skladu sa tim neophodno je izvršiti korekcije kojima će biti minimizirane razlike između vrijednosti transakcija uporedivih sredstava i vrijednosti sredstva koje je predmet procjene:

- starosti, površini, strukturi, tehničkim karakteristikama;
- ograničenjima pri korišćenju predmeta procjene u planiranoj upotrebi i namjeni (eksproprijacija, restitucija, konverzija, prenamjena i slično).
- ograničenjima predmeta procjene (tehnička, imovinska ili pravna ograničenja);
- mikrolokaciji, kao i regulatornom i/ili ekonomskom okruženju;

- specifičnim uslovima u komparativima, ukoliko postoje;
- stepenu utrživosti;
- kvalitativnim karakteristikama.

U situacijama kada nema dovoljno podataka o adekvatnim uporedivim sredstvima i kada postoje značajne razlike između uporedivih sredstava i predmeta procjene, ovlašćeni procjenjivač se ne može osloniti samo na procjenu primjenom metoda direktnog upoređivanja cijena u okviru tržišnog pristupa. U tom slučaju, ovlašćeni procjenjivač je dužan da izvrši provjeru dobijenog rezultata primjenom drugih mogućih pristupa i metoda.

#### **14. Procjena materijalnih sredstava putem prinostnog pristupa**

Prinosni pristup počiva na principu anticipacije. Po ovom principu, tipičan investitor/kupac na tržištu ulaže u onu imovinu od koje očekuje da mu u budućnosti donosi dobit i druge koristi. Metodi direktne kapitalizacije, DNT i rezidualni metod se najčešće koristi za procjenu nekretnina ali u određenim situacijama metod DNT se može primijeniti i za procjenu postrojenja i opreme.

Procijenjena vrijednost se može definisati kao sadašnja vrijednost svih prava na buduće koristi. Prvi korak u procjeni ovom metodom je utvrđivanje potencijalnog bruto prihoda koji procjenjivana materijalna sredstva mogu da generišu u budućnosti.

U postupku procjene, ovlašćeni procjenjivač je dužan da projektuje prihod koji se odnosi samo na prinos od konkretne imovine, a ne i na ukupan prinos koji potiče iz poslovanja poslovnog subjekta. Ovaj novčani tok se potom projektuje na budući period i diskontuje na sadašnju vrijednost, kako bi se došlo do procijenjene vrijednosti po prinostnom pristupu.

Prinosni pristup se primjenjuje za potrebe procjene vrijednosti materijalnih sredstava u slučaju kada se vrijednost za potencijalnog investitora zasniva na njegovim očekivanjima o:

- budućim koristima koje kao vlasnik imovine može očekivati da ostvari;
- vremenu koje mu je potrebno da ostvari te koristi; i
- riziku koji preuzima da bi ostvario korist u budućnosti kao vlasnik predmetnog materijalnog sredstva.

U okviru Prinostnog pristupa, procjena vrijednosti materijalnih sredstava se može vršiti primjenom jednog ili više od sljedećih metoda:

- metod direktne kapitalizacije;
- metod diskontovanih novčanih tokova;
- i/ili rezidualni metod.

#### **15. Metod direktne kapitalizacije**

Metod direktne kapitalizacije se najčešće koristi u procjeni vrijednosti nekretnina koje se drže u vlasništvu radi ostvarivanja koristi, odnosno generisanja novčanih tokova, i to u situaciji kada je predmetna imovina dostigla stabilan nivo neto operativnog prihoda i kada na tržištu postoji dovoljan broj nekretnina sa uporedivim prihodima, rashodima, fizičkim i lokacijskim karakteristikama i budućim očekivanjima.

Ovaj metod ovlašćeni procjenjivač upotrebljava u postupku procjene vrijednosti poslovnih objekata, objekata koji se izdaju u zakup i sl.

Ekonomska korist od vlasništva nad takvom nekretninom se odražava kroz sadašnju vrijednost dobiti koju bi vlasnik građevinskog objekta ostvario ukoliko bi ga dao pod zakup u toku njegovog korisnog vijeka.

U postupku primjene ovog metoda, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač utvrdi jedinstveni neto operativni prihod od izdavanja nekretnine i da ga kapitalizuje primjenom stope kapitalizacije.

Osnovni postupak za primjenu metoda direktne kapitalizacije obuhvata sljedeće korake:

- 1) identifikaciju i upoznavanje sa predmetnom nekretninom, analizu raspoloživih informacija, utvrđivanje neto površine za izdavanje;
- 2) prikupljanje podataka o ponudama cijena zakupa i zaključenim ugovorima o zakupu uporedivih nekretnina;
- 3) analizu lokalnog tržišta nekretnina, renti i trendova;
- 4) izbor komparativa za direktno poređenje;
- 5) analizu i usklađivanje za sve bitne razlike po osnovnim karakteristikama (kao i prilikom primjene tržišnog pristupa);
- 6) utvrđivanje usklađene tržišne cijene zakupa (rente) za procjenu predmetne nekretnine;

- 7) sagledavanje mogućeg i održivog nivoa zauzetosti (%-ni stepen izdavanje raspoložive površine na dugi rok u kontinuitetu, kao i mogućeg i održivog nivoa naplate prihoda od zakupa);
- 8) procjenu prosječnih troškova održavanja kao i ostalih fiksnih i varijabilnih troškova koji padaju na teret zakupodavca;
- 9) analizu tržišnih podataka o visini stope kapitalizacije i definisanje stope koja će se primijeniti u konkretnom slučaju;
- 10) analizu fiksnih i varijabilnih troškova;
- 11) obračun neto prihoda od zakupa, kapitalizovanje i donošenje zaključka o procijenjenoj vrijednosti predmetne nekretnine nakon uzimanja u obzir troška upravljanja i poreza.

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da odredi odgovarajuću stopu kapitalizacije, na osnovu trenda na tržištu i uz korekciju za nivo razvijenosti tržišta i obim prometa.

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da u okviru svog izvještaja o procjeni obrazloži način i na bazi kojih pretpostavki se opredijelio za stopu kapitalizacije koju je primijenio.

Tako određenu stopu kapitalizacije, ovlašćeni procjenjivač primjenjuje na neto operativni prihod:

Procijenjena vrijednost = Neto operativni prihod koji se ostvaruje od zakupa/Stopa kapitalizacije

## 16. Metod diskontovanih novčanih tokova

Metod diskontovanih novčanih tokova ("metod DNT" ili "DNT metod") je metod u okviru prinostnog pristupa procjene vrijednosti koji se najčešće primjenjuje u postupku procjene vrijednosti nekretnina, a rjeđe za procjenu vrijednosti opreme.

Metod DNT definiše vrijednost imovine, kao iznos jednak sadašnjoj vrijednosti budućih koristi koje pripadaju vlasniku imovine koja je predmet procjene.

Polazna pretpostavka za primjenu DNT metoda u postupku procjene materijalnih sredstava je njihov korisni vijek i ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu pod pretpostavkom njihove kontinuirane upotrebe.

Imajući u vidu da je ekonomski korisni vijek sredstava vremenski ograničen, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač izvrši diskontovanje novčanog toka koji projektuje u procijenjenom prosječnom preostalom korisnom vijeku predmetnih sredstava tokom kojeg su sredstva u upotrebi. Pored ekonomskog vijeka, ovlašćeni procjenjivač može projektovati novčane tokove i na osnovu poznate dužine trajanja zakupa.

Po isteku ekonomskog korisnog vijeka, predmetna imovina i dalje ima određenu vrijednost (terminalna ili likvidaciona vrijednost) koju je potrebno da ovlašćeni procjenjivač takođe obračuna dok po isteku dužine trajanja zakupa, ovlašćeni procjenjivač treba da obračuna rezidualnu vrijednost imovine.

U određenim slučajevima (kao na primjer u postupku likvidacije), ovlašćeni procjenjivač je dužan da uzme u obzir i troškove koji su neophodni da bi se predmetna imovina prodala i koji mogu biti veći nego eventualni prihod od prodaje sredstava.

