

Istiskivanje manjinskih dioničara

Mikac, Katarina

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **RRiF College of Financial Management / RRiF Visoka škola za financijski menadžment**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:198:567366>

Rights / Prava: [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-09-28**



Repository / Repozitorij:

[Repository of Final Examination Papers University of Applied Sciences RRiF - Final Examination Papers and Diploma Papers](#)



RRiF VISOKA ŠKOLA ZA FINANCIJSKI MENADŽMENT U ZAGREBU

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ KORPORATIVNE FINACIJE

SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI RAD

ISTISKIVANJE MANJINSKIH DIONIČARA

Ime i prezime studenta: Katarina Mikac

Matični broj studenta: 085/15-I-SDS

Mentor: dr. sc. Aljoša Šestanović, viši predavač

Zagreb, 2019.

ZAHVALA

Kao i na kraju preddiplomskog studija, tako i sada zahvaljujem svojim divnim roditeljima na neizmjernom povjerenju u mene, bez kojih ničega od ovog ne bi bilo, bratu Robertu na svesrdnoj pomoći i suprugu Zoranu na beskrajnoj podršci te dr. sc. Šestanoviću ne samo na mentorstvu već i na iznimno zanimljivim i inspirativnim predavanjima.

NASLOV: Istiskivanje manjinskih dioničara

SAŽETAK: U radu se ispituje pravno uređenje triju instituta u hrvatskom zakonodavstvu putem kojih se (uvjetno rečeno) može postići istiskivanje manjinskih dioničara, ali i njihova zaštita, kao i metode vrednovanja društva (dionica) koje se mogu upotrijebiti prilikom određivanja pravične cijene za istisnute dioničare. Zaključno, u svrhu praktičnog prikaza, na temelju studije slučaja obrađuje se procjena vrijednosti društva Siemens d.d. u trenutku istiskivanja manjinskih dioničara i određivanje pravične cijene za iste, temeljeno na *Elaboratu o procjeni fer vrijednosti* društva Siemens d.d. uz osvrt na moguća odstupanja od utvrđene vrijednosti.

Ključne riječi: *prijenos dionica manjinskih dioničara, Zakon o trgovačkim društvima, Zakon o preuzimanju dioničkih društava, pravična cijena, metode za procjenu vrijednosti društva*

TITLE: Squeeze-out of minority shareholders

SUMMARY: The paper deals with the legal arrangement of three institutes in Croatian legislation through which (conditionally speaking) it is possible to achieve the squeeze-out of minority shareholders, but also their protection as well as the methods of valuation of companies (shares) that can be used when determining fair price for squeezed shareholders. Inclusive, for the purpose of a practical presentation, a case study examines the valuation of the company Siemens d.d. at the time of squeeze-out of minority shareholders and the determination of the fair price for the same, based on the *Fair value estimation* of Siemens d.d. with reference to possible deviations from the established value.

Key words: *squeeze-out, Companies Act, Takeover Act, fair price, methods of valuation of companies*

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Problem istraživanja	1
1.2. Predmet istraživanja.....	2
1.3. Cilj istraživanja.....	3
1.4. Metode istraživanja.....	3
1.5. Kompozicija diplomskog rada.....	4
1.6. Ograničenja u istraživanju	5
2. ZAKONODAVNI OKVIR	6
2.1. Pravni izvori procesa istiskivanja manjinskih dioničara.....	7
2.2. Uloge korporativnih tijela u procesu istiskivanja	9
3. PROCES ISTISKIVANJA MANJINSKIH DIONIČARA.....	14
3.1. Institut prijenosa dionica manjinskih dioničara	14
3.2. Institut priključenja društva	22
3.3. Institut preuzimanja dioničkih društava.....	26
4. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA.....	33
4.1. Temeljni koncepti vrijednosti	34
4.1.1. Knjigovodstvena vrijednost.....	34
4.1.2. Likvidacijska vrijednost	35
4.1.3. Tržišna vrijednost.....	35
4.1.4. Ekonomska vrijednost	36
4.2. Metode procjene vrijednosti poduzeća	37
4.3. Metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tijekova	40
4.3.1. Model diskontiranih dividendi	43
4.3.2. Model diskontiranih slobodnih novčanih tijekova	46
4.3.3. Model rezidualne dobiti.....	49
4.4. Procjena vrijednosti metodom multiplikatora.....	51
4.4.1. Multiplikatori usporedivih poduzeća.....	53
4.4.2. Multiplikatori usporedivih transakcija	58
5. PROCJENA VRIJEDNOSTI DRUŠTVA SIEMENS d.d.....	59

5.1.	Povijesni pregled.....	59
5.2.	Siemens u Hrvatskoj	63
5.3.	Istiskivanje manjinskih dioničara društva Siemens d.d.	64
5.4.	Izračun fer vrijednosti dioničkog kapitala	66
5.5.	Primjerena otpremnina za manjinske dioničare.....	72
5.6.	Prijenos dionica manjinskih dioničara.....	72
5.7.	Analiza osjetljivosti	73
6.	ZAKLJUČAK	76
7.	POPIS LITERATURE	77
7.1.	Popis knjiga.....	77
7.2.	Popis članaka objavljenih u časopisima.....	77
7.3.	Popis radova objavljenih na mrežnim stranicama	79
7.4.	Propisi	80
7.5.	Mrežne stranice.....	80
7.6.	Ostalo	81
8.	POPIS SLIKA I TABLICA	82
8.1.	Slike	82
8.2.	Tablice	82

1. UVOD

Sve šira globalizacija i razvoj tržišta kapitala nedvojbeno uzrokuju događaje koji utječu na promjene i među njegovim sudionicima, odnosno unutar poslovnih subjekata, a koje se između ostaloga ogledaju u promjeni članske strukture društva uvjetovane promjenama u temeljnom kapitalu, tj. onima koji svojim ulozima sudjeluju u njemu, što posredno dovodi do podjele članova na dvije osnovne skupine, većinske i manjinske dioničare.

Ta podjela moguća je već od samog početka nastanka društva kada neki član (glavni dioničar) "drži" većinski paket dionica ili do njega dolazi tijekom "života" (poslovanja) društva¹, koja onda tom dioničaru daje određene prednosti u odnosu na druge članove, a koja se očituju kroz njegova ne samo imovinska već i upravljačka prava.

S obzirom na to da glavni dioničar u nekim slučajevima svoje interese, a koji su u suprotnosti sa interesima manjinskih dioničara pokušava ostvariti putem njihova istiskivanja iz društva, u radu se ispituje pravno uređenje triju instituta u hrvatskom zakonodavstvu putem kojih se (uvjetno rečeno) može postići istiskivanje manjinskih dioničara, kao i metode vrednovanja trgovačkog društva² (dionica) prilikom određivanja primjerene otpremnine za istisnute dioničare, kojom se treba uspostaviti ravnoteža između glavnog i manjinskih dioničara, osobito jer potonji ne mogu (uvijek) utjecati na odluku glavnog dioničara glede prijenosa njihovih dionica i visine otpremnine.

1.1. Problem istraživanja

Problem istraživanja je zaštita manjinskih dioničara kroz primjerenu otpremninu za njihove preuzete dionice/udjele i način njenog određivanja s obzirom na to da zakonodavac ne

¹ Članstvo u dioničkom društvu može se steći izvorno (originarno) ili izvedeno (derivativno). O izvornom članstvu govorimo kada neki dioničar stječe dionice neposredno od dioničkog društva, sudjelovanjem u osnivanju društva i/ili sudjelovanjem u povećanju temeljnog kapitala. Kod izvedenog članstva dionice se ne stječu neposredno od društva u vrijeme njihova izdavanja već se stječu bilo od prijašnjeg dioničara ili od samog društva kada ono prenosi vlastite dionice koje je steklo. Do izvedenog stjecanja može doći pravnim poslom i/ili sljedništvom zbog smrti dioničara fizičke osobe ili statusne promjene dioničara pravne osobe.

² Zakon o trgovačkim društvima (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.) predviđa pojam *trgovačko društvo*. U radu se osim pojma trgovačko društvo koristi i njegov skraćeni oblik *društvo*, pod kojim se misli na trgovačko društvo.

propisuje kojom/-im metodom/-ama istu treba odrediti, kao i činjenica da za njezino određenje ne bi trebala biti važna samo trenutačna vrijednost društva (dionica) na tržištu već i razumijevanje da se manjinski dioničari lišavaju dionica/udjela od kojih bi i u budućnosti mogli imati koristi.

Iako se procjena vrijednosti poduzeća uglavnom temelji na nizu konkretnih računa, ona je ipak više vještina nego egzaktna znanost.³

Vrijednost društva može se odrediti na više načina, odnosno primjenom različitih metoda, pri čemu je uvijek potrebno voditi računa o specifičnostima samog društva, ali i o konkretnoj situaciji, odnosno trenutnim i očekivanim tržišnim okolnostima, stupnju asimetrije informacija, stručnosti samog procjenitelja, kao i o motivima zbog kojih se pristupa procjeni vrijednosti društva.

Stoga svaka procjena, upravo zbog niza različiti pretpostavki kao i upotrebom različitih metoda, može dati bitno različite rezultate.

1.2. Predmet istraživanja

U teorijskom dijelu rada predmet istraživanja su instituti kojima se pravno uređuje pitanje istiskivanja manjinskih dioničara u Republici Hrvatskoj, ali i njihove zaštite kroz određivanje primjerene otpremnine za njihove preuzete dionice/udjele te različite metode za procjenu vrijednosti (takvog) društva.

Rad obuhvaća i empirijski dio, a to je procjena vrijednosti društva Siemens d.d. u trenutku istiskivanja manjinskih dioničara i određivanje primjerene otpremnine za iste, temeljeno na ustupljenom *Elaboratu o procjeni fer vrijednosti*⁴ uz osvrt na moguća odstupanja od utvrđene vrijednosti.

³ Kopun, V. i Slade, J. (1991). Metode procjene vrijednosti i ocjene boniteta poduzeća. Zagreb: Kopun i Kopun d.o.o., str. 13.

⁴ *Elaborat o procjeni fer vrijednosti* sastavni je dio sudskog spisa pri Trgovačkom sudu u Zagrebu, poslovni broj: P-4832/2005, vezano uz tužbu manjinskih dioničara radi ništavosti odluka glavne skupštine društva Siemens d.d. o prijenosu dionica manjinskih dioničara. Ustupljen je autorici za potrebe pisanja diplomskog rada.

1.3. Cilj istraživanja

U teorijskom dijelu cilj je upoznati zainteresirane dionike ovog rada s institutima u okviru hrvatskog zakonodavstva, koji uređuju pitanje istiskivanja manjinskih dioničara putem kojih glavni dioničar ostvaruje svoje ciljeve, ali putem kojih se treba ostvariti i zaštita manjinskih dioničara, odnosno zaštita njihovih prava i ciljeva.

Cilj je također utvrditi načine određivanja primjerene otpremnine za manjinske dioničare, odnosno na jednostavan i razumljiv način opisati metode za procjenu vrijednosti društva.

U empirijskom dijelu cilj je istražiti kojim je metodama utvrđena vrijednost društva Siemens d.d. i iznos primjerene otpremnine za manjinske dioničare te prikazati moguća odstupanja u odnosu na vrijednost utvrđenu u elaboratu pomoću analize osjetljivosti.

1.4. Metode istraživanja

Rad se sastoji od teorijskog i empirijskog dijela, čemu su prilagođene i metode istraživanja korištene za pisanje ovog rada.

Teorijski dio temelji se na prikupljenoj stručnoj i znanstvenoj literaturi, i u njegovoj su izradi korištene sljedeće metode:

- Induktivna metoda – kojom se na temelju pojedinačnih činjenica dolazi do zaključka o tome kako je uređeno pitanje istiskivanja i zaštite manjinskih dioničara, odnosno određivanja primjerene otpremnine
- Metoda deskripcije – kojom se na jednostavan i razumljiv način opisuju metode za procjenu vrijednosti društva
- Metoda analize – kojom se istražuju posebnosti pojedinih metoda u vidu njihovih prednosti i nedostataka
- Metoda kompilacije – s obzirom na to da se u radu koriste informacije, mišljenja i zaključci niza drugih autora

Empirijski dio temelji se na ustupljenom Elaboratu o procjeni fer vrijednosti izrađen za društvo Siemens d.d., kao i na prikazu mogućeg odstupanja od utvrđene vrijednosti u trenutku izrade elaborata.

Stoga su u tom dijelu korištene sljedeće metode:

- Metoda studija slučaja – pomoću koje se prikazuje konkretan primjer izračuna fer vrijednosti dioničkog kapitala te primjerene otpremnine
- Analiza osjetljivosti – kao odgovor na pitanje imaju li i koliko pojedine varijable utjecaj na rezultirajuću vrijednost
- Komparativna metoda – kojom se uspoređuju dobiveni rezultati

1.5. Kompozicija diplomskog rada

Kako bi dao potpunu sliku o predmetnom istraživačkom problemu, rad sastoji se od šest cjelina, uključujući uvod i zaključak, koji gradacijski prolaze kroz istraživačka pitanja.

U uvodnom dijelu definirani su problem istraživanja, predmet istraživanja, ciljevi istraživanja kao i metode korištene u izradi rada te su navedena ograničenja koja su se javila u istraživanju.

U drugom dijelu obuhvaćeni su osnovni pojmovi iz zakonodavnog okvira, vezani uz ustroj dioničkog društva, nužni za razumijevanje predmeta istraživanja.

U trećem dijelu detaljno je obrađeno pravno uređenje triju instituta u hrvatskom zakonodavstvu putem kojih se (uvjetno rečeno) može postići istiskivanje manjinskih dioničara, dok su metode vrednovanja društva (dionica), a koje se mogu upotrijebiti za određivanje primjerene otpremnine za istisnute dioničare obrađene u četvrtom dijelu.

U petom, empirijskom dijelu obrađena je studija slučaja društva Siemens d.d., odnosno procjena fer vrijednosti dioničkog kapitala društva i određivanje primjerene otpremnine radi istiskivanja manjinskih dioničara, kao i moguća odstupanja temeljem analize osjetljivosti.

Šesti dio rada predstavlja zaključak koji je donesen na temelju teorijskog i empirijskog dijela, i sadrži mišljenje o provedenom istraživanju.

1.6. Ograničenja u istraživanju

Temeljno ograničenje ovog istraživanja odnosi se na njegov empirijski dio.

Predmetno istraživanje u empirijskom dijelu obuhvaća vremensko razdoblje za koje, izuzev posljednje godine projiciranog razdoblja, nisu dostupna financijska izvješća iz Registra javno dostupnih godišnjih financijskih izvještaja, niti su isti ustupljeni od strane predmetnog društva.

Financijska izvješća (djelomična)⁵ za projicirano razdoblje, pribavljena su putem Financijske agencije iz Registra godišnjih financijskih izvještaja, ali s obzirom na to da se vrijednosti u njima razlikuju od vrijednosti iskazanih u nerevidiranim financijskim izvješćima objavljenim na internetskim stranicama Zagrebačke burze, ista nije bilo moguće valjano kombinirati.⁶ Stoga nije bilo moguće precizno analizirati razdoblje projekcije odnosno izračunati stvarnu fer vrijednost za projicirano razdoblje te komparativnom metodom prikazati odstupanja izračunate fer vrijednosti iz elaborata od sada stvarno utvrđene fer vrijednosti.

Nadalje, namjera je bila u empirijskom dijelu, pomoću komparativne metode prikazati i razliku u cijeni, odnosno visini otpremnine, koju su tražili manjinski dioničari Siemens d.d. u odnosu na cijenu/otpremninu koju im je ponudilo društvo Siemens d.d., ali zbog nemogućnosti pribavljanja Elaborata o procjeni fer vrijednosti društva Siemens d.d. koje je za manjinske dioničare izradilo društvo Zgombić i partneri d.o.o., isto nije bilo moguće sprovesti.

Izračunom gore navedenog mogla bi se bolje objasniti posebnost u pristupu odnosno korištenju pojedinih metoda procjene društva (dionica) i značaj subjektivnosti procjenitelja, odnosno potrebu da se pitanju određivanja primjerene otpremnine pristupi višedimenzionalno.

⁵ Bilanca i Račun dobiti i gubitka.

⁶ Na internetskim stranicama Zagrebačke burze objavljeno je i Izvješće o novčanom tijeku, potrebno za izračun novčanog tijeka odnosno fer vrijednosti dioničkog kapitala.

2. ZAKONODAVNI OKVIR

Pravo prijenosa dionica manjinskih dioničara (engl. *squeeze-out*) propisano je čl. 15. *Direktive o ponudama za preuzimanje*⁷ koju su države članice Europske unije, sukladno čl. 21. st. 1., bile dužne implementirati u svoja nacionalna zakonodavstva do 20. svibnja 2006. godine.

U hrvatskom zakonodavstvu institut prijenosa dionica manjinskih dioničara propisan je i prije donošenja Direktive i to odredbama čl. 300.f. – čl. 300.k. *Zakona o trgovačkim društvima* (Nar. nov., br. 111/93., 34/99., 121/99., 52/00., 118/03., 107/07., 146/08., 137/09., 125/11., 152/11., 111/12., 68/13. i 110/15., dalje: ZTD), koje su u naš pravni sustav uvedene 2003. godine *Zakonom o izmjenama i dopunama ZTD-a* (Nar. nov., br. 118/03.), a počele su se primjenjivati od 1. siječnja 2004. godine.⁸

S obzirom na to da rješenja iz ZTD-a nisu odgovarala zahtjevima Direktive, čl. 45. *Zakona o preuzimanju dioničkih društava* (Nar. nov., br. 109/07., 36/09., 108/12., 90/13., 99/13. i 148/13., dalje: ZPDD) uveden je novi institut prijenosa dionica manjinskih dioničara, koji će se primjenjivati ako on uslijedi nakon objavljene i provedene ponude za preuzimanje ciljnog društva te se u tom slučaju ne primjenjuju gore navedene odredbe ZTD-a.

S obzirom na to da se prilikom priključenja društva u slučaju dioničara odnosno članova društva⁹ koji drže do 5% dionica odnosno udjela u priključujućem društvu i to samo u situaciji ako je glavno društvo u ovisnom položaju prema nekom drugom vladajućem društvu, manjinski dioničari mogu (uvjetno rečeno jer se zapravo radi o njihovom vlastitom izboru u kojem obliku žele primiti otpremninu) istisnuti iz sada glavnog društva¹⁰, u radu se obrađuje i institut priključenja društva, koji je uređen odredbama čl. 503. – čl. 510. ZTD-a.

Radi razumijevanja materije u nastavku je dan kratak prikaz pravnih izvora procesa istiskivanja manjinskih dioničara te uloge korporativnih tijela u procesu istiskivanja.

⁷ Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids (Text with EEA relevance), L 142/12, 30. 04. 2004. Raspoloživo na: URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0025> (pristupljeno 17. svibnja 2018.).

⁸ Te odredbe su izmijenjene i dopunjene Novelom ZTD-a iz 2009. godine.

⁹ Institut priključenja moguć je i kod dioničkih društava i društava s ograničenom odgovornošću.

¹⁰ Oni uvijek istupaju iz priključujućeg društva.

2.1. Pravni izvori procesa istiskivanja manjinskih dioničara

Prema ZTD-u trgovačka društva u Republici Hrvatskoj dijele se na društva osoba (javno trgovačko društvo, komanditno društvo i gospodarsko interesno udruženje) i društva kapitala (jednostavno društvo s ograničenom odgovornošću, društvo s ograničenom odgovornošću i dioničko društvo).

Prema odredbi čl. 159. st. 1. ZTD-a dioničko društvo je trgovačko društvo u kojem članovi (dioničari) sudjeluju s ulozima u temeljnom kapitalu podijeljenom na dionice.¹¹ Dioničar može biti pravna ili fizička osoba. Društvo može imati samo jednog dioničara ili više njih, a svaki dioničar sudjeluje u temeljnom kapitalu s jednom dionicom ili više njih.¹²

Društvo može izdati dionice s nominalnim iznosom (nominalne dionice) ili dionice bez nominalnog iznosa (komadne dionice), s time da nominalni iznos jedne dionice ne može biti manji od 10,00 kuna. Kod dionica s nominalnim iznosom udio u temeljnom kapitalu određuje se odnosom njihovog nominalnog iznosa i nominalnog iznosa tog kapitala, a kod dionica bez nominalnog iznosa udio u temeljnom kapitalu određuje se brojem dionica. Zbroj uplata svih dionica čini temeljni kapital.¹³

Temeljni kapital društva određen je statutom društva, a prema ZTD-u ne smije biti manji od 200.000,00 kn, s time da ZTD propisuje samo najniži dopušteni iznos temeljnog kapitala, ali ne i najviši iznos. Svojim ulogom dioničar sudjeluje u temeljnom kapitalu društva, ali ne postaje vlasnikom društva. On posjeduje dionice te stječe određena prava¹⁴ i obveze¹⁵ koje mu u tom društvu daju njegove dionice.

¹¹ Zakon o trgovačkim društvima (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

¹² Gorenc, V. (2011). Pravo trgovačkih društava. 2. dopunjeno izdanje. Zaprešić: Visoka škola za poslovanje i upravljanje s pravom javnosti "Baltazar Adam Krčelić", str. 117.

¹³ Ibid.

¹⁴ U svom radu Barbić (2010: 521-608) dijeli prava dioničara na upravljačka i imovinska prava. Upravljačka prava dioničara obuhvaćaju pravo na sudjelovanje u glavnoj skupštini društva, uključujući i pravo na raspravljanje, pravo na obaviještenost, pravo glasa i pravo na pobijanje odluka glavne skupštine. Imovinska prava obuhvaćaju pravo na isplatu dividende, pravo na plaćanje naknade za ispunjene dodatnih obveza, pravo prvenstva pri upisu novih dionica društva, pravo na isplatu dijela sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva za slučaj njegova smanjenja, pravo na isplatu ostatka nakon provedene likvidacije društva ili eventualnog ostatka stečajne mase, pravo vanjskog dioničara na primjerenu naknadu i otpremninu, pravo dioničara koji istupa iz društva zbog njegovog priključenja drugom društvu na primjerenu otpremninu, pravo dioničara koji je na propisani način glasovao protiv odluke o preoblikovanju dioničkog društva u društvo s ograničenom odgovornošću da mu društvo otkupi njegov udio i za to plati primjerenu naknadu.

Upravo s obzirom na udio u temeljnom kapitalu društva dioničari se dijele na većinske i manjinske dioničare, ovisno o tome posjeduju li više ili manje od 50% dionica koje daju pravo glasa na glavnoj skupštini društva. Bit odnosa većinskih i manjinskih dioničara je u tome da u glavnoj skupštini manjinski dioničari nemaju dovoljan broj glasova kojima bi ostvarili svoje interese, a koji su u tom slučaju u suprotnosti sa interesima većine. U praksi i manji postotak od 50% može biti dovoljan za donošenje odluka (npr. dioničar s pojedinačno najvećim udjelom), zbog nejedinstvenosti i/ili pasivnosti ostalih dioničara ili ako imaju značajan utjecaj na poslovne odluke društva kroz druge mehanizme (npr. imaju značajan posredan utjecaj na druge dioničare).

ZTD u čl. 169. st. 1. određuje da svaka dionica daje pravo glasa u skupštini društva. Bez prava glasa mogu se izdati samo povlaštene dionice¹⁶, s time da ukupni iznos temeljnog kapitala koji se odnosi na takve dionice ne može prijeći polovinu iznosa temeljnog kapitala društva.¹⁷ Međutim ako se povlaštenim dionicama bez prava glasa ne isplati povlašteni iznos na ime dobiti u jednoj godini ili im se samo djelomično isplati te im se isti ne nadoknadi u narednoj godini uz puni iznos na koji imaju pravo u toj godini, tada one stječu pravo glasa na glavnoj skupštini društva sve dok im se ne isplate zaostaci. U tom se slučaju povlaštene dionice uzimaju u obzir pri izračunavanju veličine sudjelovanja u temeljnom kapitalu društva.¹⁸

Pravo glasa ostvaruje se prema nominalnim iznosima dionica, a na temelju dionica bez nominalnog iznosa prema njihovom broju.¹⁹ U našem pravu nije dopušten *pluralni votum*, tj.

¹⁵ Glavna obveza dioničara je unos uloga (uplata u novcu ili prijenos stvari i prava kad se ulozi sastoje od stvari ili prava) na koji se obvezao. Iznimno se mogu propisati dodatne nenovčane činidbe, koje su dioničari dužni ispuniti uz naplatu ili bez naplate. Uz to dioničar ima obvezu lojalnog postupanja prema društvu i drugim dioničarima.

¹⁶ Prema odredbi čl. 167. st. 1. ZTD-a po sadržaju prava koje daju dionice mogu biti redovne i povlaštene. Redovne dionice su dionice koje imatelju daju pravo glasa na glavnoj skupštini društva, pravo na isplatu dividende, pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske, odnosno stečajne mase društva (čl. 167. st. 2.). Povlaštene dionice daju imatelju neka povlaštena prava kao što su pravo na dividendu u unaprijed utvrđenom novčanom iznosu ili u postotku od nominalnog iznosa dionice, pravo prvenstva pri isplati dividende, isplati ostatka likvidacijske, odnosno stečajne mase i druga prava u skladu sa zakonom i statutom društva (čl. 167. st. 3.). Povlaštene dionice u dioničkom društvu mogu postojati samo u slučaju kada postoje i redovite dionice. Kada u društvu ne bi postojale redovite dionice, povlaštene dionice smatrale bi se redovitima. Svrha njihova izdavanja je u nezainteresiranosti dioničara za vođenje poslova društva, bilo zbog osobne nesklonosti bavljenjem takvim poslovima, kao i zbog spoznaje da kao mali dioničari ne mogu bitno utjecati na poslovanje društva.

¹⁷ Čl. 169. st. 2. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

¹⁸ Čl. 296. st. 2. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

¹⁹ Čl. 291. st. 1. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

zabranjeno je izdavanje dionica koje za istu nominalnu svotu daju različito pravo glasa.²⁰ Statutom društva može se ograničiti pravo glasa²¹ na način da se odredi najveći broj glasova ili postotak svih glasova, koji pojedini dioničar ne smije prijeći. Pravo glasa stječe se potpunom uplatom uloga, odnosno ako je predviđeno statutom, uplatom određenog najnižeg iznosa uloga. Ako statutom nije predviđena uplata najnižeg uloga, a nijedna dionica nije još u cijelosti uplaćena, određuje se omjer prava glasa i to prema visini uplaćenih uloga, pri čemu uplata najnižeg uloga daje pravo na jedan glas.

Svoje pravo glasa, kao i ostala članska prava, dioničari ostvaruju na glavnoj skupštini društva, u čijem radu mogu izravno sudjelovati svi dioničari, uključujući i one bez prava glasa. S obzirom na to da se pravo glasa ostvaruje na osnovu uloga u temeljnom kapitalu društva, ovdje ne vrijedi načelo apsolutne jednakosti svih dioničara bez obzira na broj njihovih dionica, kao u slučaju tzv. pomoćnih prava (pravo sudjelovanja na skupštini, pravo na obaviještenost, pravo na pobijanje odluka skupštine, ...) već s obzirom na jednak/različit doprinos dioničara u temeljnom kapitalu društva oni ostvaruju jednaka/različita prava glasa na glavnoj skupštini društva.

2.2. Uloge korporativnih tijela u procesu istiskivanja

Izmjenama i dopunama ZTD-a iz 2007. godine²², u prilagodbi hrvatskog prava društava europskoj pravnoj stečevini, omogućena je primjena ili dualističkog ili monističkog ustroja organa dioničkih društava, ovisno o tome koliko društvo ima organa pored glavne skupštine.²³

U dualističkom ustroju to su dva organa, uprava i nadzorni odbor. Uprava je odgovorna za vođenje poslova²⁴ i zastupanje društva. Može se sastojati od jedne ili više osoba²⁵ (direktori),

²⁰ Gorenc, V. (2011). Pravo trgovačkih društava. 2. dopunjeno izdanje. Zaprešić: Visoka škola za poslovanje i upravljanje s pravom javnosti "Baltazar Adam Krčelić", str. 125.

²¹ Statutom se može ograničiti pravo glasa, ne i oduzeti. Prema Mijatoviću (2012: 34) statutom je moguće ograničiti pravo sudjelovanja na glavnoj skupštini i korištenje prava glasa samo onim dioničarima koji su unaprijed prijavili svoje sudjelovanje na glavnoj skupštini. U određenim slučajevima, koje ZTD izričito predviđa u čl. 293., dioničara se može isključiti iz glasovanja i to kada su nespojivi njegovo članstvo i funkcija u tijelima dioničkog društva ili kada se odlučuje o nekom njegovom interesu, i tada nije potrebna odredba statuta za isključenje prava glasa.

²² Nar. nov., br. 107/07; stupio na snagu 1. travnja 2008. godine. Do tada je bila moguća primjena samo dualističkog ustroja organa d.d.

²³ Odluku o tome donosi društvo, odnosno ono je uređeno statutom društva.

²⁴ Vodi poslove društva na vlastitu odgovornost te je u vođenju poslova neovisna i samostalna.

koje imenuje i opoziva nadzorni odbor. Sastoji li se od više osoba, mora se imenovati predsjednik uprave. O svom radu uprava podnosi izvješća nadzornom odboru.

Upravljačke funkcije uprave strogo su odvojene od nadzora nad poslovanjem društva (kontrolna funkcija) koji obavlja nadzorni odbor. Svoj rad temelji na izvješćima uprave, a o svom radu podnosi pismeno izvješće glavnoj skupštini. Članove nadzornog odbora bira i opoziva glavna skupština društva.²⁶

U monističkom ustroju to je jedan organ, upravni odbor, u kojem dio članova vodi društvo, a dio članova nadzire vođenje poslova društva. Sastoji se od minimalno triju članova, a statutom se broj članova može povećati, ne i smanjiti.²⁷ Članove upravnog odbora bira i opoziva glavna skupština društva.²⁸ On imenuje i opoziva izvršne direktore²⁹, koji vode poslove društva³⁰ i zastupaju društvo prema vani te mu podnose izvješća o svom radu.

U oba ustroja dioničkog društva obavezan organ je glavna skupština. Ona je glavno izborno tijelo i voljni organ društva. Ima zadaću stvaranja unutarnje volje društva, ali nema ovlasti

²⁵ Njihov broj određuje se statutom. Ne mora biti neparan broj. Član uprave ne mora biti dioničar, ali se statutom može predvidjeti da član uprave bude dioničar, a može se odrediti i broj dionica koje on mora imati.

²⁶ Statutom se može odrediti da određeni dioničari (*ad personam*) ili imatelji određenih dionica (*ad rem*) imaju pravo imenovati članove nadzornog odbora. Može ih imenovati i sud ako u nadzornom odboru nedostaje broj članova potrebnih za donošenje odluka. Temeljem čl. 164. Zakona o radu (Nar. nov., br. 93/14., 127/17.) također radničko vijeće odnosno zaposlenici, ako nije utemeljeno radničko vijeće, imaju pravo izabrati predstavnika radnika u tijelo društva koje nadzire vođenje poslova.

Nadzorni odbor ima najmanje tri člana, a statutom se može odrediti i veći broj članova, s time da broj članova mora biti neparan i ne veći od 21 člana. Biraju se odnosno imenuju na četiri godine i mogu biti ponovno birani, odnosno imenovani.

²⁷ Na način određen statutom članovi upravnog odbora među sobom biraju predsjednika i najmanje jednog zamjenika, s time da predsjednik i prvi zamjenik predsjednika ne smiju istodobno biti i izvršni direktori.

²⁸ Statutom se može odrediti da određeni dioničari (*ad personam*) ili imatelji određenih dionica (*ad rem*) imaju pravo imenovati članove upravnog odbora. Može ih imenovati i sud ako u upravnom odboru nedostaje broj članova zbog čega se ne bi mogle donositi valjane odluke. Također kao i u slučaju nadzornog odbora temeljem čl. 164. Zakona o radu (Nar. nov., br. 93/14., 127/17.) radničko vijeće odnosno zaposlenici, ako nije utemeljeno radničko vijeće, imaju pravo izabrati predstavnika radnika u tijelo društva koje nadzire vođenje poslova.