U postupku primjene metoda DNT, ovlašćeni procjenjivač projektuje neto novčani tok kao razliku između projektovanih prihoda koji se generišu upotrebom predmetnih sredstava i projektovanih troškova koji su neophodni da bi se generisali prilivi gotovine od kontinuirane upotrebe predmetnih sredstava.

Kod projekcije prihoda u metodi DNT prilikom procjene nekretnina, ovlašćeni procjenjivač treba da projektuje i sljedeće, u zavisnosti od tipa sredstva koje je predmet procjene:

- dužinu projekcije (u skladu sa procijenjenim preostalim vijekom upotrebe ili ekonomskim vijekom, na primjer u slučaju hotela ili tržnog centra);
- tržišnu rentu ukoliko se prihod generike izdavanjem prostora ili ukupne prihode generisane od primarne aktivnosti sredstva koje je predmet procjene (na primjer u slučaju hotela ili tržnog centra); Tržišna renta se određuje na osnovu cijena na tržištu za imovinu sličnih karakteristika. Ovlašćeni procjenjivač može koristiti rentu iz postojećih ugovora o zakupu ali je dužan da uporedi rentu iz postojećih ugovora sa rentama na tržištu kako bi utvrdio njihovu objektivnost. Ukoliko je projekcija u procjeni duža od trenutnog perioda zakupa, ovlašćeni procjenjivač u projekciji treba da primjeni tržišnu rentu po isteku perioda trenutnog zakupa. Tržišna renta, izražena u EUR/m<sup>2</sup> se primjenjuje na ukupan raspoloživ prostor za izdavanje;
- godišnju stopu rasta prihoda;
- gubitke usljed neredovne naplate rente ili zbog neiskorišćenosti prostora kada se prostor izdaje. Izvjesno je da u većini slučajeva jedan dio građevinskih objekata ostaje prazan, s obzirom na to da rijetko postoji idealan projekat koji će omogućiti 100% popunjenost prvenstveno usljed projektnog rješenja.

U slučajevima kada je prihod baziran na prihodu od zakupa, neophodno je uzeti u obzir neto efektivan prihod. Neto efektivan prihod od zakupa se može obračunati na jedan od dva načina:

- množenjem očekivane okupiranosti prostora sa bruto cijenom zakupa za cio prostor; ili
- množenjem očekivane stope slobodnog prostora sa bruto cijenom zakupa za cio prostor. Dobijeni iznos se potom oduzima od bruto prihoda od zakupa.

Nakon projekcije prihoda, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač izvrši projekciju relevantnih troškova. Ovi troškovi se odnose na troškove zakupodavca prema ugovoru o zakupu pa je za potrebe projekcije neophodno projektovati isključivo troškove koji padaju na teret zakupodavca i to:

- fiksne troškove - fiksni troškovi ne zavise od zakupa već uključuju stavke kao porez na imovinu, osiguranje i slično;
- varijabilne troškove - varijabilni troškovi zavise od zauzetosti prostora i odnose se na troškove menadžmenta, administracije, komunalije, čišćenje i održavanje i obezbjeđenje, itd;
- kapitalne troškove - vlasnici su u obavezi da vrše određena kapitalna ulaganja, pa i ove troškove treba uključiti u obračun;
- troškove izdavanja poslovnog prostora - ovi troškovi se prvenstveno odnose na naknade za agencije za izdavanje nekretnina.

Neto novčani tok od izdavanja nepokretnosti se utvrđuje primjenom formule:

Ukupan prihod ili Neto efektivan prihod - operativni troškovi - kapitalni izdaci - troškovi izdavanja

Tako projektovani neto novčani tok ne obuhvata odlive vezane za troškove amortizacije, finansiranja i poreza na dobit.

Diskontna stopa, kojom se projektovani neto novčani tok svodi na sadašnju vrijednost, odražava trenutne tržišne procjene vremenske vrijednosti novca, rizika koji su karakteristični za predmetna sredstva koja su predmet procjene i očekivano buduće kretanje cijena usljed inflacije ili deflacije. Ovlašćeni procjenjivač određuje diskontnu stopu koja predstavlja prinos koji bi investitori zahtijevali da ostvare ako bi se opredijelili za ulaganje koje bi generisalo gotovinu u istim iznosima, u istim rokovima dospijeca i istog profila, kao što su tokovi koje vlasnik predmetne imovine očekuje da će da ostvari od upotrebe predmetne nekretnine.

Diskontna stopa je nezavisna od strukture kapitala poslovnog subjekta i od načina na koji su sredstva nabavljena, jer projektovani budući tokovi gotovine koji se očekuju na osnovu upotrebe ovih sredstava ne zavise od načina na koji je poslovni subjekt finansirao njihovu nabavku.

Ovlašćeni procjenjivač je dužan da u okviru svog izvještaja o procjeni obrazloži pretpostavke i način kako je odredio diskontnu stopu. Matematički izraženo, sadašnja vrijednost neto novčanog toka je:

$$SVNNT = \sum_{t=1}^n \frac{NNT_t}{(1+d)^t} + RV$$

gdje je:

- SVNNT - sadašnja vrijednost neto novčanog toka,
- NNT<sub>t</sub> - neto novčani tok u periodu t,
- RV - rezidualna (preostala) vrijednost,
- d - diskontna stopa,
- n - preostali korisni vijek.

Rezidualna vrijednost na kraju perioda projekcije se dobija dijeljenjem neto operativnog prihoda u poslednjoj godini sa izlaznom stopom kapitalizacije, ukoliko za istu postoje podaci, ili trenutnom stopom kapitalizacije na tržištu. Izlazna stopa kapitalizacije predstavlja očekivanu stopu kapitalizacije u budućem periodu i ona može biti viša, niža ili jednaka sa trenutnom.

Suma sadašnje vrijednosti neto novčanih tokova i rezidualne vrijednosti predstavlja procijenjenu vrijednost nekretnine.

Procijenjena vrijednost postrojenja i opreme, primjenom metode DNT, se češće procjenjuje na sumarnom nivou, u okviru jedinice koja generiše novac a rjeđe na pojedinačnom nivou.

## 17. Rezidualni metod

Rezidualni metod se najčešće koristi za procjene vrijednosti razvojnih projekata i u postupku procjene, ovlašćeniproccjenjivač polazi od razvojnih potencijala lokacije - zemljišta, uvažavajući princip najbolje moguće namjene. Na osnovu tako sagledanog razvojnog potencijala predmeta procjena, ovlašćeni procjenjivač projektuje buduću korist koju bi potencijalni investitor imao od takve lokacije i/ili izgradnje novog građevinskog objekta na takvoj lokaciji.

Rezidualni metod procjene podrazumijeva utvrđivanje vrijednosti predmeta procjene putem formule:

Bruto razvojna vrijednost projekta - troškovi razvoja - profit investitora = rezidualna (neto) vrijednost predmetnog sredstva tj. razvojnog projekta

Gdje je:

Bruto razvojna vrijednost projekta predstavlja vrijednost završenog projekta (baziranog na najboljoj upotrebi i namjeni i urbanističkim parametrima za datu lokaciju)

Troškovi razvoja obuhvataju troškove izgradnje, profesionalne naknade (pravne, konsultantske, troškove projektovanja, troškovi projektnog menadžmenta itd.), troškove marketinga i provizije od prodaje/izdavanja i troškove finansiranja. Troškove finansiranja treba uzeti po stopi dostupnoj učesnicima na tržištu i u situaciji kada investitor samostalno planira da kompletno finansira razvoj

Profit investitora, koji mora biti na tržišnoj osnovi, predstavlja minimalnu očekivanu zaradu koju investitor u projekat očekuje za sebe i predstavlja nagradu za angažovani kapital i sav rizik kojem je izložen taj kapital.