Biraju se odnosno imenuju na vrijeme određeno statutom, ali ne duže od šest godina i mogu biti ponovno birani, odnosno imenovani.

²⁹ Izvršnim direktorima mogu se imenovati i članovi upravnog odbora, ali samo na način da većina članova upravnog odbora nisu izvršni direktori.

³⁰ Za razliku od uprave u dualističkom sustavu, izvršni direktori u vođenju poslova nisu samostalni već su vezani za obvezatne upute upravnog odbora. U tom smislu između njih postoji hijerarhijski odnos.

zastupati društvo prema van.³¹ Može donositi samo odluke o pitanjima koja su izričito određena zakonom³² i statutom društva.

U njezinom radu mogu sudjelovati svi dioničari, uključujući i one bez prava glasa³³, ali ne može netko imati pravo glasa ako ne posjeduje dionice. Svoje pravo glasa dioničari mogu ostvariti i preko punomoćnika.³⁴

Saziva ju uprava društva, odnosno izvršni direktori, koja o tome odlučuje većinom glasova, i to u slučajevima određenim zakonom³⁵ i statutom, kao i onda kada to zahtijevaju interesi društva.

Može ju sazvati i nadzorni odnosno upravni odbor kada je to potrebno radi dobrobiti društva, ostale osobe ovlaštene zakonom ili statutom,³⁶ a mora ju se sazvati i onda kada to od uprave, u pisanom obliku zatraži dioničar ili dioničari čiji udjeli zajedno čine najmanje 1/20 (odnosno 5%)³⁷ u temeljnom kapitalu društva, tzv. kvalificirana manjina, pri čemu trebaju navesti svrhu i razlog sazivanja skupštine.

Glavnu skupštinu treba sazvati najmanje 30 dana prije dana njezina održavanja, s time da se u taj rok ne uračunava dan objave poziva.³⁸ Poziv na glavnu skupštinu mora se objaviti u glasilu društva i na internetskoj stranici na kojoj se nalazi sudski registar³⁹, zajedno s prijedlogom

³¹ Iznimno može odlučivati o pitanjima vođenja poslova društva, ali samo onda ako to od nje zatraži uprava, odnosno izvršni direktori.

³² Prema čl. 275. st. 1. glavna skupština odlučuje osobito o izboru i opozivu članova nadzornog, odnosno upravnog odbora, osim ako ih se ne imenuje u taj odbor; upotrebi dobiti; davanju razrješenice članovima uprave i nadzornog, odnosno upravnog odbora; imenovanju revizora društva; izmjenama statuta; povećanju i smanjenju temeljnog kapitala društva; imenovanju revizora za ispitivanje radnji obavljenih u osnivanju društva ili radnji vođenja poslova društva i utvrđivanju naknade za njegov rad; uvrštenju dionica društva na uređeno tržište radi trgovanja i o povlačenju dionica s tog uvrštenja; prestanku društva.

³³ Oni mogu biti nazočni na glavnoj skupštini i mogu raspravljati, ali ne mogu glasovati.

³⁴ Punomoć se daje u pisanom obliku, osim ako statutom nije predviđen usmeni oblik, predaje se društvu i čuva najmanje tri godine.

³⁵ Prema čl. 277. st. 1. ZTD-a uprava, odnosno izvršni direktori, dužni su sazvati glavnu skupštinu bez odgađanja nakon što dobiju izvješće nadzornog, odnosno upravnog odbora o godišnjim financijskim izvješćima, izvješću o stanju društva i prijedlogu odluke o uporabi dobiti, a kod društva majke koncerna i o godišnjim izvješćima koncerna te izvješću o stanju koncerna. Mora se održati u prvih osam mjeseci poslovne godine.

³⁶ Glavnu skupštinu mogu sazvati likvidatori društva, stečajni upravitelj, posebna uprava kreditne institucije za njezinu glavnu skupštinu te (ostale) osobe određene statutom.

³⁷ Statutom se može predvidjeti da to pravo pripada i dioničarima koji zajedno imaju udio manji od 1/20.

³⁸ Čl. 279. st. 1. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

³⁹ Prema čl. 174. st. 1. ZTD-a ako je zakonom ili statutom određeno da se objavljuju podaci i priopćenja društva, oni se objavljuju na internetskoj stranici na kojoj se nalazi sudski registar. Prema čl. 174. st. 2. statutom se može

odluka koje se na njoj trebaju donijeti, odnosno ako su dioničari poimenično poznati može im se uputiti poziv preporučenim pismom, pri čemu se dan odašiljanja pisama smatra danom objave poziva. Društva čije su dionice uvrštene na uređeno tržište radi trgovanja, a koja nisu izdala samo dionice na ime i nisu poslala poziv za glavnu skupštinu neposredno dioničarima putem preporučenog pisma, obvezna su poziv dostaviti medijima za koje se smatra da mogu obavijest prenijeti na cijelo područje Europske unije, najkasnije u vrijeme njegove objave.⁴⁰

ZTD ne propisuje kvorum, tj. potrebnu određenu zastupljenost dioničara na glavnoj skupštini, ali se on može odrediti statutom. Pri sazivanju glavne skupštine mora se odrediti kada će se održati naredna glavna skupština, ako na onoj koja je sazvana ne bude kvoruma koji je određen statutom. Ako statutom nije drugačije određeno, tako održana glavna skupština može valjano odlučivati bez obzira na broj dioničara koji su na njoj zastupljeni.⁴¹

Ako nije drugačije određeno odluke na glavnoj skupštini donose se običnom većinom. Ona predstavlja većinu (pre)danih nazočnih glasova i to kada je broj valjanih danih glasova za prijedlog odluke za jedan glas veći od broja valjanih danih glasova protiv prihvatanja odluke. Pri tome treba u obzir uzeti samo dane glasove za i protiv prijedloga odluke, a ne sve moguće ili nazočne glasove, nevažeće i suzdržane glasove. Kada je broj glasova za i protiv prijedloga odluke jednak, prijedlog se smatra odbijenim. Ako je to predviđeno statutom dioničarima koji ne sudjeluju na glavnoj skupštini osobno ili putem punomoćnika, može se omogućiti glasovanje pisanim putem ili putem elektroničke komunikacije u uvjetima predviđenim zakonom.⁴²

Svaka odluka glavne skupštine mora se navesti u zapisniku s glavne skupštine, kojeg sastavlja i potpisuje javni bilježnik. U zapisniku treba navesti podatke o mjestu i vremenu održavanja glavne skupštine, imenu i prezimenu javnog bilježnika te način i rezultat glasovanja, kao i utvrđenje predsjednika glavne skupštine o donesenim odlukama. U društvima čije su dionice

odrediti da se podaci i priopćenja društva objavljuju i u drugim javnim glasilima uključujući elektroničke informacijske medije.

⁴⁰ Prema čl. 281. st. 1. ZTD-a uprava, odnosno izvršni direktori moraju najmanje 21 dan prije održavanja glavne skupštine priopćiti poziv na skupštinu kreditnim odnosno financijskim institucijama i udrugama dioničara koje su se na posljednjoj glavnoj skupštini koristili pravom glasa u ime dioničara ili su zatražili da im se poziv priopći.

⁴¹ Čl. 289. st. 2. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

Zakonodavac nije propisao minimalan vremenski rok koji treba proteći između "prve" i "naredne" glavne skupštine. Prema Mijatoviću (2012: 35) teoretski je moguće održati ih istog dana, ali i vremenski znatno kasnije.

⁴² Uvjeti koji moraju biti ispunjeni za upotrebu elektroničke komunikacije uređeni su čl. 274. st. 5. ZTD-a.

uvrštena na uređeno tržište radi trgovanja, prilikom utvrđenja o donesenim odlukama za svaku odluku potrebno je navesti i broj dionica na temelju kojih su dani valjani glasovi, udio u temeljnom kapitalu koji otpada na te dionice te broj glasova za i protiv pojedine odluke kao i broj suzdržanih glasova.⁴³ Zapisniku treba priložiti popis sudionika na glavnoj skupštini i dokaz o sazivanju glavne skupštine.⁴⁴ Isti moraju uprava, odnosno izvršni direktori bez odgađanja dostaviti zajedno s priložima registarskom sudu radi upisa odluke.

Ako na glavnoj skupštini sudjeluju ili su zastupljeni svi dioničari, ona može donositi valjanje odluke i kada se ne postupi po odredbama Zakona o njezinom sazivanju, ako se nijedan dioničar ne usprotivi donošenju odluka.⁴⁵

⁴³ Ta društva rezultate glasovanja trebaju objaviti u roku od 7 dana, nakon što je održana glavna skupština, na internetskim stranicama društva.

⁴⁴ Čl. 286. st. 3. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

Dokaze o sazivanju glavne skupštine ne treba priložiti, ako su uz navođenje njihova sadržaja navedeni u zapisniku.

⁴⁵ Čl. 277. st. 9. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

Razlozi za ništetnost odluka glavne skupštine propisani su čl. 355. ZTD-a, a razlozi za pobijanje čl. 360. ZTD-a.

3. PROCES ISTISKIVANJA MANJINSKIH DIONIČARA

Kao što je već navedeno u uvodu s obzirom na to da glavni dioničar u nekim slučajevima svoje interese, a koji su u suprotnosti s interesima manjinskih dioničara pokušava ostvariti putem njihova istiskivanja iz društva, u ovom poglavlju obrađuju se tri instituta u dijelu koji se odnosi na istiskivanje manjinskih dioničara.

To su: institut prijenosa dionica manjinskih dioničara, institut priključenja društva i institut preuzimanja dioničkih društava.

3.1. Institut prijenosa dionica manjinskih dioničara

Prijenos dionica manjinskih dioničara odnosi se na pravo glavnog dioničara da u uvjetima predviđenim zakonom prenese dionice manjinskih dioničara na sebe, odnosno da manjinske dioničare istisne iz društva.

Kao što je već navedeno institut prijenosa dionica manjinskih dioničara (engl. *squeeze out*) uveden je u naš pravni sustav *Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o trgovačkim društvima* (Nar. nov., br. 118/03.) u postupku usklađenja s pravom Europske unije, koji je stupio na snagu 1. siječnja 2004. godine. Odredbe su dopunjene i izmijenjene Novelom ZTD-a iz 2009. godine.

On propisuje da ako jedan⁴⁶ dioničar, u tom slučaju glavni dioničar, stekne najmanje 95% temeljnog kapitala dioničkog društva⁴⁷, može uputiti zahtjev⁴⁸ glavnoj skupštini za prijenos svih dionica manjinskih dioničara njemu. Ako do takvog prijenosa odlukom glavne skupštine dođe, a za pretpostaviti je da će s obzirom na stanje stvari, odnosno udio u temeljnom kapitalu glavnog dioničara i potrebnu običnu većinu za donošenje odluke, a koju "posjeduje" sam glavni dioničar i doći, on time istiskuje manjinske dioničare iz društva i time postaje jedini dioničar društva.

⁴⁶ Mora se raditi o jednom dioničaru, a ne o većem broju dioničara. On može biti domaća ili strana, fizička ili pravna osoba.

⁴⁷ Institut prijenosa dionica manjinskih dioničara uređen odredbama ZTD-a moguć je samo kod dioničkih društava.

⁴⁸ Oblik zahtjeva nije propisan zakonom. Prema Barbiću (2010: 428) dioničar bi zahtjev mogao učiniti i u usmenom obliku ili pak konkludentnom radnjom, ali bi ipak trebalo preporučiti da se učini u pisanom obliku.

Za razliku od glavnog dioničara, manjinski dioničar može biti jedan ili više njih, koji s obzirom na stjecanje glavnog dioničara u tom trenutku mogu imati najviše 5% temeljnog kapitala društva.

Prema odredbi čl. 474. st. 2. ZTD-a udio jednog dioničara u društvu određuje se na temelju odnosa nominalnog iznosa udjela koji mu pripada prema ukupnom temeljnom kapitalu tog društva. Ako to društvo nije izdalo dionice s nominalnim iznosom, onda prema broju dionica koje mu pripadaju. Pri čemu se kao dionice koje pripadaju glavnom dioničaru, ako se radi o društvu, računaju i one dionice koje pripadaju društvu koje je o njemu ovisno ili koje za njegov račun ili za račun društva koje je o njemu ovisno drži netko drugi, a ako društvo pripada trgovcu pojedincu i dionice koje inače ulaze u njegovu imovinu.⁴⁹ U slučaju da društvo drži svoje vlastite dionice, one se ne ubrajaju u ukupan broj dionica društva, odnosno temeljni kapital bit će manji od njegovog nominalnog iznosa.

Glavni dioničar nije obvezan podnijeti takav zahtjev međutim kako se dioničare pravno ne može prisiliti da prodaju svoje dionice, a kako ne bi opstruirali⁵⁰ interese društva, odnosno sada interese glavnog dioničara njemu je ovim institutom otvorena mogućnost njihova istiskivanja.

Na taj način, prema mišljenju Ustava Republike Hrvatske, radi se o ograničenjima privatnopravnog vlasništva radi gospodarskog rasta države, kojem treba dati prednost pred interesima manjinskih dioničara, a s obzirom na nužnost razvijanja i poticanja poduzetničke inicijative.

Ako glavni dioničar podnese zahtjev za prijenos dionica manjinskih dioničara oni nisu u mogućnosti odbiti odluku glavne skupštine⁵¹, odnosno prisiljeni su prenijeti svoje dionice na glavnog dioničara. Oni jedino mogu pobijati odluku glavne skupštine ako smatraju da je

⁴⁹ Čl. 474. st. 4. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

⁵⁰ Primjer opstruiranja rada društva je pobijanje odluka glavne skupštine od strane manjinskih dioničara i time opstruiranje poslovanja društva ili u praksi čest slučaj kada mali dioničari pobijaju odluku o raspodjeli dobitka jer se često njihovi interesi ne podudaraju sa interesima glavnog dioničara.

⁵¹ Odluku glavne skupštine kojom ona odlučuje o zahtjevu glavnog dioničara za prijenos dionica manjinskih dioničara, a koja će za pretpostaviti je, s obzirom na stanje stvari, odnosno udio u temeljnom kapitalu glavnog dioničara i potrebnu običnu većinu za donošenje odluke, koju "posjeduje" sam glavni dioničar, biti u korist glavnog dioničara.

protivna zakonskim odredbama odnosno statutu, odnosno mogu osporavati primjerenost otpremnine.⁵²

Prilikom prijenosa dionica glavni dioničar dužan je odrediti (i kasnije platiti) primjerenu otpremninu u novcu manjinskim dioničarima, vodeći računa o prilikama društva⁵³ u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine.⁵⁴ Barbić (2010: 428) smatra da bi trebalo voditi računa i o mogućoj budućoj vrijednosti dionica s obzirom na to da se manjinski dioničari lišavaju imovinske koristi koju bi moguće ostvarili u budućnosti. Stoga bi kod uvrštenih društva, trenutna cijena dionica na tržištu glavnom dioničaru trebala biti samo orijentacijski okvir za određivanje primjerene otpremnine, odnosno donja granica vrijednosti prema kojoj bi se odredila otpremnina.⁵⁵

Otpremnina može biti isplaćena samo u novcu⁵⁶, odnosno manjinski dioničari ne mogu umjesto novca tražiti i/ili prihvatiti primjerice dionice od glavnog dioničara jer bi se time izgubio smisao istiskivanja manjinskih dioničara, odnosno to bi bilo suprotno samom pojmu i svrsi istiskivanja. Isto tako otpremnina ne može biti isplaćena u stvarima i pravima.

S obzirom na načelo jednakog položaja dioničara, prema kojem svi dioničari pod jednakim uvjetima imaju jednaki položaj u društvu, svota otpremnine treba biti jednaka za sve dionice manjinskih dioničara. Eventualna iznimka mogla bi postojati kod dionica na kojima postoji određeni teret, kao što je založno pravo ili pravo plodouživanja s obzirom na to da je vrijednost takvih dionica manja od onih bez tereta.