## 18. Procjena materijalnih sredstava putem troškovnog pristupa

Troškovni pristup je baziran na principu supstitucije, pri čemu se polazi od pretpostavka da racionalan kupac neće za konkretnu imovinu platiti cijenu višu nego što bi bilo potrebno da iznova nabavi materijalno sredstvo koje bi imalo istu upotrebnu vrijednost kao materijalno sredstvo koje je predmet procjene.

Troškovni pristup se koristi u slučajevima kada nema dovoljno podataka za pouzdanu primjenu prinostnog i tržišnog pristupa, odnosno kada je predmet procjene specifičnih karakteristika te ne postoji aktivno tržište takvih sredstava i pouzdani uporedivi podaci za sredstva sličnih karakteristika i korisnosti.

U okviru svog izvještaja o procjeni, ovlašćeni procjenjivač je dužan da obrazloži zašto se opredijelio za primjenu troškovnog pristupa i da li je mogao da primjeni i tržišni, odnosno prinostni pristup u toku svog rada:

Procijenjena sadašnja vrijednost sredstva putem troškovnog pristupa predstavlja razliku između procijenjene vrijednosti novog sredstva i procijenjenog ukupnog otpisa, uključujući otpis u skladu sa ocjenom fizičke, funkcionalne i ekonomske zastarjelosti materijalnog sredstva koje je predmet procjene.

U okviru troškovnog pristupa, procjena vrijednosti materijalnih sredstava se može vršiti primjenom:

- metoda amortizovanih troškova zamjene; i
- metoda troškova reprodukcije.

## 19. Metod amortizovanih troškova zamjene

Metod amortizovanih troškova zamjene u procjeni vrijednosti materijalnih sredstava polazi od identifikacije aktuelnih troškova zamjene imovine koja je predmet procjene novom imovinom sličnih karakteristika, a zatim se oduzima gubitak vrijednosti koji je prouzrokovan fizičkom, funkcionalnom i ekonomskom (eksternom) zastarjelošću.

Ovlašćeni procjenjivač je u postupku primjene metoda amortizovanih troškova zamjene dužan da utvrdi sljedeće elemente:

- procijenjenu nabavnu vrijednost koju čine aktuelne tržišne cijene na dan procjene, po kojima bi se moglo nabaviti sredstvo istih ili sličnih karakteristika, na istoj ili sličnoj lokaciji. Ove cijene uključuju i troškove prevoza, instalacije i inženjeringa, i druge troškove neophodne za stavljanje sredstva u funkciju, uz uslov da se ti troškovi mogu direktno pripisati određenom sredstvu pri čemu se ne obuhvataju troškovi finansiranja nabavke sredstava i profit investitora;
- procijenjen iznos fizičkog otpisa koji predstavlja smanjenje vrijednosti sredstava usljed upotrebe, propadanja, stajanja, pukotina, patine ili/i strukturnih defekata sredstava koja su predmet procjene. Ove vrste smanjenja vrijednosti mogu biti popravljive i nepopravljive. Fizičko smanjenje vrijednosti utvrđuje se na osnovu tehničkih podataka o stanju sredstava, kao i na osnovu izvršenog uvida u stanje sredstava na licu mjesta, na osnovu čega se utvrđuje efektivna starost svakog sredstva pojedinačno. Pri određivanju efektivne starosti

sredstava, pored protoka vremena uzima se u obzir način njegovog održavanja, kao i sva poboljšanja izvršena na sredstvima do dana procjene;

- procijenjen iznos funkcionalnog otpisa koji predstavlja smanjenje vrijednosti sredstava kao posledicu defekata u konstrukciji i tehnološke zastarjelosti. Funkcionalno smanjenje odražava zastarjelost sredstva sa aspekta postignutog napretka u tehnologiji djelatnosti kojoj sredstvo pripada, u smislu nižeg nivoa efikasnosti sredstva, većeg obima troškova koje stvara, slabije produktivnosti i manjeg broja funkcija koje jedno sredstvo može da obavlja, u poređenju sa poslednjom tehnologijom za sredstvo iste ili slične namjene. Ova vrsta zastarjelosti može takođe biti prouzrokovana i promjenama koje, tokom vremena, dovode do promjena u strukturi, kao što su materijali ili dizajn koji postaju zastarjeli prema postojećim standardima;

- procijenjen iznos ekonomskog otpisa, koji predstavlja gubitak vrijednosti ili korisnosti sredstva usljed eksternih faktora, kao što je poskupljenje sirovina, radne snage ili komunalija (bez uticaja na cijenu proizvoda), smanjenje potražnje za proizvodom, povećanje konkurencije, zakonske regulative, inflacija ili visoke kamatne stope, i slično. Jedan od metoda kojim se mogu zajednički kvantifikovati nesistematski (vezan direktno za procjenjivana sredstva) i sistematski (vezan za stanje privrijede i grane) aspekti ekonomskog otpisa uključuje grupnu procjenu vrijednosti cjelokupne imovine poslovnog subjekta na nivou jedinice koja generiše novac, na pretpostavci neograničenog roka poslovanja;

- procijenjena vrijednost sredstva primjenom metode amortizovanih troškova zamjene predstavlja razliku između nabavne vrijednosti i vrijednosti fizičkog, funkcionalnog i ekonomskog otpisa.

## **20. Metod troškova reprodukcije**

Metod troškova reprodukcije je baziran na istom principu kao i metod amortizovanih troškova zamjene, tj. na principu supstitucije s tim što se bazira na aktuelnom trošku reprodukcije nove replike predmetnog materijalnog sredstva sa identičnim karakteristikama i korisnošću na dan procjene. Stoga, metod troškova reprodukcije se koristi u slučajevima:

- kada je trošak izgradnje ekvivalenta veći od stvaranja replike predmeta procjene;
- kada se korisnost predmeta procjene može obezbijediti isključivo replikom.

Ključni koraci u postupku primjene metoda troškova reprodukcije su slični kao i kod metode amortizovanih troškova zamjene i uključuju procjenu nabavne vrijednosti identične replike predmetnog sredstva, utvrđivanje fizičkog, funkcionalnog i ekonomskog otpisa materijalnog sredstva koje je predmet procjene. Procijenjena sadašnja vrijednost predmetnog sredstva predstavlja razliku između procijenjene nabavne vrijednosti i vrijednosti fizičkog, funkcionalnog i ekonomskog otpisa.

## **V. PREGLED PROPISANE METODOLOGIJE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI NEPOKRETNOSTI**

### **1. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti zemljišta**

Ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu zemljišta na osnovu:

1. vrste, kategoriji i namjene zemljišta (poljoprivredno, građevinsko, šumsko);
2. prava svojine, odnosno prava korišćenja;
3. površine, i
4. lokacije.

"Ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu zemljišta na osnovu imovinsko-pravne dokumentacije, koju čine izvodi iz katastra i zemljišnih knjiga, kupoprodajni ugovori i ostala relevantna dokumentacija ukoliko je primjenljiva.

Za potrebe procjene zemljišta preporučuje se da ovlašćeni procjenjivač koristi tržišni pristup. Više detalja o tržišnom pristupu za potrebe procjene materijalne imovine se nalazi u okviru poglavlja IV. dio 13 ovog Priloga.

U određenim situacijama, kada postoji dovoljno pouzdanih podataka, ovlašćeni procjenjivač može izvršiti procjenu zemljišta i prinostnim pristupom ukoliko navedeno zemljište može biti predmet izdavanja u kom slučaju vlasnik tog zemljišta može da ostvari prihode od zakupa.

Troškovni pristup nije primjenljiv u postupku procjene vrijednosti zemljišta.

### **2. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti građevinskih objekata**

Ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu građevinskih objekata na osnovu imovinsko-pravne, tehničko-projektne dokumentacije i fizičke inspekcije kako bi stekao uvid u karakteristike objekta koji je predmet procjene.

U svom izvještaju o procjeni, pored same procjene potrebno je da ovlašćeni procjenjivač predstavi i opis građevinskog objekta koji je predmet procjene kao i sve relevantne karakteristike koje je uzeo u obzir u postupku procjene.