⁵² Osporavanjem primjerenosti otpremnine manjinski dioničari ne mogu pobijati odluku glavne skupštine o prijenosu dionica. Ona se može pobijati samo ako je odluka glavne skupštine protivna zakonu ili statutu. Osporavanjem primjerenosti otpremnine osporava se samo njezin iznos, ali ne i odluka o prijenosu.

⁵³ ZTD u čl. 300.g. st. 1. izričito obvezuje upravu da glavnom dioničaru stavi na uvid svu potrebnu dokumentaciju društva i pruži potrebna objašnjenja.

⁵⁴ To znači da kod određivanja iznosa primjerene otpremnine glavni dioničar mora već prije sazivanja glavne skupštine odrediti iznos primjerene otpremnine uzimajući u obzir prilike društva u vrijeme donošenja buduće odluke glavne skupštine.

⁵⁵ Barbić, J. (2010). Knjiga druga: Društva kapitala. Svezak I.: Dioničko društvo. 5. izmijenjeno i dopunjeno izdanje. Zagreb: Organizator, str. 428.

⁵⁶ Otpremnina se može odrediti u bilo kojoj valuti, ali ako se nudi među domaćim osobama mora se platiti u kunama. Isto vrijedi i za plaćanje između rezidenta i nerezidenta u Republici Hrvatskoj. Između osoba koje nisu rezidenti u Republici Hrvatskoj otpremnina se u inozemstvu može platiti u bilo kojoj valuti.

Barbić (2010: 429) smatra da treba voditi računa o tome da mogući trošak konverzije (prilikom određivanja otpremnine u jednoj valuti, a isplate u drugoj valuti) treba snositi glavni dioničar.

S druge strane ZPDD u čl. 45. st. 8. određuje da sve troškove u svezi s prijenosom dionica manjinskih dioničara snosi ponuditelj.

Iako je formalno određivanje otpremnine u rukama glavnog dioničara, sukladno odredbama čl. 300.h st. 2. ZTD-a, istu moraju ispitati jedan ili više vještaka⁵⁷, koje na njegov zahtjev imenuje trgovački sud⁵⁸, pri čemu glavni dioničar mora dokazati da su ispunjeni svi zahtjevi za istiskivanje manjinskih dioničara, odnosno da posjeduje dionice koje se odnose na najmanje 95% temeljnog kapitala. Ovisno o tome kako se vode dionice, glavni dioničar treba sudu dostaviti ili izvadak iz registra dionica koji vodi uprava društva ili, ako se dionice vode kod Središnjeg klirinškog depozitarnog društva (dalje: SKDD), obavijest o stanju računa i pregleda ulagatelja po količini vrijednosnih papira.⁵⁹

U svom izvješću između ostalog vještaci moraju navesti kojom su metodom odredili visinu otpremnine, odnosno ako je primijenjeno više metoda, koju visinu otpremnine daje pojedina metoda i koji je značaj dan pojedinim metodama te obrazloženje o primjerenosti primjene tih metoda, kao i posebne teškoće ako ih je bilo prilikom procjene društva.

Prije nego uprava društva⁶⁰ sazove glavnu skupštinu glavni dioničar dužan je pribaviti i predati izjavu banke kojom ona solidarno jamči da će glavni dioničar manjinskim dioničarima isplatiti otpremninu uvećanu za pripadajuće kamate⁶¹ bez odgađanja po upisu odluke glavne skupštine o prijenosu dionica u sudski registar.⁶² Ako glavni dioničar ne dostavi upravi društva izjavu banke ona nije dužna sazvati glavnu skupštinu. Ako ju ipak sazove odluka koja bi bila donesena na njoj bila bi pobojna.⁶³ Iz toga proizlazi da je izjava banke osiguranje

⁵⁷ Dovoljan je jedan vještak, ali s obzirom na primjere iz prakse, kada su manjinski dioničari samostalno angažirali vještake za ispitivanje primjerenosti otpremnine i njihovu mogućnost pobijanja primjerenog iznosa otpremnine, preporuča se angažiranje više vještaka.

⁵⁸ Prema odredbama čl. 40. st. 1. ZTD-a to je trgovački sud na čijem se području nalazi sjedište društva upisano u sudskom registru.

⁵⁹ Markovinović, I. (2007). Squeeze out (prijenos dionica manjinskih dioničara). Pravo i porezi [online], XVII (7). Raspoloživo na: URL: http://www.rrif.hr/Squeeze_out_prijenos_dionica_manjinskih_dionicara-10387C.pdf (pristupljeno 22. svibnja 2018.).

⁶⁰ Odnosno izvršni direktori, ovisno o tome radi li se o dualističkom ili monističkom ustroju organa dioničkog društva.

⁶¹ Prema odredbi čl. 300.g. st. 2. ZTD-a na iznos otpremnine obračunava se kamata u visini eskontne stope Hrvatske narodne banke uvećane za pet postotnih poena za vrijeme od upisa odluke glavne skupštine o prijenosu dionica u sudski registar pa do isplate manjinskim dioničarima.

⁶² Čl. 300.g. st. 3. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

⁶³ U predmetu TS Zagreb, P-4832/2005, str. 362. spisa, u pravnom mišljenju od 9. prosinca 2005., akademik Barbić iznio je mišljenje da se ipak ne bi mogla uspješno pobijati odluka glavne skupštine ako takve izjave nije bilo prije sazivanja glavne skupštine, a ista je postojala (bila dana) u vrijeme objave poziva za glavnu skupštinu ili čak u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine jer se posebnim propisom iz čl. 300.h st. 3. čak ni ne traži da uprava društva od dana sazivanja glavne skupštine mora u poslovnim prostorijama društva izložiti dioničarima na

manjinskim dioničarima da će im po upisu odluke glavne skupštine u sudski registar otpremnina zaista biti isplaćena.

S obzirom na to da se radi o solidarnom jamstvu, manjinski dioničar može ispunjenje obveze zahtijevati od glavnog dužnika, u ovom slučaju glavnog dioničara ili od jamca placa, u ovom slučaju banke ili od obojice istodobno, "u isto vrijeme". U oba slučaja manjinski dioničar može postaviti zahtjev tek po dospijeću obveze, a ona nastupa u trenutku upisa odluke glavne skupštine društva o prijenosu dionica u sudski registar.

Glavnu skupštinu saziva uprava društva, pri čemu moraju biti ispunjeni opći uvjeti za sazivanje glavne skupštine. Uprava u objavi dnevnog reda mora navesti podatke o glavnom dioničaru⁶⁴ i iznos otpremnine koju je odredio glavni dioničar. Glavni dioničar mora glavnoj skupštini podnijeti pisano izvješće⁶⁵ u kojem će navesti pretpostavke za prijenos dionica kao i obrazložiti primjerenost otpremnine.

Od dana sazivanja glavne skupštine u poslovnim prostorijama u sjedištu društva dioničarima na uvid trebaju biti izloženi prijedlog odluke glavne skupštine o prijenosu dionica, godišnja financijska izvješća društva za posljednje tri godine, izvješća o stanju društva za posljednje tri godine ako je društvo ista dužno sastaviti⁶⁶ te gore navedeno izvješće glavnog dioničara i izvješće vještaka o primjerenosti otpremnine, a ti akti trebaju biti dostupni i na glavnoj skupštini. Također se svakom dioničaru, na njegov zahtjev, moraju besplatno i bez odgađanja dati preslike navedenih akata, s time da društvo tu obvezu kao i obvezu izlaganja isprava u

slobodan uvid i izjavu banke o solidarnom jamstvu te je njenim postojanjem u vrijeme donošenja odluke glavne skupštine zadovoljen interes manjinskih dioničara o isplati primjerene otpremnine.

⁶⁴ Ako je riječ o društvu tada tvrtku i sjedište glavnog dioničara, a ako se radi o fizičkoj osobi tada njeno ime, prezime i prebivalište.

⁶⁵ Ovo izvješće glavni dioničar iz praktičnih razloga može dostaviti društvu već prilikom zahtjeva za sazivanjem glavne skupštine, ali i ne mora, odnosno ono mora biti dano dioničarima na uvid od dana sazivanja glavne skupštine.

⁶⁶ Prema čl. 250.a. ZTD-a uprava društva dužna je jednom godišnje u pisanom obliku podnijeti glavnoj skupštini izvješće o stanju društva. Obvezu izrade i podnošenja tog izvješća nema društvo koje je prema računovodstvenim standardima mali poduzetnik, osim ako statutom društva nije drugačije određeno. Razvrstavanje poduzetnika uređeno je čl. 5. st. 1. Zakona o računovodstvu (Narodne novine br. 78/15. do 120/16.) prema kojemu se poduzetnici u smislu tog zakona razvrstavaju na mikro, male, srednje i velike poduzetnike ovisno o pokazateljima (ukupna aktiva, prihodi i prosječan broj zaposlenika tijekom poslovne godine) na zadnji dan poslovne godine koja prethodi poslovnoj godini za koju se sastavljaju financijski izvještaji. S obzirom na to da su mikro poduzetnici uvedeni ZOR-om Nar. nov. br. 78/15. od dana 17.7.2015., a Zakon o izmjenama i dopunama ZTD-a stupio je na snagu 13.10.2015., zakonodavac je propustio u članak 250.a. uvrstiti mikro uz male poduzetnike.

prostorijama društva nema ako su isti u to vrijeme bili dostupni na internetskoj stranici društva.

Predsjednik glavne skupštine može glavnom dioničaru omogućiti da na početku raspravljanja na glavnoj skupštini usmeno obrazloži prijedlog odluke o prijenosu dionica i primjerenost iznosa otpremnine.

Ako statutom društva nije propisana neka posebna većina ili ispunjenje dodatnih pretpostavki, odluku o prijenosu dionica manjinskih dioničara glavna skupština donosi običnom većinom, što bi u praksi značilo donošenje odluke većinom od najmanje 95% udjela u temeljnom kapitalu, a s obzirom na postojeće stanje odnosno okolnosti koje su dovele do sazivanja glavne skupštine i glasanja o prijenosu dionica manjinskih dioničara.

Odluku glavne skupštine o prijenosu dionica treba upisati u sudski registar o čemu uprava društva mora podnijeti prijavu registarskom sudu. Prijavi se prilaže zapisnik sa glavne skupštine u kojem se navodi odluka o prijenosu dionica u sudski registar, kao i prilozi toj odluci. Pri tome uprava daje izjavu da odluka glavne skupštine nije pobijana u roku u kome se to moglo učiniti ili da je podignuta tužba za pobijanje pravomoćno odbijena.⁶⁷ To znači da je uprava dužna pričekati sa podnošenjem prijave do proteka roka za podnošenje tužbe⁶⁸ za pobijanje odluke glavne skupštine.⁶⁹ Ako je iz bilo kojeg razloga podnesena tužba za pobijanje, uprava će morati pričekati s prijavom do pravomoćnog okončanja sudskog postupka. Iznimno, ako su na glavnoj skupštini sudjelovali svi dioničari i nitko na zapisnik nije izjavio svoje protivljenje donesenoj odluci, tada bi sukladno čl. 362. ZTD-a uprava mogla podnijeti prijavu odmah po održavanju glavne skupštine.

⁶⁷ Čl. 300.j. st. 2. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

⁶⁸ Prema čl. 363. st. 1. ZTD-a tužba se može podnijeti u roku od 30 dana od donošenja odluke. Ako je tužitelj bio prisutan na glavnoj skupštini na kojoj je odluka donesena, taj rok počinje teći prvog narednog dana od dana kada je zaključena glavna skupština na kojoj je odluka donesena. Ako tužitelj nije prisustvovao na glavnoj skupštini na kojoj je donesena odluka, rok počinje teći prvog narednog dana od dana kada je isti mogao saznati za tu odluku. Tužba se podnosi protiv društva, ne protiv glavnog dioničara.

⁶⁹ Herc Čulinović, E. i Zubović, A. (2011). Prijenos dionica manjinskih dioničara (squeeze out) i srodni instituti u pravu društava. Pregledni znanstveni rad. Rijeka: Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci. Raspoloživo na: URL: https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwjqt2DIODbAhVkmZ_oKHYhrDXoQFggIMAA&url=https%3A%2F%2Fbib.irb.hr%2Fdatoteka%2F535629.ulinovi-Herc_i_Zubovi_11.03.doc&usg=AOvVaw0ryjZ92kaIAejNtZ4-6B4Q (pristupljeno 14. svibnja 2018.).

U slučaju da manjinski dioničari smatraju otpremninu neprimjerenom mogu uputiti zahtjev sudu za ispitivanje njezine primjerenosti. Osim u slučaju neprimjerene visine otpremnine manjinski dioničari mogu se obratiti sudu i u slučaju ako glavni dioničar otpremninu nije odredio ili ju je odredio u nečemu drugome, a ne u novcu ili uvjetuje isplatu otpremnine, ili ju čini zavisnom o nekom roku. Sud u takvim slučajevima može primjerice naložiti glavnom dioničaru plaćanje višeg iznosa otpremnine, odnosno obvezu plaćanja iste te nadoknadu troškova manjinskim dioničarima potrebnih za vođenje postupka. Obveza isplate višeg iznosa otpremnine, odnosno obveza plaćanja iste odnosi se na sve manjinske dioničare, a ne samo na one koji su sudjelovali u postupku. Isto tako ako je primjerice jedan manjinski dioničar (ili više njih) podnio, a zatim povukao zahtjev zbog sklopljene nagodbe s glavnim dioničarom i plaćanja otpremnine izvan sudskog postupka i ostali dioničari mogu tražiti naknadu štete.

Manjinski dioničari zahtjev sudu mogu postaviti samo u roku od dva mjeseca od dana kada je objavljen⁷⁰ upis odluke o prijenosu dionica u sudski registar. Postupak je hitan, a o mogućoj žalbi drugostupanjski sud⁷¹ obavezan je odlučiti u roku 30 dana.

U trenutku upisa odluke o prijenosu dionica u sudski registar sve dionice manjinskih dioničara prenijet će se glavnom dioničaru. Na taj je način glavni dioničar postao jedini dioničar društva o čemu, prema odredbi čl. 300.j. st. 4. ZTD-a treba podnijeti prijavu za upis podataka o društvu s jednim dioničarom.

Ako su za dionice izdane isprave, u njih se upisuje zahtjev manjinskih dioničara za isplatu otpremnine. Na taj način se štite manjinski dioničari u slučaju ako bi glavni dioničar prenio stečene dionice na nekog trećeg, a prije isplate otpremnine.

ZTD ne propisuje način u vezi s isplatom otpremnine već će to ovisiti o obliku u kojem su dionice izdane. Ako je riječ o dionicama u nematerijaliziranom obliku koje se vode na računu SKDD-a ono će sukladno ugovoru o isplati otpremnine koji sklapaju društvo i SKDD, a temeljem rješenja trgovačkog suda o upisu odluke o prijenosu dionica, provesti preknjižbu

⁷⁰ Prema odredbi čl. 64. st. 1. i 2. ZTD-a upis u sudski registar trgovački sud objavljuje bez odgađanja na internetskoj stranici na kojoj se nalazi sudski registar. Smatra se da je upis objavljen istekom dana objave na internetskoj stranici na kojoj se nalazi sudski registar.