Sva tri pristupa (tržišni, prinosni i troškovni pristup), čiji je detaljan opis dat u okviru dijela IV. ovog Priloga, su primjenljivi u postupku procjene građevinskih objekata.

### **3. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti investicionih nekretnina**

Ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu investicionih nekretnina imajući u vidu da ih njihov vlasnik drži u posjedu radi izdavanja i/ili ostvarivanja kapitalnih dobitaka.

Primarni pristup za procjenu investicionih nekretnina je prinosni pristup. Primjena tržišnog pristupa je također moguća, uz detaljno objašnjenje ovlašćenog procjenjivača zbog čega smatra da je tržišni pristup u konkretnom slučaju adekvatniji od prinosnog pristupa.

Troškovni pristup nije primjenljiv u postupku procjene vrijednosti investicionih nekretnina.

### **4. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti razvojnih projekata**

Razvojni projekti predstavljaju projekte za koje se planira realizacija i kod kojih se uzima u obzir direktan potencijal za zaradu koju nepokretnost namijenjena izgradnji ili rekonstrukciji u okviru projekta ima u skladu sa njenom lokacijom i datim urbanističkim parametrima. Ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu vrijednosti razvojnih projekata (na primjer zemljišta koje je namijenjeno izgradnji i/ili građevinskog objekta za koji se vrši prenamjena) na bazi pretpostavke o najboljoj upotrebi i namjeni predmetnog projekta i sagledavanja ukupnog troška koji je potreban do njegovog završetka i stavljanja u funkciju, uključujući trošak izgradnje, trošak finansiranja i minimalni očekivani profit investitora.

Za procjenu vrijednosti razvojnih projekata ovlašćeni procjenjivač koristi rezidualni metod u okviru prinosnog pristupa. Više detalja o rezidualnom metodu se nalazi u okviru poglavlja IV. dio 17 ovog Priloga.

### **5. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti postrojenja i opreme**

Ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu postrojenja i opreme na osnovu uvida u njihovo stanje i relevantne projektno-tehničke dokumentacije.

U svom izvještaju o procjeni, pored same procjene, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač predstavi i opis predmetnih postrojenja i opreme kao i sve relevantne tehničke i funkcionalne karakteristike koje je uzeo u obzir u postupku procjene, uključujući:

- Marku i tip postrojenja i opreme;
- Opis tehničko-kvalitativnih karakteristika;
- Starost i stepen iskorišćenosti postrojenja i opreme;
- Informaciju da li su postrojenja i oprema redovno servisirani u skladu sa korisničkim uputstvom pripremljenim od strane proizvođača;
- Informaciju o stanju u kom se postrojenja i oprema nalaze;
- Fotografije postrojenja i opreme.

Postrojenja i oprema se mogu procjenjivati korišćenjem sva tri pristupa - tržišnog, prinosnog i troškovnog.

### **6. Pregled propisane metodologije za procjenu vrijednosti bioloških sredstava**

Prilikom procjene vrijednosti biološkog sredstva (žive životinje ili biljke), neophodno je da ovlašćeni procjenjivač razmotri sve relevantne aspekte koji se tiču predmetnog biološkog sredstva koji utiču na procjenu vrijednosti predmeta procjene, uključujući rast (povećanje kvantiteta ili poboljšanje kvaliteta), pogoršanje (smanjenje kvantiteta ili opadanje kvaliteta) i reprodukciju (stvaranje novih životinja ili biljaka);

U svom izvještaju o procjeni, pored same procjene, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač predstavi i opis predmetnog biološkog sredstva, uključujući:

- vrstu i opis sredstva;
- starost biološkog sredstva;
- očekivani korisni (životni vijek) sredstva;

- informacije o zakonskim propisima koji regulišu skladištenje i promet biološkim sredstvima koji su predmet procjene i napomena da li vlasnik sredstva sadrži sve neophodne dozvole za skladištenje i promet biološkog sredstva;
- fotografije biološkog sredstva.

U postupku procjene vrijednosti bioloških sredstava, primami pristupi su tržišni i prinosni pristup. U rijetkim slučajevima, ovlašćeni procjenjivač može koristiti i troškovni pristup, uz obrazloženje zašto su tržišni i prinosni pristupi bili neadekvatni u konkretnom slučaju.

## **VI. PREGLED PROPISANE METODOLOGIJE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI KAPITALA**

### **1. Faktori koji imaju uticaj na iznos procijenjene vrijednosti poslovnog subjekta**

Prije donošenja odluke koja metodologija procjene je primjenljiva u postupku procjene vrijednosti kapitala, ovlašćeni procjenjivač je dužan da analizira sljedeće najvažnije grupe faktora:

- prirodu poslovanja i istorijat poslovnog subjekta;
- ekonomske faktore koji su od uticaj a na industrijski sektor u kojem poslovni subjekat čiji je kapital predmet procjene;
- imovinu, obaveze, kapital, kao i opšti finansijski položaj poslovnog subjekta;
- sposobnost poslovnog subjekta da generiše dobit i da je isplaćuje u vidu dividendi;
- da li poslovni subjekt posjeduje i nematerijalnu vrijednost;
- prethodne transakcije promjene vlasništva poslovnog subjekta;
- relativnu veličinu udjela vlasnika čija se vrijednost utvrđuje i pitanje kontrole.

Ovi faktori određuju konkretne uslove u kojima se vrši procjena vrijednosti i imaju uticaj na iznos procijenjene vrijednosti poslovnog subjekta.

### **2. Procjena kapitala putem tržišnog pristupa**

Tržišni pristup se zasniva na podacima sa različitih tržišta kapitala sa ciljem utvrđivanja vrijednosti kapitala poslovnog subjekta njegovim poređenjem sa: 1) uporedivim kompanijama čijim akcijama se javno trguje na organizovanim tržištima kapitala (metod uporedivih kompanija) i/ili 2) uporedivim privrednim subjektima koja su nedavno prošla kroz proces promjene vlasništva (metod uporedivih transakcija).

U oba slučaja, ovlašćeni procjenjivač bira odgovarajući uzorak uporedivih kompanija i/ili transakcija na osnovu kriterijuma uporedivosti. Idealno uporedivi poslovni subjekti su oni koji posluju u istoj djelatnosti kao subjekt procjene i sa uporedivim poslovnim aktivnostima, kao što su između ostalog proizvodni portfolio, spektar usluga koje pružaju, lokacija na kojoj posluju i veličina. Uobičajeno je da se upotrebljivim uzorkom smatra 3 do 5 uporedivih kompanija i/ili uporedivih transakcija.

Za svaki poslovni subjekt u uzorku se izračunava nekoliko pokazatelja vrijednosti ili vrijednosnih multiplikatora. Multiplikator se dobija dijeljenjem vrijednosti investiranog kapitala uporedive kompanije i/ili transakcije sa odabranim finansijskim pokazateljom. Vrijednost investiranog kapitala uporedive kompanije se dobija na bazi podataka sa berze na kojoj je uporediva kompanija listirana.

Primjeri vrijednosnih multiplikatora kod procjene prema Metodi uporedivih kompanija su odnos vrijednosti investiranog kapitala i prihoda od prodaje, odnos vrijednosti investiranog kapitala i dobiti prije kamate, poreza, depresijacije i amortizacije ("EBITDA") i odnos vrijednosti investiranog kapitala prema dobiti prije kamate i poreza ("EBIT") i ovi multiplikatori se koriste pri procjeni vrijednosti investiranog kapitala. Ovlašćeni procjenjivač mora da vodi računa da se multiplikatori primjenjuju na konzistentnoj osnovi tj. na isti finansijski pokazatelj na osnovu koga su obračunati.

U slučaju uporedivih transakcija, multiplikatori vrijednosti se najčešće definišu kao transakcijska vrijednost investiranog kapitala u odnosu na prihod od prodaje, transakcijska vrijednost investiranog kapitala u odnosu na EBITDA i transakcijska vrijednost investiranog kapitala u odnosu na EBIT.