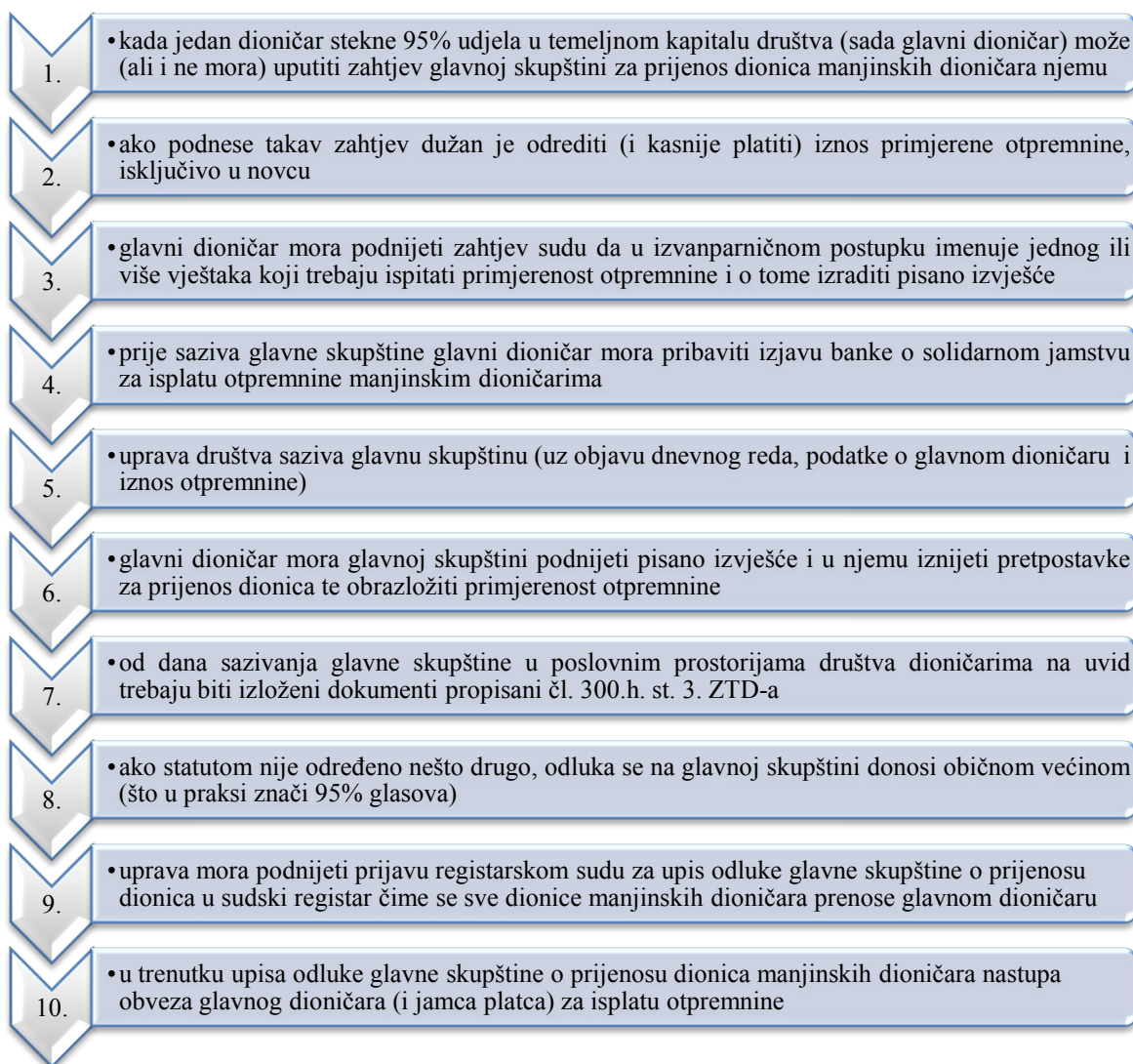
⁷¹ Visoki trgovački sud Republike Hrvatske.

svih dionica s računa manjinskih dioničara i isplatiti otpremnine iz iznosa koji mu je prethodno uplatio glavni dioničar.

U domaćoj korporativnoj praksi čest je slučaj da nakon istiskivanja manjinskih dioničara dolazi do izvrštenja dionica društava sa Zagrebačke burze jer je sada glavni dioničar (p)ostao jedini dioničar u društvu, pa više ne postoje vrijednosnice kojima bi se slobodno trgovalo.

Slika 1 prikazuje skraćeni tijek radnji kod prijenosa dionica manjinskih dioničara prema odredbama ZTD-a.

Slika 1: Prijenos dionica manjinskih dioničara prema odredbama ZTD-a



Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

3.2. Institut priključenja društva

Institut priključenja društva u našem zakonodavstvu uređen je odredbama čl. 503. – čl. 510. ZTD-a.

Priključenje znači potpunu gospodarsku integraciju jednog društva (priključenog društva) s drugim društvom (glavno društvo), u kojoj oba zadržavaju svoju pravnu samostalnost.⁷² S obzirom na to priključenjem priključeno društvo ne prestaje postojati.

Moguće su dvije vrste priključenja: redovito priključenje⁷³ i priključenje odlukom većine.

U slučaju redovitog priključenja sve dionice, odnosno jedini udio u društvu koje se priključuje već drži buduće glavno društvo. Odluku o priključenju donosi skupština⁷⁴ priključujućeg društva⁷⁵, a mora ju potvrditi skupština budućeg glavnog društva glasovima koji čine najmanje $\frac{3}{4}$ temeljnog kapitala zastupljenog u skupštini društva pri donošenju odluke, s time da se statutom/društvenim ugovorom⁷⁶ može odrediti i veća većina kao i zahtijevati ispunjenje dodatnih pretpostavki.

U slučaju kada jedno društvo (buduće glavno društvo) ne drži sve dionice odnosno udio u drugom društvu (u ovom slučaju ono je manjinski dioničar), ali drži najmanje 95% udjela u temeljnom kapitalu toga društva⁷⁷, preostale dionice/udio manjinskog dioničara mogu se prenijeti na glavno društvo putem instituta prijenosa dionica manjinskih dioničara⁷⁸ ili putem instituta priključenja. U potonjem slučaju radi se o priključenju odlukom većine. Odluku o priključenju donosi skupština priključujućeg društva običnom većinom glasova, a mora ju i u

⁷² Gorenc, V. (2008). Promjene u strukturi (sastavu članstva) društava kapitala. Pravo i porezi [online], XVIII (1). Raspoloživo na: URL: http://www.rrif.hr/Promjene_u_strukturi_sastavu_clanstva_drustava_kap-10808C.pdf (pristupljeno 29. svibnja 2018.).

⁷³ U literaturi se koristi termin redovito priključenje. ZTD taj termin ne koristi već samo termin priključenje.

⁷⁴ Institut priključenja moguć je kod dioničkih društava i kod društava s ograničenom odgovornošću. Kod dioničkih društava zakonodavac inzistira na nazivu glavna skupština dok kod društava s ograničenom odgovornošću inzistira na nazivu skupština.

⁷⁵ ZTD ne propisuje kakvom se većinom treba donijeti ta odluka, ali nju zapravo donosi samo glavno društvo, budući da je ono jedini član priključujućeg društva, pa time i jedini član na skupštini ovisnog društva.

⁷⁶ Temeljni akt dioničkog društva je statut. Temeljni akt društva s ograničenom odgovornošću je društveni ugovor (odnosno izjava o osnivanju, ako društvo osniva jedna osoba).

⁷⁷ Vlastite dionice i dionice, odnosno udio koje drži netko drugi za račun društva odbijaju se od temeljnog kapitala društva.

⁷⁸ Treba voditi računa o tome da je institut prijenosa dionica manjinskih dioničara moguć samo kod dioničkih društava, dok je institut priključenja moguć i kod društava s ograničenom odgovornošću.

ovom slučaju kao i kod redovitog priključenja potvrditi skupština budućeg glavnog društva glasovima koji čine najmanje $\frac{3}{4}$ temeljnog kapitala zastupljenog u skupštini društva pri donošenju odluke, s time da se statutom/društvenim ugovorom može odrediti i veća većina kao i zahtijevati ispunjenje dodatnih pretpostavki.

Odluka većine u priključujućem društvu zapravo predstavlja odluku o isključenju osoba koje drže preostale dionice/udjele toga društva, odnosno predstavlja istiskivanje manjinskih dioničara/članova iz priključujućeg društva.

ZTD propisuje da se svakom dioničaru/članu društva od dana sazivanja skupštine, koja treba odlučiti o davanju suglasnosti za priključenje, moraju omogućiti izvješća⁷⁹ o svim bitnim činjenicama koje se odnose na priključenje i to u poslovnim prostorijama društva i na samoj skupštini koja treba odlučiti o davanju suglasnosti ili na internetskoj stranici budućeg glavnog društva, kao i prijepis odluke o priključenju, na trošak društva, ako ju zatraže.⁸⁰

Upisom priključenja u sudski registar⁸¹ sve preostale dionice/udjeli priključenog društva prelaze na glavno društvo. S obzirom na to da će od trenutka upisa glavno društvo biti jedini član priključenog društva, zajedno s prijavom za upis priključenja u sudski registar treba podnijeti i prijavu za upis jedinog člana društva. Prilikom prijave upisa priključenja uprava⁸² društva mora priložiti odluku skupštine glavnog društva o davanju suglasnosti za priključenje, zapisnik sa skupštine koja je donijela odluku o priključenju zajedno s priložima te izjavu da odluka o priključenju nije pobijana ili da je podignuta tužba za pobijanje pravomoćno odbijena.

Dioničari/imatelji udjela u slučaju priključenja društva uvijek⁸³ istupaju iz priključujućeg društva, pa stoga imaju pravo na primjerenu otpremninu. Njezin oblik i visinu treba opisati i obrazložiti uprava budućeg glavnog društva u Izvješću o priključenju te ujedno upozoriti na

⁷⁹ Odluka o priključenju, izvješće uprave budućeg glavnog društva u kojemu se priključenje pravno i gospodarski obrazlaže, godišnja financijska izvješća za zadnje tri godine i izvješća o stanju društva za zadnje tri godine, ako ih je društvo dužno sastavljati, onih društava koja sudjeluju u priključenju te u slučaju priključenja odlukom većine i izvješće revizora.

⁸⁰ Ako je odluka o priključenju dostupna na internetskoj stranici budućeg glavnog društva onda dioničari/članovi društva nemaju pravo na prijepis te odluke.

⁸¹ Radi se o sudskom registru suda na čijem je području sjedište društva koje se priključuje.

⁸² Prijavu podnose uprava, odnosno izvršni direktori i predsjednik Nadzornog odbora ako ga društvo ima priključenog društva.

⁸³ Uvijek istupaju iz priključujućeg društva, ali ne i uvijek iz budućeg glavnog društva.

posebne teškoće pri procjeni vrijednosti društva kao i na posljedice priključenja na udjele dioničara odnosno članova obaju društava.⁸⁴

Prilikom istupanja iz društva, a kao naknadu za njihove dionice/udjele u društvu, dioničari/imatelji udjela koji istupaju iz društva imaju pravo na primjerenu otpremninu koja može biti dana u obliku dionica/udjela glavnog društva, odnosno u slučaju ako je glavno društvo u ovisnom odnosu prema nekom drugom vladajućem društvu tada prema izboru⁸⁵ dioničara/imatelja udjela koji istupaju otpremnina može biti dana u obliku dionica/udjela glavnog društva i/ili u novcu.

U slučaju otpremnine u obliku dionica/udjela društva dotadašnji dioničari/imatelji udjela prestaju biti članovi priključenog društva, ali postaju članovi sada glavnog društva. S obzirom na navedeno ovim institutom ne mogu se u potpunosti ostvariti ciljevi glavnog dioničara kao kod prijenosa dionica manjinskih dioničara jer čak i kada je glavno društvo u ovisnom odnosu prema nekom drugom vladajućem društvu možda neće doći do prestanka članstva dioničara u sada glavnom društvu s obzirom na pravo dioničara/imatelja udjela na izbor načina otpremnine.

Kod određivanja otpremnine u obliku dionica/udjela u glavnom društvu smatra se da bi otpremnina bila primjerena u omjeru u kojemu bi se za svaku dionicu/udio u priključenom društvu dale dionice/udjeli glavnoga društva, pri čemu se mogu učiniti i doplate u novcu.

Kod određivanja primjerene otpremnine u novcu mora se uzeti u obzir imovinsko i financijsko stanje društva u trenutku donošenja odluke skupštine priključenog društva o priključenju.⁸⁶

Od trenutka upisa priključenja u sudski registar pa do isplate dioničarima/imateljima udjela, na iznos otpremnine i doplate u novcu obračunava se kamata u visini eskontne stope Hrvatske narodne banke uvećane za pet postotnih poena.

⁸⁴ Čl. 504. st. 6. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

Određba se odnosi na priključenje odlukom većine. U slučaju redovitog priključenja uprava budućeg glavnog društva također treba sastaviti izvješće o priključenju u kojem se priključenje pravno i gospodarski obrazlaže, ali nije navedeno da se mora posebno opisati i obrazložiti oblik i visina otpremnine, pa je za pretpostaviti da je to stoga jer je u slučaju redovitog priključenja glavni dioničar jedini dioničar/član društva, odnosno u tom slučaju nema manjinskih dioničara kojima bi trebalo isplatiti otpremninu.

⁸⁵ To pravo izbora nemaju ako glavno društvo nije ovisno o nekom drugom društvu. U tom slučaju oni uvijek kao otpremninu dobivaju dionice glavnog društva.

⁸⁶ Čl. 504.a. st. 2. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

Priključenje odlukom većine moraju provjeriti jedan ili više revizora (revizori priključenja) koje imenuje uprava, odnosno izvršni direktori budućega glavnoga društva.⁸⁷ Oni trebaju sastaviti pisano izvješće o obavljenoj reviziji koje trebaju zaključiti izjavom o tome je li otpremnina primjereno odmjerena. Pri tome moraju navesti kojim je metodama određena otpremnina, koji su razlozi za primjenu tih metoda, do kojih bi se iznosa otpremnine došlo primjenom pojedine metode te koji je značaj dan pojedinim metodama, kao i posebne teškoće ako ih je bilo prilikom procjene društva.

Ako dioničari/imatelji udjela koji istupaju iz priključenog društva smatraju da glavno društvo nije odredilo primjerenu otpremninu ili ju nije ponudilo na pravi način, ili ju uopće nije ponudilo, imaju pravo uputiti zahtjev⁸⁸ sudu, koji u tom slučaju može naložiti glavnom društvu plaćanje višeg iznosa otpremnine odnosno obvezu plaćanja iste (na pravi način) te nadoknadu troškova podnositeljima zahtjeva potrebnih za vođenje postupka, pri čemu se odluka suda o otpremnini odnosi na sve dioničare/imatelje udjela koji istupaju iz društva, a ne samo na one koji su sudjelovali u postupku kojim je utvrđena otpremnina. Zahtjev mogu postaviti u roku od dva mjeseca od objave upisa priključenja u sudski registar.

Za razliku od instituta prijenosa dionica manjinskih dioničara koji je moguć samo kod dioničkih društava i kod kojeg glavni dioničar može biti fizička ili pravna osoba, domaća ili strana, institut priključenja moguć je i kod dioničkih društava i društva s ograničenom odgovornošću, s time da glavni dioničar (glavno društvo kojem se priključuje drugo društvo) može biti samo pravna osoba sa sjedištem u Republici Hrvatskoj te da su oba društva kapitalna društva⁸⁹.