Nakon izračunavanja ovih multiplikatora za svaki uporedivi poslovni subjekt i/ili transakciju, bira se odgovarajući multiplikator vrijednosti za predmetni poslovni subjekt. Multiplikator se bira na osnovu analize i prilagođavanja za rizik poslovnog subjekta koji je predmet procjene i njegovih finansijskih pokazatelja u poređenju s uporedivim poslovnim subjektima i/ili uporedivim transakcijama iz odabranog uzorka. Taj multiplikator se zatim primjenjuje na odgovarajuće finansijske pokazatelje subjekta procjene tako što se množi sa odabranim finansijskim pokazateljem.

Množenjem multiplikatora vrijednosti sa odabranim finansijskim pokazateljem (u najvećoj mjeri finansijski pokazatelji koji se množe su prihod, EBITDA i/ili EBIT) poslovnog subjekta dobija se vrijednost investiranog



kapitala, koja se zatim koriguje za vrijednost neto duga i neoperativne imovine, da bi se dobila preliminarna vrijednost sopstvenog kapitala. Tako obračunata preliminarna vrijednost sopstvenog kapitala može da bude dodatno korigovana i za druge faktore, kao što su kontrolna premija i utrživost.

### 3. Procjena kapitala putem prinostnog pristupa

U okviru Prinostnog pristupa, procjena vrijednosti kapitala poslovnog subjekta se vrši primjenom metoda diskontovanih novčanih tokova i primjenom metoda direktne kapitalizacije.

### 4. Metod Diskontovanih novčanih tokova ("Metod DNT")

Metod DNT se zasniva na pretpostavci da je vrijednost poslovnog subjekta sadašnja vrijednost budućih neto novčanih tokova koje će ostvariti njegov vlasnik.

U postupku primjene metoda DNT, ovlašćeni procjenjivač vrši projekciju novčanih tokova za određeni definisani period, posle kojeg se vrši procjena rezidualne vrijednosti poslovnog subjekta (vrijednost posle definisanog projektovanog perioda), odnosno procjena vrijednosti poslovnog subjekta na neodređeno vrijeme, pod pretpostavkom neograničenog roka poslovanja, u skladu sa načelom kontinuiranog poslovanja.

Kod metode DNT ovlašćeni procjenjivač uzima u obzir: 1) buduće neto novčane tokove koje vlasnik kapitala očekuje da ostvari u budućnosti; 2) vrijeme kada će ti prilivi biti ostvareni i 3) rizike koje preuzima vlasnik tih novčanih tokova.

U postupku procjene primjenom metoda DNT, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač najprije izvrši finansijsku analizu istorijskog poslovanja poslovnog subjekta sa ciljem utvrđivanja polazne osnove za projekciju budućeg poslovanja. Ukoliko postoje značajna odstupanja između istorijskog i projektovanog poslovanja poslovnog subjekta, ovlašćeni procjenjivač je dužan da detaljno obrazloži razloge za takva odstupanja u svom izvještaju o procjeni.

U postupku procjene metodom DNT, potrebno je da ovlašćeni procjenjivač analizira poslovni plan privrednog subjekta, ukoliko postoji i uporedi projektovano poslovanje poslovnog subjekta sa istorijskom realizacijom kako bi potvrdio razumnost takvog poslovnog plana.

Projekciju budućeg poslovanja ovlašćeni procjenjivač može da vrši u nominalnim iznosima (sa uključenim efektom inflacije) ili u realnim iznosima (bez efekta inflacije). U bilo kojoj varijanti projekcija budućeg poslovanja mora da korespondira sa odgovarajućom diskontnom stopom, tj. stopom koja uključuje ili isključuje efekat inflacije.

Kako bi izvršio projekciju budućeg poslovanja poslovnog subjekta, ovlašćeni procjenjivač analizira i projektuje sljedeće stavke: poslovne prihode, poslovne rashode, investiciona ulaganja, strukturu izvora finansiranja, rezidualnu vrijednost (vrijednost posle projektovanog perioda) i diskontnu stopu.

Projekcija prihoda treba da se zasniva na analizi istorijskih prihoda, kao i identifikaciji trendova poslovanja subjekta. Projekcija budućih prihoda od prodaje proizvoda ili pružanja usluga u projektovanom periodu, mora biti uporediva sa istorijskim kretanjima ili u slučaju odstupanja detaljno obrazložena. Za potrebe projekcije budućih prihoda, pored istorijskih rezultata, ovlašćeni procjenjivač treba da izvrši analizu tržišta, konkurencije, inflacije, politiku cijena, proizvodnje, očekivanog rasta, proizvodnih kapaciteta i drugih ekonomskih faktora koji utiču na privrednu granu u kojoj poslovni subjekt posluje.

Projekcija rashoda uključuje projekciju fiksnih i varijabilnih troškova poslovanja, kao i projekciju rashoda za kamate na kredite (ukoliko se projektuju novčani tokovi na bazi sopstvenog kapitala) i buduće efektivne stope poreza na dobit.

Projekcija ulaganja podrazumijeva projekciju potrebnog nivoa obrtnog kapitala, kao i potrebna investiciona ulaganja i investicionu politiku kako bi se ostvarila projekcija budućeg poslovanja poslovnog subjekta.

U zavisnosti od toga koja je svrha procjene i da li se vrši procjena vrijednosti investiranog kapitala ili procjena vrijednosti sopstvenog kapitala, ovlašćeni procjenjivač vrši projekciju novčanog toka na jedan od sljedeća dva načina:

Slobodni novčani tok ka vlasnicima investiranog kapitala =  $EBIT * (1 - \text{poreska stopa}) + \text{amortizacija} - \text{kapitalna ulaganja} - \text{investicije u obrtni kapital}$

Slobodni novčani tok ka vlasnicima sopstvenog kapitala =  $\text{Neto dobit} + \text{amortizacija} - \text{kapitalna ulaganja} - \text{investicije u obrtni kapital} + \text{priliv iz novih kredita} - \text{odliv po osnovu otplate kredita}$

Nakon izvršene projekcije budućeg poslovanja za određeni period, ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu rezidualne vrijednosti, odnosno vrijednosti biznisa poslovnog subjekta nakon projektovanog perioda, u skladu sa načelom kontinuiranog poslovanja.

Za potrebe obračuna slobodnog novčanog toka u rezidualu, uobičajena je praksa da se u rezidualu pretpostavi amortizacija koja je jednaka kapitalnim ulaganjama, što implicira isključivo zamjenu postojećih osnovnih sredstava s

obzirom na to da se ulaganjem iznosa koji je jednak iznosu amortizacije održava ista vrijednost osnovnih sredstava, dok se potrebne investicije u obrtni kapital uzimaju na nivou posljednje projektovane godine.

Stopa rasta u rezidualu, ili dugoročna stopa rasta, odražava stopu stabilnog poslovanja i kao najčešća se uzima očekivana dugoročna inflacija. Ovlašćeni procjenjivač na osnovu analize perspektive i faze ciklusa biznisa subjekta procjene treba da odredi da li će i koliku dugoročnu stopu rasta odrediti, s obzirom na to da u određenim okolnostima dugoročna stopa rasta može biti nulta ili negativna.

Rezidualna vrijednost može da se utvrdi na nekoliko načina, uključujući i primjenu metoda izlaznog multiplikatora (kao u primjeni Tržišnog pristupa) i formule anuiteta.

$$\text{Formula anuiteta} = \text{Slobodni novčani tok u periodu } n * (1 + g) / (\text{PPCK} - g)$$

Gdje je:

Slobodni novčani tok u period = slobodni novčani tok u posljednjoj godini projekcije

$g$  = dugoročna Stopa rasta

PPCK = prosječno ponderisana cijena kapitala.

U slučaju da se diskontuju slobodni novčani tokovi ka vlasnicima sopstvenog kapitala, diskontna stopa koju ovlašćeni procjenjivač treba da koristi jeste cijena sopstvenog kapitala ("CK").