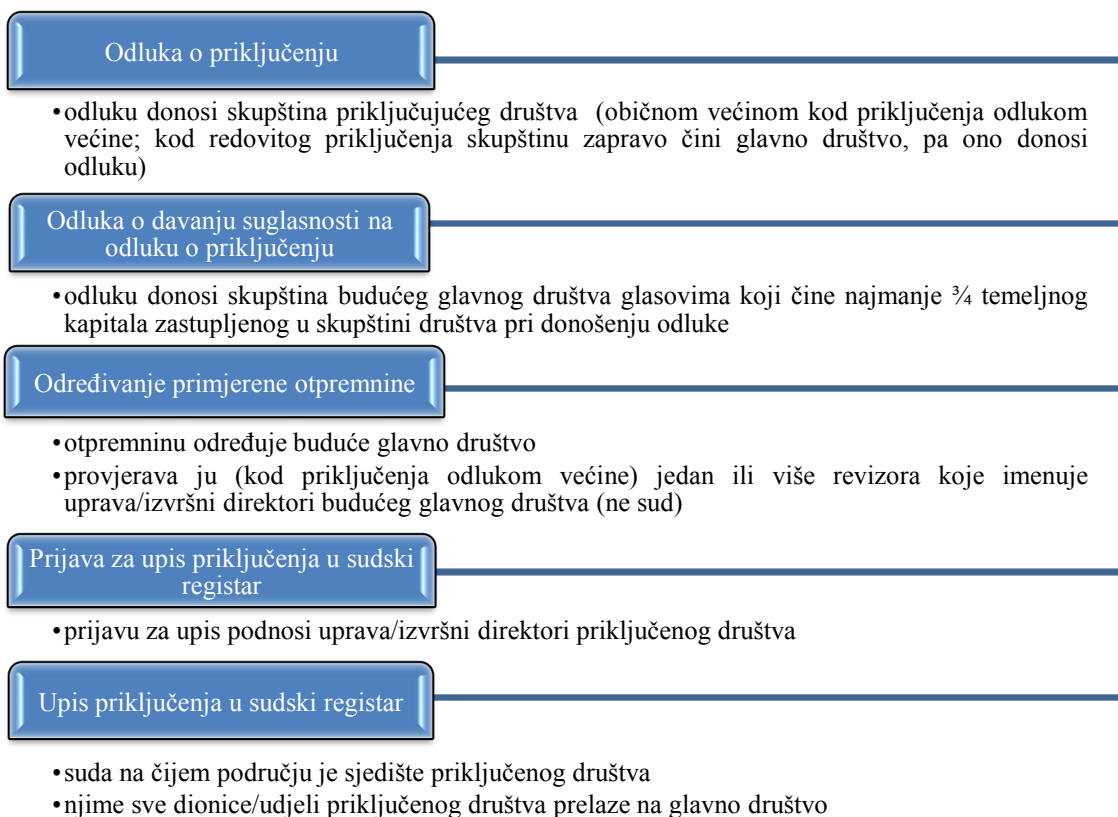
Slika 2 prikazuje skraćeni postupak kod priključenja društva prema odredbama ZTD-a.

⁸⁷ Čl. 504. st. 3. Zakona o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

⁸⁸ Navedeni razlozi za postavljanje zahtjeva nisu razlozi zbog kojih bi se mogla pobijati odluka o priključenju.

⁸⁹ Dioničko društvo i/ili društvo s ograničenom odgovornošću.

Slika 2: Postupci kod priključenja društva prema odredbama ZTD-a



Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

3.3. Institut preuzimanja dioničkih društava

Preuzimanje dioničkih društava je specifičan postupak uređen posebnim propisom ZPDD-om, koji nalaže fizičkoj ili pravnoj osobi (ponuditelju) da u zakonski određenim uvjetima objavi ponudu za preuzimanje dionica s pravom glasa ciljnog društva, koju dioničari nisu dužni prihvatiti. Ako ju prihvate na taj način mu je omogućeno stjecanje dionica ciljnog društva u slučaju kada mu se ono čini atraktivnim, odnosno daje se mogućnost manjinskim dioničarima

koji nisu zainteresirani ostati u društvu, jer su im primjerice smanjena upravljačka prava ili su ona zanemariva, da prodaju svoje dionice.⁹⁰

Ponuda za preuzimanje (engl. *Takover Bid*) je javno objavljena ponuda, obvezna ili dobrovoljna, koju fizička ili pravna osoba⁹¹ (ponuditelj), neposredno ili posredno, samostalno ili djelujući zajednički⁹², upućuje svim dioničarima ciljnog društva za stjecanje svih dionica s pravom glasa⁹³ i to kada prijeđe prag od 25% dionica s pravom glasa ciljnog društva (kontrolni prag).⁹⁴

Ako nakon ponude za preuzimanje, ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički drže najmanje 95% dionica s pravom glasa ciljnog društva, ponuditelj u roku od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, ima pravo na prijenos dionica s pravom glasa manjinskih dioničara, uz pravičnu naknadu.⁹⁵ U slučaju da ponuditelj odluči iskoristiti svoje pravo, manjinski dioničari nisu u mogućnosti odbiti njegovu ponudu, što dovodi do prijenosa njihovih dionica na ponuditelja, odnosno do njihova istiskivanja iz društva. U tom se slučaju na prijenos dionica manjinskih dioničara ne primjenjuju odredbe ZTD-a već je pravo prijenosa dionica manjinskih dioničara uređeno odredbama čl. 45. ZPDD-a.

Ako dioničari posjeduju i povlaštene dionice bez prava glasa, a one nisu bile predmetom ponude za preuzimanje, one se neće prenijeti na ponuditelja već i dalje pripadaju dioničarima koji ih posjeduju. Međutim ako su te dionice bile predmetom ponude za preuzimanje te ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički drže najmanje 95% takvih dionica, tada

⁹⁰ Također čest je slučaj da se stjecanjem određenog broja dionica od strane jedne osobe ili više njih koje zajednički djeluju, smanji ili u potpunosti prestane promet dionicama tog društva što rezultira padom njihove vrijednosti na tržištu, pa se i iz tog razloga manjinski dioničari često odlučuju na prodaju svojih dionica.

⁹¹ Prema odredbi čl. 9. st. 2. ZPDD-a tu ponudu je obvezno objaviti društvo za upravljanje investicijskim fondovima ili društvo za upravljanje mirovinskim fondovima u vlastito ime i za račun fonda bez pravne osobnosti kojim upravlja, odnosno u ime i za račun fonda s pravnom osobnosti kojim upravlja, kada investicijski ili mirovinski fond kojem je dopušteno ulaganje iznad kontrolnog praga isti prijeđe stjecanjem dionica ciljnog društva. Kada investicijski ili mirovinski fond kojem je zabranjeno ulaganje iznad kontrolnog praga isti prijeđe stjecanjem dionica ciljnog društva, ponudu za preuzimanje obvezno je objaviti društvo za upravljanje investicijskim fondovima ili društvo za upravljanje mirovinskim fondovima u vlastito ime i za vlastiti račun.

⁹² Članak 5. ZPDD-a uređuje zajedničko djelovanje.

⁹³ Istodobno ona može biti upućena i za stjecanje povlaštenih dionica bez prava glasa.

⁹⁴ Ponuditelj je obvezan u roku od 30 dana od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje podnijeti Agenciji zahtjev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje. O zahtjevu Agencija donosi rješenje u roku od 14 dana od dana primitka urednog zahtjeva. Ponuditelj je obvezan ponudu za preuzimanje objaviti u roku od 7 dana od dana primitka rješenja, a rok trajanja ponude iznosi 28 dana od dana objave.

⁹⁵ Čl. 45. st. 1. Zakona o preuzimanju dioničkih društava. (Narodne novine br. 109/07. do 148/13.).

ponuditelj ima pravo i na prijenos takvih dionica u roku tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, uz pravičnu naknadu.

Za razliku od instituta prijenosa dionica manjinskih dioničara uređenog odredbama ZTD-a, koji propisuje da ako jedan (ne više njih) dioničar stekne najmanje 95% temeljnog kapitala dioničkog društva može uputiti zahtjev glavnoj skupštini za prijenos svih dionica manjinskih dioničara, prema ZPDD-u pravo na prijenos dionica (s pravom glasa) manjinskih dioničara ima ponuditelj koji djeluje samostalno ili zajednički i to onda kada premaši 95% od ukupnog broja dionica (s pravom glasa), s tim da se ponuda ne odnosi na sva dionička društva već samo na posebnu kategoriju tzv. ciljna društva⁹⁶, a zahtjev za prijenos dionica podnosi se SKDD-u.

Istovremeno s podnošenjem zahtjeva o njemu treba obavijestiti i manjinske dioničare, ciljno društvo i tržišnog operatera uređenog tržišta na koje su uvrštene dionice ciljnog društva i Agenciju⁹⁷ te ga treba bez odgode i objaviti.

Kao što je navedeno ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički imaju pravo na prijenos dionica manjinskih dioničara uz plaćanje pravične naknade. Pravična naknada je cijena određena u ponudi za preuzimanje, uvećana za razliku u cijeni u slučaju ako ponuditelj ili osobe koje s njim djeluju zajednički u roku od godine dana nakon proteka roka trajanja ponude za preuzimanje steknu dionice ciljnog društva po cijeni višoj od cijene iz ponude.

Cijena u ponudi za preuzimanje uređena je čl. 16. ZPDD-a, prema kojem ta cijena ne može biti niža od najviše cijene koju su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički platili za stjecanje dionica s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, uključujući i stjecanje na temelju kojeg je za iste nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje.

⁹⁶ Prema odredbi čl. 2. st. 1. t. 1. ZPDD-a ciljno društvo je dioničko društvo sa sjedištem u Republici Hrvatskoj čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj u smislu odredbi Zakona o tržištu kapitala ili čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište države članice, a nisu uvrštene na uređeno tržište u Republici Hrvatskoj, odnosno dioničko društvo sa sjedištem u drugoj državi članici čije su dionice s pravom glasa uvrštene na uređeno tržište u državi članici u smislu članka 4. stavka 1. točke 14. Direktive 2004/39/EZ Europskog parlamenta i Vijeća od 21. travnja 2004. o tržištima financijskih instrumenata o izmjeni direktiva 85/611/EEZ i 93/6/EEZ Vijeća i Direktive 2000/12/EZ Europskog parlamenta i Vijeća o ukidanju Direktive 93/22/EEZ Vijeća (SL EU br. L 145 str. 1.).

⁹⁷ Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga.

Ako su dionice koje su predmet ponude za preuzimanje uvrštene na samo jedno uređeno tržište te je ostvarena prosječna cijena tih dionica viša od prije spomenute cijene, tada su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički obvezni ponuditi višu cijenu. Prosječna cijena dionica računa se kao ponderirani prosjek⁹⁸ svih cijena ostvarenih na tom tržištu u posljednja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, računajući od dana koji prethodi nastanku obveze.⁹⁹

Ako su dionice uvrštene na više uređenih tržišta, tada treba ponuditi najmanje¹⁰⁰ prosječnu cijenu ostvarenu na tim tržištima. Prosječna cijena se u ovom slučaju ponderira volumenom trgovanja, uzimajući u obzir cijene i volumene trgovanja na svim uređenim tržištima u posljednja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, računajući od dana koji prethodi nastanku obveze.¹⁰¹

Međutim, ako se dionicama ciljnog društva trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar posljednja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje tada cijenu koju su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički platili za stjecanje dionica s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, uključujući i stjecanje na temelju kojeg je za iste nastala obveza objavljivanja ponude za

⁹⁸ Prosječna ponderirana cijena izračunava se tako da se svakoj cijeni (vrijednosti) dodijeli odgovarajući ponder, ovisno o njezinoj važnosti. Svaka cijena množi se s dodijeljenim ponderom, a zatim se zbroj tih umnožaka dijeli sa zbrojem pondera.

⁹⁹ Prema čl. 16. st. 6. ZPDD-a ako ponuditelj zahtjev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje ne podnese u roku od 30 dana od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, a dionica je uvrštena na samo jedno tržište, prosječna cijena izračunava se kao ponderirani prosjek svih cijena ostvarenih na uređenom tržištu i to za tromjesečje koje prethodi danu nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje te tromjesečje koje prethodi danu podnošenja zahtjeva.

¹⁰⁰ Zakonodavac u čl. 16. st. 3. ZPDD-a kaže najmanje prosječnu ponderiranu cijenu, dok u st. 6. koji uređuje situaciju u slučaju ako ponuditelj zahtjev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje ne podnese u roku od 30 dana od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, kaže da ponuditelj treba ponuditi najmanje *najvišu* tromjesečnu prosječnu cijenu, pa se radi ili o propustu zakonodavca ili o različitom pravnom uređenju u slučaju da je zahtjev podnesen u roku od 30 dana od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje propisanom u čl. 24. st. 1. odnosno izvan njega.

¹⁰¹ Prema čl. 16. st. 6. ZPDD-a ako ponuditelj zahtjev za odobrenje objavljivanja ponude za preuzimanje ne podnese u roku od 30 dana od dana nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, a dionica je uvrštena na više uređenih tržišta, prosječna cijena izračunava se na način da se prosječna cijena ostvarena na tim tržištima ponderira volumenom trgovanja, uzimajući u obzir cijene i volumene trgovanja na svim uređenim tržištima, s tim da je ponuditelj obvezan ponuditi najmanje najvišu tromjesečnu prosječnu cijenu izračunatu za tromjesečje koje prethodi danu nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje te tromjesečje koje prethodi danu podnošenja zahtjeva, ako je ta cijena viša od najviše cijene koju su ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički platili za stjecanje dionica s pravom glasa u razdoblju od jedne godine prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, uključujući i stjecanje na temelju kojeg je za iste nastala obveza objavljivanja ponude za preuzimanje.

preuzimanje treba usporediti s cijenom koja je utvrđena elaboratom, pri čemu treba ponuditi višu cijenu.

Čl. 22. st. 3. t. 9. ZPDD-a propisuje kao obvezni sadržaj ponude za preuzimanje elaborat o procjeni fer vrijednosti ciljnog društva, koji treba biti revidiran od strane neovisnog ovlaštenog revizora i to ako se dionicom ciljnog društva trgovalo manje u 1/3 trgovinskih dana unutar posljednja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, a fer vrijednost se procjenjuje na dan nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje.

U elaboratu o procjeni fer vrijednosti dionice ciljnog društva potrebno je navesti kojim je metodama¹⁰² određena fer vrijednost te ako je primijenjeno više metoda do koje bi se fer vrijednosti došlo primjenom pojedine metode te značaj koji im je dan, detaljno obrazloženje tih metoda i svih važnih pretpostavki pri primjeni istih, razlozi zbog kojih je primjena tih metoda primjerena te posebne teškoće koje su se javile pri procjeni fer vrijednosti dionice ciljnog društva.

Ako ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički nisu u razdoblju od jedne godine prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje stekli dionice s pravom glasa ili se ne može utvrditi po kojoj cijeni su stekli dionice ciljnog društva, a na temelju kojeg stjecanja je nastala obveza objavljivanja ponude, cijena u ponudi ne smije biti niža od prosječne ponderirane cijene koju treba ponuditi u slučaju da su dionice uvrštene na jedno tržište odnosno niža od prosječne ponderirane cijene koju treba ponuditi u slučaju da su dionice uvrštene na više uređenih tržišta, pod uvjetom da se njima trgovalo u više od 1/3 trgovinskih dana unutar posljednja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude, odnosno ako se njima trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar posljednja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude tada ta cijena ne smije biti niža od cijene utvrđene elaboratom o procjeni fer vrijednosti cijene dionice.

Radi osiguravanja pravične naknade dioničarima ponuditelj je obvezan izdvojiti novčana sredstva na transakcijski račun depozitara¹⁰³, otvoren kod kreditne institucije ili pribaviti i

¹⁰² Metode moraju biti temeljene na međunarodno priznatim standardima za procjenu vrijednosti i moraju se uobičajeno koristiti između sudionika na tržištu prilikom određivanja vrijednosti dionica.

¹⁰³ Prema odredbi čl. 2. st. 1. t. 6. ZPDD-a depozitar je SKDD ili kreditna institucija sa sjedištem u Republici Hrvatskoj.

dostaviti depozitaru neopozivu bankovnu garanciju na prvi poziv, izdanu u korist dioničara čije dionice namjerava preuzeti i na iznos potreban za plaćanje svih njihovih dionica.

Nakon što utvrdi da su svi zakonski uvjeti¹⁰⁴ za prijenos dionica na ponuditelja kumulativno ispunjeni, SKDD će izvršiti prijenos dionica i izvršiti isplatu manjinskim dioničarima. Na taj su način manjinski dioničari istisnuti iz društva.