Ovlašćeni procjenjivač određuje diskontnu stopu u skladu sa novčanim tokovima koji se diskontuju. Novčani tokovi raspoloživi vlasnicima sopstvenog kapitala diskontuju se stopom prinosa na sopstveni kapital ("CK"), dok se novčani tokovi raspoloživi vlasnicima investiranog kapitala diskontuju prosječnom ponderisanom cijenom kapitala ("PPCK"). Sopstveni kapital predstavlja vrijednost za vlasnika poslovnog subjekta. Ovo vlasništvo je bez vremenskog ograničenja i u zavisnosti od forme poslovnog subjekta može biti u formi akcijskog kapitala ili udjela. Investirani kapital predstavlja ukupnu vrijednost poslovnog subjekta koja uključuje vrijednost sopstvenog kapitala i vrijednost pozajmljenog kapitala (odnosno kapitala iz pozajmljenih izvora, odnosno finansijskih institucija koji plasiraju kapital u poslovne subjekte radi ostvarivanja prihoda od kamata).

Cijena sopstvenog kapitala predstavlja stopu prinosa koju zahtijevaju investitori, kao kompenzaciju za rizik koji preuzimaju investiranjem u vlasništvo nad kapitalom određenog poslovnog subjekta i najčešće se određuje korišćenjem modela vrednovanja kapitalne aktive (CAPM model).

Pored CAPM modela, za utvrđivanje cijene kapitala, u nedostatku podataka sa tržišta može se koristiti i model zidanja ("Build up" model). CAPM je zasnovan na sljedećoj formuli:

$$K_e = K_f + \beta(\text{ERP} - K_f) + K_s + K_c + K_{sp}$$

Gdje je:

$K_e$  = očekivana cijena sopstvenog kapitala;

$K_f$  = stopa ulaganja bez rizika na dan procjene. Stopa ulaganja bez rizika je stopa prinosa na sredstvo na tržištu koja sa sobom ne nosi bilo kakav rizik, prvenstveno rizik nemogućnosti isplate;

$\beta$  = Beta koeficijent;

ERP = očekivani prinos akcija na tržištu;

$K_s$  = premija za rizik veličine;

$K_c$  = premija za rizik ulaganja u određenu zemlju;

$K_{sp}$  = specifična premija ulaganja u određeno društvo.

Prosječna ponderisana cijena kapitala (PPCK) određena je na osnovu cijene duga i sopstvenog kapitala koji je ponderisan u skladu sa učešćem tržišne vrijednosti kapitala i obaveza u ciljanoj strukturi kapitala.

PPCK se koristi da bi se diskontovali novčani tokovi raspoloživi za vlasnike i kreditore. U cilju određivanja PPCK, ovlašćeni procjenjivač određuje cijenu sopstvenog kapitala, cijenu duga i strukturu kapitala (odnosno dug/kapital) poslovnog subjekta koji je predmet procjene.

Formula za obračun PPCK je:

$$\text{PPCK nakon poreza} = R_e * E / (D + E) + R_d * (1 - t) * D / (D + E)$$

Gdje je:

PPCK nakon poreza = prosječna ponderisana cijena kapitala nakon poreza;

$R_e$  = cijena sopstvenog kapitala;

$E$  = tržišna vrijednost kapitala;

$D$  = tržišna vrijednost duga;

$R_d$  = cijena duga;  $i$

$t$  = statutarna stopa poreza na dobit.

Veoma je važno uskladiti pretpostavku rasta cijena sa korišćenom diskontnom stopom. Ukoliko su projekcije budućih novčanih tokova izvršene u nominalnom iznosu (usklađene za očekivanu inflaciju) korišćena diskontna stopa treba takođe da obuhvati očekivanu stopu inflacije. Isto tako, ukoliko su novčani tokovi zasnovani na realnoj osnovi (nije uzeta u obzir inflacija), diskontna stopa obuhvata očekivani prinos prije uzimanja u obzir projektovane inflacije.

Diskontna stopa treba takođe da bude usklađena sa poreskom osnovom diskontovanih novčanih tokova. Ukoliko projektovani novčani tokovi uključuju očekivani porez na dobit, korišćena diskontna stopa treba da bude stopa nakon obračunatog poreza. U skladu sa tim, ukoliko su novčani tokovi projektovani prije plaćanja poreza na dobit, diskontna stopa treba da bude očekivana diskontna stopa prije poreza. Svi elementi korišćeni u obračunu prosječne ponderisane cijene kapitala i cijene sopstvenog kapitala odnose se na novčane tokove nakon poreza. Ukoliko je potrebno izvršiti korekciju za diskontnu stopu prije poreza na dobit, ona se vrši u odnosu na obračunatu diskontnu stopu nakon poreza.

Projektovani novčani tokovi u određenom periodu, kao i projektovana vrijednost poslovnog subjekta u rezidualu se diskontuju prethodno utvrđenom diskontnom stopom. Dobijena vrijednost, koja predstavlja sumu diskontovanih novčanih tokova u određenom periodu i diskontovane rezidualne vrijednosti poslovnog subjekta predstavlja preliminarnu vrijednost investiranog kapitala (ukoliko su projektovani novčani tokovi ka vlasnicima investiranog kapitala) ili preliminarnu vrijednost sopstvenog kapitala (ukoliko su projektovani novčani tokovi ka vlasnicima sopstvenog kapitala).

Ukoliko dobijena preliminarna vrijednost predstavlja vrijednost investiranog kapitala, dobijenu preliminarnu vrijednost treba korigovati za dug, gotovinu i gotovinske ekvivalente i neoperativnu imovinu kako bi se utvrdila vrijednost sopstvenog kapitala. Formula za preračunavanje vrijednosti sopstvenog kapitala iz investiranog kapitala je data u nastavku:

Vrijednost sopstvenog kapitala = Vrijednost investiranog kapitala - dug + gotovina i gotovinski ekvivalenti + neoperativna imovina

## 5. Metod direktne kapitalizacije

U slučajevima kada poslovni subjekt ostvaruje stabilan nivo poslovanja, ovlašćeni procjenjivač može da koristi u postupku procjene i metod direktne kapitalizacije slobodnog novčanog toka. Za potrebe kapitalizacije slobodnog novčanog toka koristi se stopa kapitalizacije koja se utvrđuje kao razlika između diskontne stope i očekivane dugoročne stope rasta novčanih tokova.

Metod DNT se bazira na očekivanjima i projekciji budućih novčanih tokova koji mogu da variraju iz godine u godinu i uključuje projektovani period i rezidualni period (period posle projektovanog perioda). Za razliku od metoda DNT, metod direktne kapitalizacije je statičan (nema vremensku odrednicu) i bazira se na pretpostavci da je poslovni subjekt dostigao nivo stabilnog poslovanja, te da ubuduće se ne očekuju bilo kakve značajne promjene u njegovom poslovanju.

## 6. Procjena kapitala putem troškovnog pristupa

Troškovni pristup je indirektan pristup u utvrđivanju vrijednosti kapitala poslovnog subjekta i generalno se primjenjuje kod poslovnog subjekta za koji postoji indikacija da je vrijednost imovine veća od njegove zarađivačke sposobnosti.

U zavisnosti od pretpostavke vrijednosti, u okviru ovog metoda najčešće se koristi metod neto imovine i likvidacioni metod.

### 6. Metod neto imovine

Primjenom metoda neto imovine, ovlašćeni procjenjivač utvrđuje vrijednost ukupne imovine i vrijednost obaveza poslovnog subjekta na dan procjene, a vrijednost kapitala predstavlja razliku između procijenjene vrijednosti ukupne imovine i ukupnih obaveza.

U postupku primjene metoda neto imovine, ovlašćeni procjenjivač vrši procjenu svake grupe sredstava, koja uključuje:

- Osnovna sredstva - zemljište, građevinske objekte, postrojenja i opremu, investicije u toku;
- Nematerijalna sredstva - goodwill, ulaganje u razvoj, patenti, koncesije itd.; i
- Obrtnu imovinu - gotovinu, zalihe, hartije od vrijednosti kojima se trguje, kratkoročna potraživanja i aktivna vremenska razgraničenja.

Vrijednost svakog sredstva se određuje posebno, primjenom metoda procjene koji odgovara za grupu kojoj sredstvo pripada. Pojedinačne vrijednosti se potom zbrajaju kako bi se dobila ukupna vrijednost svih sredstava

poslovnog subjekta. Zatim se utvrđuje pojedinačna vrijednost svih obaveza, iskazanih i neiskazanih u bilansima, koje se zbrajaju da bi se utvrdila ukupna vrijednost obaveza poslovnog subjekta.

U okviru zbrajanja i utvrđivanja ukupne vrijednosti sredstava i obaveza društva, ovlašćeni procjenjivač treba da pravilno obračuna vrijednost odloženih poreskih sredstava ili odloženih poreskih obaveza koje nastaju pri promjeni vrijednosti osnovnih sredstava i njihovu vrijednost uključi u obračun. Razlika između procijenjene vrijednosti imovine i knjigovodstvene vrijednosti se množi sa statutarnom stopom poreza na dobit kako bi se utvrdio iznos odložene poreske obaveze ili sredstva. Odložene poreske obaveze nastaju kada je procijenjena vrijednost imovine veća od knjigovodstvene vrijednosti imovine dok u suprotnom nastaju odložena poreska sredstva.

Dobijena vrijednost ukupnih obaveza se zatim oduzima od ukupne procijenjene vrijednosti imovine da bi se dobila procijenjena vrijednost kapitala poslovnog subjekta. Ova vrijednost je istovremeno i procijenjena vrijednost kapitala poslovnog subjekta po metodu neto imovine.

## **7. Likvidacioni metod**

U slučaju likvidacione metode, primjenjuje se isti princip kao i pri primjeni metode neto imovine s tim što se sve pozicije bilansa stanja procjenjuju po likvidacionoj vrijednosti uz primjenu diskonta za redovnu ili prinudnu (ubrzanu) likvidaciju na datum procjene vrijednosti, a ovlašćeni procjenjivač obračunava i dodatne troškove likvidacije koji se oduzimaju od tako procijenjene likvidacione vrijednosti kapitala poslovnog subjekta.

## **VII. POSEBNE SMJERNICE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI U SLUČAJU SPECIFIČNIH NAMJENA**

### **1. Procjena vrijednosti za svrhu finansijskog izvještavanja**

Ukoliko je svrha procjene vrijednosti za potrebe finansijskog izvještavanja, procjena mora biti usklađena sa relevantnim računovodstvenim standardima koji su primjenjivi na oblast imovine:

- Međunarodni računovodstveni standard 16 - Nekretnine, postrojenja i oprema;
- Međunarodni računovodstveni standard 38 - Nematerijalna imovina;
- Međunarodni računovodstveni standard 36 - Umanjenje vrijednosti imovine;
- Međunarodni računovodstveni standard 40 - Investicione nekretnine;
- Međunarodni standard finansijskog izvještavanja 3 - Poslovne kombinacije;
- Međunarodni standard finansijskog izvještavanja 5 - Stalna imovina koja se drži za prodaju i prestanak poslovanja.

Procjene vrijednosti imovine za potrebe finansijskog izvještavanja se rade u skladu sa Međunarodnim standardom finansijskog izvještavanja 13 - Odmjeravanje fer vrijednost.

U svom izvještaju o procjeni, ovlašćeni procjenjivač je dužan da navede predmet procjene sa stanovišta pozicije u bilansu stanja i u skladu sa kojim Međunarodnim računovodstvenim standardom vrši procjenu.

### **2. Procjena vrijednosti za svrhu obezbjeđenja kreditnih i drugih plasmana ili za potrebe vrjednovanja kolaterala banke**

Procjene vrijednosti za potrebe obezbjeđivanja kredita ili drugih plasmana ili za potrebe vrjednovanja kolaterala banke, vrše se u skladu sa Evropskim standardima za procjenu vrijednosti.

Prilikom procjene vrijednosti nepokretnosti za potrebe obezbjeđivanja kreditnih i drugih plasmana ovlašćeni procjenjivač treba da obrati posebnu pažnju na tržišne uslove koji su bili preovlađujući na dan procjene na lokaciji na kojoj se nalazi predmetna nekretnina, da li se planiraju dodatne promjene na samoj nepokretnosti, u njenom okruženju ili relevantnom pravnom okviru koji mogu bitno uticati na procijenjenu vrijednost.

Pored toga, ovlašćeni procjenjivač je dužan da navede sva ograničenja dostupnih podataka sa tržišta koji su uporedivi sa predmetom procjene.

U svom izvještaju o procjeni, ovlašćeni procjenjivač je dužan da naglasi da procjenu vrijednosti vrši za potrebe obezbjeđenja kreditnih i drugih plasmana.

### **3. Procjena vrijednosti za svrhu objavljivanja javne ponude za preuzimanje akcija**

Procjena vrijednosti za svrhu objavljivanja javne ponude za preuzimanje akcija vrši se u skladu sa zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava.

U svom izvještaju o procjeni, ovlašćeni procjenjivač je dužan da naglasi da procjenu vrijednosti vrši za svrhu objavljivanja javne ponude za preuzimanje akcija u skladu sa zakonom kojim se uređuje preuzimanje akcionarskih društava.

## VIII. TABELARNI PRIKAZ METODOLOGIJE ZA PROCJENU VRIJEDNOSTI

U okviru Tabele 3 dat je opis pristupa i metoda procjene za nematerijalna sredstva korišćenjem prinostnog pristupa, u okviru Tabele 4 dat je opis pristupa i metoda procjene za nematerijalna sredstva korišćenjem tržišnog i troškovnog pristupa, dok je u okviru Tabele 5 dat pregled opšteprihvaćenih pristupa i metoda za procjenu vrijednosti nematerijalnih sredstava, prema predmetu procjene.

*Tabela 3: Opis pristupa i metoda procjene za nematerijalna sredstva – prinostni pristup*

Pristup procjene	Metod procjene	Upotreba
1 Prinostni pristup	Metod oslobođenja od plaćanja naknade za korišćenje sredstava	<p>Nematerijalna sredstva vezana za marketing:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Brend;</li> <li>o Robne marke;</li> <li>o Zaštitni znak.</li> </ul> <p>Tehnološka nematerijalna sredstva:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Razvijena/ključna tehnologija;</li> <li>o "Know-how".</li> </ul> <p>Nematerijalna sredstva vezana za umjetnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Autorska prava.</li> </ul>
	Metod uvećane zarade	<p>Nematerijalna sredstva vezana za korisnike:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Liste kupaca;</li> <li>o Ugovori sa kupcima ili povezani odnosi sa kupcima.</li> </ul> <p>Nematerijalna sredstva zasnovana na ugovorima:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Licence ili naknade za korišćenje imena;</li> <li>o Ugovori o distribuciji i/ili snabdijevanju;</li> <li>o Ugovori o franšizi;</li> <li>o <sup>K</sup> a Koncesiona prava.</li> </ul> <p>Tehnološka nematerijalna sredstva:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o <sup>1</sup> Istraživanje i razvoj u toku;</li> <li>o <sup>g</sup> Razvijena/ključna tehnologija.</li> </ul> <p>Nematerijalna sredstva vezana za umjetnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o <sup>p</sup> Autorska prava.</li> </ul>
	Metod „sa“ i „bez“	<p>Nematerijalna sredstva vezana za marketing:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o <sup>a</sup> Ugovori o isključivanju konkurencije.</li> </ul> <p>Nematerijalna sredstva zasnovana na ugovorima:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o <sup>2</sup> Ugovori o franšizi;</li> <li>o Koncesiona prava.</li> </ul> <p>Tehnološka nematerijalna sredstva:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Procesi;</li> <li>o Razvijena/ključna tehnologija.</li> </ul>
	„Greenfield“ metod	<p>Nematerijalna sredstva zasnovana na ugovorima:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Ugovori o franšizi;</li> <li>o Licence ili naknade za korišćenje imena (npr. licenca za upotrebu radio-frekventnog spektra u mobilnoj telefoniji, licenca za vađenje rude, licenca za emitovanje programa itd.);</li> <li>o Eksploataciona prava;</li> <li>o Koncesiona prava.</li> </ul>