Ponuditelj, kao što je navedeno, može, ali i ne mora podnijeti zahtjev za prijenos dionica manjinskih dioničara. On može propustiti prekluzivan rok¹⁰⁵ od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje te nakon toga istiskivanje provesti temeljem odredbi ZTD-a koje za njega imaju mnogo povoljniji regulatorni režim.¹⁰⁶

Za razliku od instituta prijenosa dionica manjinskih dioničara (čl. 300.k) i priključenja društva (čl. 504.a) ZPDD ne uređuje sudsko ispitivanje primjerenosti otpremnine, odnosno pravične naknade.¹⁰⁷

U čl. 46. ZPDD uređuje pravo prodaje dionica manjinskih dioničara (engl. *sell out*)¹⁰⁸, kao komplementarnog prava manjinskih dioničara da na vlastiti zahtjev prodaju svoje dionice kada ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički nakon ponude za preuzimanje drže najmanje 95% dionica s pravom glasa ciljnog društva. Time je otvorena mogućnost manjinskim dioničarima da na vlastiti zahtjev okončaju svoje članstvo u društvu ako smatraju da u njemu više nemaju interesa i/ili nemaju utjecaja. Navedeno pravo mogu iskoristiti u roku od tri mjeseca od proteka roka trajanja ponude za preuzimanje. Ovaj rok je prekluzivnog karaktera

¹⁰⁴ SKDD treba utvrditi da nakon ponude za preuzimanje ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički drže najmanje 95% dionica s pravom glasa ciljnog društva i 95% povlaštenih dionica bez prava glasa, ako su i one bile predmetom ponude za preuzimanje, da je ponuditelj osigurao naknadu za dionice koje su predmetom zahtjeva za prijenos dionica te da nije protekao rok od tri mjeseca od isteka roka trajanja ponude za preuzimanje, a u kojem je ponuditelj imao pravo postaviti zahtjev za prijenos dionica.

¹⁰⁵ Prekluzivan rok odnosi se na određeno vrijeme u kojem se neka procesna radnja može poduzeti, odnosno prije čijeg se isteka ne može poduzeti.

¹⁰⁶ Pri tome treba imati na umu da ZTD ne predviđa mogućnost istiskivanja ako postotni prag ostvaruju osobe koje zajednički djeluju, pa će u tom slučaju glavni dioničar(i) "iskoristiti" odredbe ZPDD-a.

¹⁰⁷ S obzirom na to da je pravična naknada cijena određena u ponudi za preuzimanje, uvećana za razliku u cijeni u slučaju iz čl. 16. st. 7. tog zakona, a ponudu za preuzimanje dioničari nisu obvezni prihvatiti, ako se radi o ponudi kada ponuditelj i osobe koje s njim djeluju zajednički drže do 95% udjela, pretpostavka je da je zakonodavac iz tog razloga propustio urediti slučaj ako bi manjinski dioničari prilikom prijenosa dionica prema odredbama čl. 45. ZPDD-a smatrali da pravična naknada nije primjerena, da ju ponuditelj nije ponudio na pravi način ili ju uopće nije ponudio.

¹⁰⁸ Pravo propisano člankom 16. Direktive o ponudama za preuzimanje. ZTD tu mogućnost ne predviđa.

što znači da protekom navedenog roka manjinski dioničari više ne mogu ostvarivati svoje pravo, odnosno zahtijevati od ponuditelja otkup svojih dionica. U slučaju otkupa dionica ponuditelj je iste dužan otkupiti po pravičnoj naknadi.¹⁰⁹

Ako ponuditelj ne izvrši svoju obvezu otkupa dionica po pravičnoj cijeni manjinski dioničari imaju pravo zahtijevati ispunjenje obveze putem mjesno nadležnoga trgovačkog suda.

Na slici 3 dan je skraćeni prikaz određivanja iznosa pravične naknade prilikom prijenosa dionica manjinskih dioničara, prema odredbama ZPDD-a.

Slika 3: **Iznos pravične naknade prema odredbama ZPDD-a**

**pravična
naknada je
cijena
određena u
ponudi za
preuzimanje
uvećana za
razliku u cijeni
u slučaju iz čl.
16. st. 7.
ZPDD-a**

*cijena u ponudi za preuzimanje
uređena je čl. 16. ZPDD-a i ne
može biti niža od najviše cijene
plaćene za dionice u razdoblju
od jedne godine prije nastanka
obveze objavljivanja ponude za
preuzimanje*

ako su dionice uvrštene na samo jedno uređeno tržište te je prosječna ponderirana cijena unutar posljednja 3 mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje viša od cijene u ponudi za preuzimanje, treba ponuditi višu cijenu

ako su dionice uvrštene na više uređenih tržišta, treba ponuditi najmanje prosječnu ponderiranu cijenu ostvarenu na tim tržištima unutar posljednja 3 mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje

ako se dionicama trgovalo u manje od 1/3 trgovinskih dana unutar posljednja 3 mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje tada cijenu plaćenu za dionice u razdoblju od godine dana prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje treba usporediti sa cijenom utvrđenom elaboratom, pri čemu treba ponuditi višu cijenu

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

¹⁰⁹ Određuje se na jednak način kao i u slučaju kada je ponuditelj podnio zahtjev za prijenos dionica manjinskih dioničara.

4. PROCJENA VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

Ne postoji jasna definicija vrijednosti. Ona je kao pojam ekonomske naravi i rezultira iz razmjene dobara i usluga¹¹⁰, međutim njoj se može pristupiti objektivno ili subjektivno. Objektivni pristup smatra da se vrijednost temelji na svojstvu samog proizvoda odnosno uvjeta proizvodnje, dok subjektivni pristup određuje vrijednost na temelju osobne koristi koju pojedinac ima od uporabe dobara i usluga.

Vrijednost poduzeća¹¹¹ može se odrediti na više načina odnosno primjenom različitih metoda, pri čemu je uvijek potrebno voditi računa o specifičnostima samog poduzeća, ali i o konkretnoj situaciji, odnosno trenutnim i očekivanim tržišnim okolnostima, stupnju asimetrije informacija, stručnosti samog procjenitelja, kao i o motivima zbog kojih se pristupa procjeni vrijednosti poduzeća.

S obzirom na temu rada, u ovom slučaju vrijednost poduzeća, odnosno njegovih dionica procjenjuje se zbog određivanja primjerene otpremnine¹¹² odnosno pravične naknade¹¹³ za dioničare/imatelje udjela koji istupaju iz društva. Za razliku od ZPDD-a koji u čl. 45. st. 5. određuje što se smatra pravičnom naknadom te u čl. 16. određuje način njenog izračuna, ZTD "samo" koristi pojam primjerene otpremnine za slučaj istiskivanja manjinskih dioničara iz čijih odredbi proizlazi da se radi o vrijednosti u novcu odnosno dionicama/udjelima budućeg glavnog društva kao nadoknada za njihovo istupanje iz društva, a u zamjenu za njihove preuzete dionice/udjele.

Korištenje metoda za procjenu vrijednosti poduzeća mora se temeljiti na određenim temeljnim konceptima vrijednosti, pri čemu je potrebno koristiti više metoda procjene.

¹¹⁰ Orsag, S. (1997). Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 13.

¹¹¹ Prema Gorencu (2011: 48) poduzeće se u sustavu ZTD-a i uopće poduzetničke inicijative ne identificira s trgovačkim društvom, niti je ono neki oblik trgovačkog društva. Poduzeće je organizirana gospodarska cjelina, ono je sredstvo za djelovanje trgovačkog društva, odnosno trgovca pojedinca na tržištu. S obzirom na naziv kolegija *Procjena vrijednosti poduzeća* unutar kojega je izabrana tema diplomskog rada i izvorima korištenim za pisanje rada u kojima se rabi pojam poduzeće, u ovom se poglavlju radi ujednačenosti s navodima autora (citatima) koristi pojam *poduzeće*, pod kojim se zapravo misli na trgovačko društvo. S obzirom na navedeno i u nazivu ovog poglavlja korišten je pojam poduzeće.

¹¹² Kod prijenosa dionica manjinskih dioničara prema odredbama ZTD-a i kod priključenja društva.

¹¹³ Kod prijenosa dionica manjinskih dioničara prema odredbama ZPDD-a.

Temeljni koncepti vrijednosti i metode procjene vrijednosti poduzeća obrađeni su u nastavku rada.

4.1. Temeljni koncepti vrijednosti

Najčešće se kao temeljni koncepti vrijednosti navode:

1. Knjigovodstvena vrijednost
2. Likvidacijska vrijednost
3. Tržišna vrijednost
4. Ekonomska vrijednost¹¹⁴

Iz temeljnih koncepata vrijednosti razvijene su njihove svojevrzne varijante odnosno izvedeni koncepti, kao što su reproduksijska vrijednost, raskomadana vrijednost i *going-concern*. Uz to postoje i drugi specifični koncepti, kao što su vrijednost jamstva, vrijednost osiguranja, oporeziva vrijednost i procijenjena vrijednost.

4.1.1. Knjigovodstvena vrijednost

Knjigovodstvena vrijednost poduzeća temelji se na povijesnim cijenama i konzistentnoj primjeni računovodstvene konvencije.¹¹⁵ Praktički se svodi na utvrđivanje vrijednosti vlasničke glavnice, a predstavlja razliku između knjigovodstveno procijenjene vrijednosti imovine poduzeća i knjigovodstveno procijenjenih ukupnih obveza poduzeća.

Iz tog razloga knjigovodstvena vrijednost će se samo izuzetno poklopiti s vrijednostima ostvarenim na tržištu, odnosno s ekonomskom vrijednošću poduzeća. Što je više vremena proteklo od nekog poslovnog događaja to je za očekivati da će ekonomska vrijednost više odstupati od knjigovodstvene vrijednosti.

Stoga, s obzirom na svoju statičnost koncept knjigovodstvene vrijednosti ne može biti postavljen kao ciljna funkcija poduzeća pa tako niti kao temeljni izraz njegove vrijednosti¹¹⁶,

¹¹⁴ Orsag, S. (1997). Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 16.

¹¹⁵ Ibid., str. 17.

¹¹⁶ Ibid.

ali će svakako predstavljati svojevrsnu polaznu točku u procesu vrednovanja zbog godišnjih i periodičnih financijskih izvješća poduzeća, koji kontinuirano utemeljuju vrijednost imovine, obveza i vlasničke glavnice poduzeća.

4.1.2. Likvidacijska vrijednost

Likvidacijska vrijednost poduzeća predstavlja vrijednost koju će primiti "vlasnici" poduzeća iz likvidacijske mase¹¹⁷, u uvjetima prisilne prodaje, a nakon podmirenja administrativnih troškova likvidacije, obveza prema državi i svih potraživanja vjerovnika.

Dolazi do izražaja u uvjetima krize (stečaja) poduzeća kada se želi usporediti procijenjena vrijednost poduzeća nakon likvidacije s procijenjenom vrijednošću poduzeća nakon sanacije, a radi odgovora na pitanje vrijedi li poduzeće više "mrtvo" ili "živo", odnosno treba li poduzeće likvidirati ili ga sanirati.¹¹⁸

S obzirom na to da je ovaj koncept karakterističan za poduzeća u krizi, ne predstavlja okosnicu procjene vrijednosti poduzeća te ga nema smisla primjenjivati za ona poduzeća koja nastavljaju s poslovanjem, ali može predstavljati procjenu stupnja (ne)sigurnosti pri ulaganju u instrumente financiranja poduzeća, posebno one dužničke.

4.1.3. Tržišna vrijednost

Tržišna vrijednost poduzeća predstavlja vrijednost ostvarenu u trenutku kupoprodaje. Stoga se često označava i kao fer (poštena) tržišna vrijednost poduzeća jer se pretpostavlja da je to vrijednost ostvarena između informiranih i nepovezanih stranaka koje su voljne¹¹⁹ obaviti transakciju.

Ona je utvrdiva za poduzeća čije su dionice (i drugi vrijednosni papiri) uvršteni na uređeno tržište radi trgovanja ili za pojedine imovinske oblike poduzeća na temelju podataka o sličnim kupoprodajnim transakcijama.

¹¹⁷ Neto likvidacijska vrijednost poduzeća.

¹¹⁸ Ako je likvidacijska vrijednost poduzeća veća od vrijednosti poduzeća koja bi se postigla njegovom sanacijom, znači da poduzeće vrijedi više "mrtvo" nego "živo" i treba ga likvidirati.

¹¹⁹ Znači bez prisile, za razliku od koncepta likvidacijske vrijednosti.

Približava se realnoj, intrinzičnoj¹²⁰ vrijednosti poduzeća, ali Orsag (1997: 24) smatra da tržišna vrijednost ipak nije realna vrijednost već je to ona vrijednost koja je nastala u procesu nadmetanja između kupaca i prodavatelja na tržištu te kao takva predstavlja svojevrsni konsenzus postignut između dvije ili više osoba.¹²¹

4.1.4. Ekonomska vrijednost

Ekonomska vrijednost poduzeća temelji se na sposobnosti poduzeća da svojim vlasnicima u budućnosti osigura struju čistih novčanih tijekova nakon oporezivanja¹²², odnosno kao sadašnja vrijednost budućih čistih novčanih tijekova¹²³, pod pretpostavkom njegovog vremenski neograničenog tijeka poslovanja.¹²⁴

Budući novčani tijekovi svode se na sadašnju vrijednost pomoću diskontne stope¹²⁵ koja mora odraziti međuovisnost profitabilnosti i rizika držanja pojedinačnih imovinskih oblika ili instrumenata financiranja poduzeća.¹²⁶

Zbog te međuovisnosti profitabilnosti i rizika ekonomska vrijednost usko je povezana i s individualnim preferencijama samog investitora¹²⁷, pa je na taj način nužno povezana i s određenim stupnjem subjektivnosti pri ocjeni rizika.¹²⁸

¹²⁰ Prema Šestanović, A. (2017) intrinzična vrijednost je vrijednost imovine pod pretpostavkom potpunih informacija o karakteristikama te imovine.

¹²¹ Orsag, S. (1997). Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 24.

¹²² Ibid., str. 25.

¹²³ Čisti novčani tijek predstavlja razliku između novčanih primitaka i novčanih izdataka u određenom vremenskom razdoblju.

¹²⁴ Prema Orsagu (1997: 16) sam koncept ekonomske vrijednosti svoj puni izraz dobiva u tzv. *going-concern* konceptu, a koji pretpostavlja vremenski neograničen tijek poslovanja poduzeća.

¹²⁵ Diskonta stopa predstavlja mjeru vremenske vrijednosti novca. Naziva se diskonta jer se njome provodi diskont, tj. umanjenje buduće vrijednosti. Što je veća diskontna stopa i što je veći broj diskontiranja to je niža sadašnja vrijednost.

¹²⁶ Orsag, S. (1997). Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 26.

Svaka odluka nosi sa sobom određeni rizik jer buduće posljedice te odluke nisu izvjesne za onoga tko donosi odluku. Većina investitora ima averziju prema riziku odnosno spremni su na ulaganje samo pod pretpostavkom adekvatne kompenzacije za preuzeti rizik i to u obliku minimalne stope povrata, koja uključuje naknadu investitoru za uzdržavanje od potrošnje (potrošnja u budućnosti umjesto danas) i naknadu za preuzimanje rizika (premija rizika primjerena povećanom riziku ulaganja). Na taj način investitori kompenziraju povećani rizik s potencijalno većim prinosom na ulaganje. Stoga su profitabilnost i rizik proporcionalno međuovisni.

¹²⁷ Financijski menadžeri trebali bi donositi odluke koje uvažavaju osnovni cilj poslovanja, a to je maksimalizacija bogatstva dioničara. Međutim može se desiti da oni donose odluke imajući u vidu svoje interese, a ne interese dioničara, odnosno da su skloniji riziku od samih "vlasnika" jer ne ulažu svoj novac.

¹²⁸ Orsag, S. (1997). Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 26.

Upravo ta orijentiranost ovog koncepta na budućnost bitno ga razlikuje od koncepta knjigovodstvene vrijednosti koji je orijentiran na prošlost i od koncepta tržišne vrijednosti koji je orijentiran na sadašnjost.

Odnos temeljnih koncepata vrijednosti s obzirom na njihovu vremensku orijentiranost prikazan je na slici 4 u nastavku.

Slika 4: Odnos temeljnih koncepata s obzirom na njihovu vremensku orijentiranost



Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

4.2. Metode procjene vrijednosti poduzeća

Kao što je već navedeno, kod instituta prijenosa dionica manjinskih dioničara i kod instituta priključenja društva pitanje primjerene otpremnine uređuje ZTD, dok u slučaju instituta preuzimanja dioničkih društava pitanje pravične naknade uređuje ZPDD.