Tabela 4: Opis pristupa i metoda procjene za nematerijalna sredstva - tržišni pristup i troškovni pristup

Pristup procjene	Metod procjene	Upotreba
2 Tržišni pristup	Metod uporedivih cijena	<p>Nematerijalna sredstva vezana za marketing:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Brend;</li> <li>o Internet domeni.</li> </ul> <p>Nematerijalna sredstva zasnovana na ugovorima:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Licence ili naknade za korišćenje imena;</li> <li>o Ugovori o eksploatacionim pravima;</li> <li>o Koncesiona prava.</li> </ul> <p>Tehnološka nematerijalna sredstva:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Patenti;</li> <li>o Razvijena/ključna tehnologija;</li> <li>o Interno razvijeni softver;</li> </ul> <p>Nematerijalna sredstva vezana za umjetnost:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Autorska prava.</li> </ul>
3 Troškovni pristup	Metod amortizovanih troškova zamjene i Metod troškova reprodukcije	<p>Tehnološka nematerijalna sredstva:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>o Kompjuterski softver, otkupljen;</li> <li>o Interno razvijeni softver (softver koji je predmet prodaje i softver koji je interno korišćen nije predmet prodaje);</li> </ul> <p>Procjena vrijednosti troškova zaposlenih kao ostalog sredstva u okviru primjene metoda uvećane zarade.</p>

Tabela 5: Pregled opšteprihvaćenih pristupa i metoda za procjenu vrijednosti nematerijalnih sredstava, prema predmetu procjene

Predmet procjene	Tržišni pristup	Prinosni pristup	Troškovni pristup
U okviru pristupa, primjenljivi su sledeći metodi:			
1 Nepokretnosti			
1.1 Zemljište	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Pristup nije primjenljiv.
1.2 Građevinski objekti	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Metod amortizovanih troškova zamjene Metod troškova reprodukcije
1.3 Investicione nekretnine	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Pristup nije primjenljiv.
1.4 Razvojni projekti	Pristup nije primjenljiv.	Rezidualni metod	Pristup nije primjenljiv.
2 Postrojenja i oprema	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Metod amortizovanih troškova zamjene Metod troškova reprodukcije
3 Biološka sredstva	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Pristup nije primjenljiv.
Napomena	Pristup je primjenljiv ukoliko postoje raspoloživi podaci o cijenama uporedivih materijalnih sredstava.	Pristup je primjenljiv ukoliko postoje raspoloživi podaci o prihodima i rashodima koji se odnose na materijalno sredstvo.	Metod je primjenljiv ukoliko nisu raspoloživi podaci za tržišni i prinosni pristup i ukoliko su raspoloživi troškovi zamjene reprodukcije materijalnog sredstva.

U okviru

Tabela 6 dat je opis pristupa i metoda procjene za materijalna sredstva, dok je u okviru Tabela 7 dat pregled opšteprihvaćenih pristupa i metoda procjene, prema predmetu procjene:

Tabela 6: Opis pristupa i metoda procjene za materijalna sredstva

Pristup procjene	Metod procjene	Upotreba
1 Tržišni pristup	Metod uporedivih cijena	Zemljište; Građevinski objekti; Investicione nekretnine; Postrojenja i oprema; Biološka sredstva.
2 Prinosni pristup	Metod diskontovanih novčanih tokova	Zemljište (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje); Građevinski objekti (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje); Investicione nekretnine; Postrojenja i oprema (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje). Biološka sredstva (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje).
	Metod direktne kapitalizacije	Zemljište (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje); Građevinski objekti (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje); Investicione nekretnine; Postrojenja i oprema (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje). Biološka sredstva (u slučaju da je svrha upotrebe za izdavanje).
	Rezidualni metod	Razvojni projekti.
3 Troškovni pristup	Metod amortizovanih troškova zamjene i Metod troškova reprodukcije	Izključivosu slučaju da ne postoje adekvatni raspoloživi podaci za primjenu tržišnog i prinosnog pristupa: Građevinski objekti; Postrojenja i oprema.

Tabela 7: Pregled opšteprihvaćenih pristupa i metoda za procjenu vrijednosti materijalnih sredstava

Predmet procjene	Tržišni pristup	Prinosni pristup	Troškovni pristup
U okviru pristupa, primjenljivi su sledeći metodi:			
1 Nekretnosti			
1.1 Zemljište	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Pristup nije primjenljiv.
1.2 Građevinski objekti	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Metod amortizovanih troškova zamjene Metod troškova reprodukcije
1.3 Investicione nekretnine	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Pristup nije primjenljiv.
1.4 Razvojni projekti	Pristup nije primjenljiv.	Rezidualni metod	Pristup nije primjenljiv.
2 Postrojenja i oprema	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Metod amortizovanih troškova zamjene Metod troškova reprodukcije
3 Biološka sredstva	Metod uporedivih cijena	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Pristup nije primjenljiv.

Napomena	Pristup je primjenljiv ukoliko postoje raspoloživi podaci o cijenama uporedivih materijalnih sredstava.	Pristup je primjenljiv ukoliko postoje raspoloživi podaci o prihodima i rashodima koji se odnose na materijalno sredstvo.	Metod je primjenljiv ukoliko nisu raspoloživi podaci za tržišni i prinosni pristup i ukoliko su raspoloživi troškovi zamjene/reprodukcije materijalnog sredstva.
----------	---	---	--

U okviru Tabela 8, dat je opis pristupa i metoda procjene za kapital, dok je u okviru Tabela 9, dat pregled opšteprihvaćenih pristupa i metoda procjene, prema predmetu procjene:

**Tabela 8: Opis pristupa i metoda procjene za kapital**

Pristup procjene	Metod procjene	Upotreba
1 Tržišni pristup	Metod uporedivih kompanija	Kapital (u slučaju da postoje raspoloživi podaci o uporedivim kompanijama)
	Metod uporedivih transakcija	Kapital (u slučaju da postoje raspoloživi podaci o transakcijama uporedivih kompanija)
2 Prinosni pristup	Metod diskontovanih novčanih tokova	Kapital (u slučaju da postoje raspoloživi podaci o budućim novčanim tokovima)
	Metod direktne kapitalizacije	Kapital (u slučaju da postoje raspoloživi podaci o budućim novčanim tokovima)
3 Troškovni pristup	Metod neto imovine i Likvidacioni metod	Kapital, u sledećim slučajevima: o Nisu raspoloživi podaci za primjenu tržišnog i prinosnog pristupa; o Postoji indicija da je vrednost imovine društva veća od njegove zarađivačke sposobnosti.

**Tabela 9: Pregled opšteprihvaćenih pristupa i metoda za procjenu vrijednosti kapitala**

Predmet procjene	Tržišni pristup	Prinosni pristup	Troškovni pristup
	U okviru pristupa, primjenljivi su sledeći metodi:		
1 Kapital	Metod uporedivih kompanija Metod uporedivih transakcija	Metod diskontovanih novčanih tokova Metod direktne kapitalizacije	Metod neto imovine Likvidacioni metod
Napomena	Pristup je primjenljiv ukoliko postoje raspoloživi podaci o uporedivim kompanijama ili uporedivim transakcijama.	Pristup je primjenljiv ukoliko postoje raspoloživi podaci o prihodima i rashodima koji se odnose na društvo.	Metod je primjenljiv ukoliko nisu raspoloživi podaci za tržišni i prinosni pristup.