Iako ZTD u oba slučaja propisuje tko i kada mora sastaviti pisano izvješće kojim će ispitati primjerenost otpremnine, odnosno dati zaključak o njezinoj primjerenosti, a u kojem između ostaloga treba navesti kojim je metodama određena otpremnina, koji su razlozi za primjenu tih metoda, do kojih bi se iznosa otpremnine došlo primjenom pojedine metode te koji je značaj

dan pojedinim metodama, a ZPDD propisuje kao obvezni sadržaj ponude za preuzimanje elaborat o procjeni fer vrijednosti ciljnog društva ako se dionicom ciljnog društva trgovalo manje u 1/3 trgovinskih dana unutar posljednja tri mjeseca prije nastanka obveze objavljivanja ponude za preuzimanje, zakonodavac ni u jednom od tih slučajeva ne propisuje koju/-e metodu/-e procjene vrijednosti treba primijeniti.

ZTD "jedino" propisuje da glavni dioničar treba uzeti u obzir prilike društva, odnosno njegovo imovinsko i financijsko stanje u trenutku donošenja odluke glavne skupštine o prijenosu dionica manjinskih dioničara, odnosno u trenutku donošenja odluke skupštine priključenog društva o priključenju.

U slučaju prijenosa dionica manjinskih dioničara¹²⁹ Barbić (2010: 428) navodi da za to određenje nije važna trenutačna cijena dionica na tržištu jer se manjinski dioničari lišavaju dionica od kojih bi i u budućnosti mogli imati koristi te je stoga potrebno procijeniti i izgled društva u budućnosti, za što treba uzeti u obzir i poslovne rezultate društva u proteklom godinama kako bi se utvrdio trend u poslovanju, ostvarivanje dobiti odnosno gubitaka, mogućnost njihova pokrivanja kao i izgledi za ostvarenjem dobiti u budućnosti.¹³⁰

On smatra da je potrebno odrediti punu vrijednost poduzeća, odnosno da treba primijeniti tzv. dinamičku metodu procjene da bi se došlo do vrijednosti dionice jer društvo ne prestaje prijenosom dionica manjinskih dioničara glavnom dioničaru nego nastavlja s poslovanjem te iz tog razloga nije primjereno upotrijebiti likvidacijsku vrijednost poduzeća.¹³¹

Barbić dalje smatra da ako društvo ima dionice uvrštene na uređeno tržište radi trgovanja burzovnu cijenu treba smatrati donjom granicom njezine vrijednosti po kojoj bi se odredila otpremnina. Pri tome treba uzeti u obzir i količinu dionica koje se prodaju na burzi i opseg transakcija kojima se njima trguje jer postoji mogućnost da je u vremenu mjerodavnom za određivanje vrijednosti dionice bio mali promet dionicama ili je mogao biti namjerno obavljen promet dionicama po većoj cijeni kako bi se utjecalo na određenje otpremnine, ili je

¹²⁹ Isto bi se moglo primijeniti i na institut priključenja društva.

¹³⁰ Barbić, J. (2010). Knjiga druga: Društva kapitala. Svezak I.: Dioničko društvo. 5. izmijenjeno i dopunjeno izdanje. Zagreb: Organizator, str. 428.

¹³¹ Ibid.

neposredno nakon prodaje trebalo isplatiti dividendu čiji se iznos znao i koji je mogao utjecati na cijenu dionice.¹³²

Prilikom procjene vrijednosti poduzeća treba uzeti u obzir da ne postoji jedinstvena podjela metoda procjene vrijednosti poduzeća. Jedna od podjela utemeljena je na moguća dva pogleda na vrijednost poduzeća, a to su vrijednost njegove imovine i vrijednost njegove profitne snage, stoga ta podjela svrstava metode u dvije temeljne skupine:¹³³

- metode koje se temelje na vrijednosti imovine poduzeća (statičke metode)
- metode koje se temelje na vrijednosti profitne snage poduzeća (dinamičke metode)

Statičke metode polaze od postojeće situacije poduzeća, njegovog financijskog položaja¹³⁴ te su prvenstveno okrenute prema sadašnjosti, ne uvažavajući potencijal stvaranja novih proizvoda i buduće zarade. Tu je moguća primjena više koncepata vrijednosti, prvenstveno onih orijentiranih na prošlost i sadašnjost, iako Orsag (1997: 76) smatra da je za pojedine imovinske oblike moguća primjena i ekonomskog koncepta vrijednosti koji je orijentiran na budućnost.¹³⁵

Dinamičke metode nastoje procijeniti vrijednost poduzeća na temelju profita predstavljenog zaradama (dobiti) ili novčanim tijekovima koje poduzeće može generirati za svoje vlasnike u budućnosti.¹³⁶ Stoga je temeljni koncept vrijednosti na kojem se temelje ove metode ekonomski koncept vrijednosti, iako se za dionička društva čije su dionice uvrštene na uređena tržišta radi trgovanja, mogu koristiti i metode procjene tržišne vrijednosti odnosno tržišni pokazatelji.

¹³² Barbić, J. (2010). Knjiga druga: Društva kapitala. Svezak I.: Dioničko društvo. 5. izmijenjeno i dopunjeno izdanje. Zagreb: Organizator, str. 429.

¹³³ Uz ove dvije temeljne skupine postoji i treća skupina, tzv. kombinirane metode, koja se odnosi na kombinaciju prve dvije skupine.

¹³⁴ Zato se još nazivaju i metode vrednovanja temeljene na bilanci. Najpoznatije statičke metode su: knjigovodstvena vrijednost, prilagođena knjigovodstvena vrijednost, zamjenska vrijednost i likvidacijska vrijednost.

¹³⁵ Orsag (1997: 146) smatra kako za sve imovinske oblike nije uvijek moguća spoznaja tržišne vrijednosti stoga se ona nužno nadopunjava s reprodukcijom vrijednošću koja je utemeljena logikom ponovnog procjenjivanja knjigovodstvene vrijednosti. U slučaju ako postoji imovina koja je nepotrebna za poslovanje nju je potrebno procjenjivati u svjetlu koncepta likvidacijske vrijednosti. A s obzirom da je tržišnu vrijednost moguće sagledavati i kroz koncept ekonomske vrijednosti, zaključuje da je na taj način vrijednost imovine poduzeća uvijek rezultat kombiniranja osnovnih koncepata vrijednosti.

¹³⁶ Orsag, S. (1997). Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest, str. 105, 106.

Sukladno tome dinamičke metode mogu se podijeliti u dvije temeljne skupine:

- procjena vrijednosti metodom sadašnje vrijednosti budućih novčanih tijekova
- procjena vrijednosti metodom multiplikatora

S obzirom na to da su za vrednovanje poduzeća u praksi relevantne upravo dinamičke metode, iste su obrađene u nastavku.

4.3. Metoda sadašnje vrijednosti budućih novčanih tijekova

Naziva se još i metodom diskontiranih novčanih tijekova, a u literaturi je poznata pod nazivom *Discounted Cash Flow* ili skraćeno DCF model.

Spada u apsolutne metode vrednovanja poduzeća koje počivaju na pretpostavci da je vrijednost poduzeća povezana s očekivanim prinosom od ulaganja.

Njezina suština leži u vjerovanju da je vrijednost bilo koje profitabilne imovine jednaka vrijednosti budućih novčanih tijekova koje će ta imovina generirati, a temelji se na *pro forma*¹³⁷ prognozi očekivanih budućih novčanih tijekova procjenjivanog poduzeća koji se diskontiranjem svode na sadašnju vrijednost.¹³⁸

Ovisno o tome koji se očekivani budući novčani tijek uzima u obzir razlikujemo:

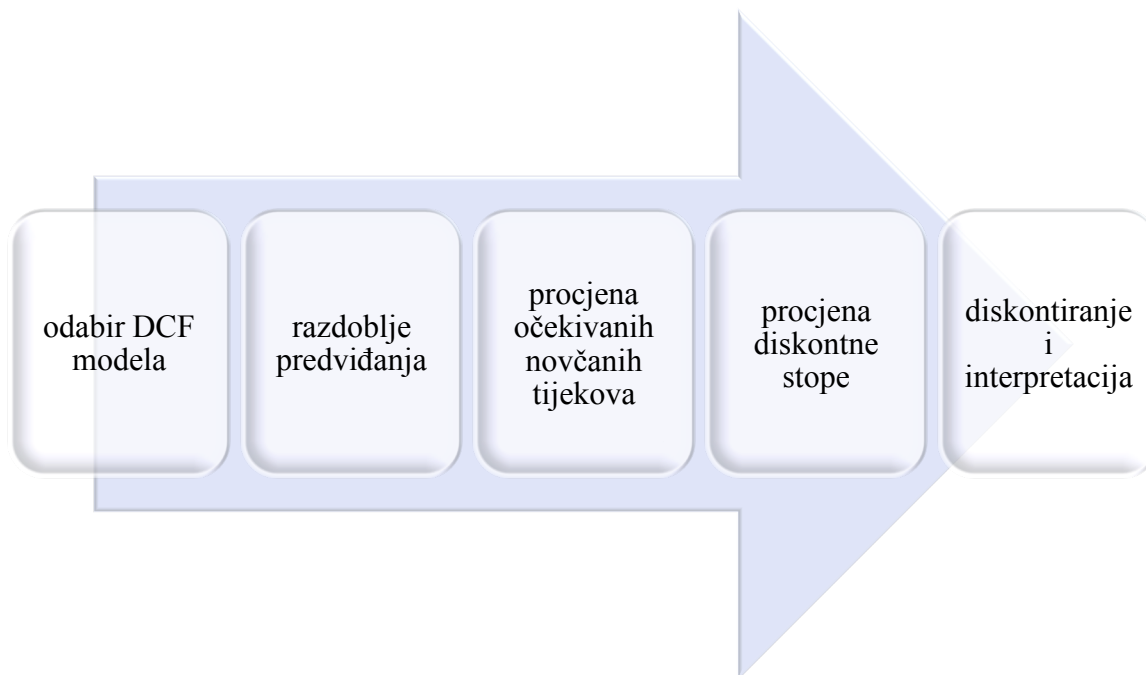
- model diskontiranih dividendi
- model diskontiranih slobodnih novčanih tijekova
- model rezidualne dobiti

Pri tome treba poduzeti nekoliko koraka, prikazanih na slici 5.

¹³⁷ U tu svrhu se izrađuju *pro forma* financijska izvješća koja u ovom slučaju služe za procjenu budućih očekivanih novčanih tijekova za potrebe procjene vrijednosti poduzeća. Ona su nadogradnja povijesnih odnosa i omjera, a temelje se na pretpostavkama o budućem stanju gospodarstva, tržišnim uvjetima i odlukama uprave.

¹³⁸ Sprčić Miloš, D. i Sulje Orešković, O. (2012). Procjena vrijednosti poduzeća. Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 105.

Slika 5: Koraci u primjeni DCF modela



Izvor: prilagodila autorica¹³⁹

Nakon odabira DCF modela¹⁴⁰ potrebno je odrediti vremenski horizont odnosno razdoblje predviđanja (projekcije) očekivanih novčanih tijekova. Za neka poduzeća¹⁴¹ to može biti njihov ekonomski vijek koji se poklapa s njihovim tehničkim ili fizičkim vijekom trajanja dok će se za ostala poduzeća uzeti određeno razdoblje od 5, 10 ili najdulje 15 godina¹⁴².

¹³⁹ Prema Šestanović, A. (2017). Procjena vrijednosti poduzeća. Koncepti i taksonomija metoda. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment. Raspoloživo na: URL: <http://193.198.43.180/rrif-student/DocDownloadFS.aspx?akc=10> (pristupljeno 1. srpnja 2018.).

¹⁴⁰ Odabir DCF modela ovisi o karakteristikama poduzeća i dostupnostima podataka.

¹⁴¹ Takva poduzeća su nuklearne elektrane, koksare, rafinerije nafte i kemijske tvornice koje iz ekoloških ili nekih drugih razloga mogu samo određeno vrijeme poslovati na nekoj lokaciji, pa im je time ekonomski vijek unaprijed određen.

¹⁴² Prema Orsagu (1997: 116) po pravilu se procjenjuje minimalno petogodišnja struja budućih čistih novčanih tijekova. Kopun i Slade (1991: 67) navode da je na zapadu razdoblje predviđanja najčešće 8 godina. Sprčić Miloš i Sulje Orešković (2012: 107) ističu da se kao zadnja godina projekcije uzima tzv. normalna godina od koje se smatra da je procjenjivano poduzeće sposobno održavati svoje novčane tijekove na stabilnoj razini, tj. da ono više niti raste niti se smanjuje, da su kapitalne investicije, otprilike, izjednačene s amortizacijom i sl.

Pri tome treba voditi računa i o rezidualnoj vrijednosti¹⁴³ poduzeća na kraju razdoblja predviđanja odnosno imovini poduzeća koja se na kraju razdoblja predviđanja može prodati ili uključiti u nove realne investicije poduzeća.

Ako se predviđeni novčani tijekovi mogu ostvariti samo uz poduzimanje određenih investicija, tada i njih treba uzeti u obzir. Na taj način se novčani tijekovi mogu podijeliti u tri kategorije:

1. novčani tijekovi od poslovanja
2. novčani tijekovi za potrebne investicije
3. novčani tijekovi od rezidualne vrijednosti

Pri čemu novčani tijekovi od poslovanja i novčani tijekovi od rezidualne vrijednosti predstavljaju novčane primitke poduzeća dok novčani tijekovi za potrebne investicije predstavljaju novčane izdatke poduzeća i umanjuju sadašnju vrijednost poduzeća.

S obzirom na to da novčani primici i novčani izdaci u budućim godinama nemaju istu vrijednost kao u godini u kojoj se procjenjuje vrijednost poduzeća, predviđene novčane tijekove potrebno je diskontirati odnosno svesti na sadašnju vrijednost pomoću odgovarajuće diskontne stope.¹⁴⁴ Navedeno se može izraziti pomoću formule:

$$V_0 = \sum \frac{F_t}{(1+k)^t} - \sum \frac{I_t}{(1+k)^t} + \frac{A_t}{(1+k)^t}$$

V_0 – sadašnja vrijednost novčanih tijekova
 F_t – novčani tijekovi od poslovanja po godinama t
 I_t – potrebne investicije po godinama t
 A_t – rezidualna vrijednost imovine poduzeća¹⁴⁵
 k – izabrana diskontna stopa

¹⁴³ Prema Sprčić Miloš i Sulje Orešković (2012: 113; 107; 121) neovisno o broju razdoblja rezidualna vrijednost računa se na koncu onog razdoblja/perioda koji prethodi razdoblju dugoročnog rasta. Izračun rezidualne vrijednosti vezan je uz definiranje tzv. normalne godine, dakle godine od koje se smatra da je poduzeće sposobno održavati svoje novčane tijekove na stabilnoj razini, tj. da ono više niti raste niti se smanjuje. Takva godina uzima se kao zadnja godina projekcije.

Rezidualna vrijednost može se izračunati na nekoliko načina, npr. kao: diskontirani očekivani novčani tijekovi, likvidacijska vrijednost, trošak zamjene, P/E ili neki drugi multiplikator, knjigovodstvena vrijednost, odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti, procjena na temelju dividendi, ...

¹⁴⁴ Primjenom diskontnog faktora $1/(1+k)^t$.

¹⁴⁵ Ako se određeni iznos rezidualne vrijednosti pojavi i unutar razdoblja predviđanja (promatranog razdoblja), a ne samo na kraju istoga potrebno je prilagoditi formulu, odnosno uzeti u obzir "sve" rezidualne vrijednosti te ih diskontirati odgovarajućom diskontnom stopom za razdoblje t ovisno u kojoj godini se pojavljuju. Ako je istekom razdoblja predviđanja rezidualna vrijednost beznačajna ili je njezino predviđanje prerizično, ista se zanemaruje.

Odgovarajuća diskontna stopa temelji se na osnovi obavljene analize rizika investiranja¹⁴⁶ i trebala bi odraziti međuzavisnost rizika i profitabilnosti investicije u procjenjivano poduzeće.

Pri procjeni vrijednosti poduzeća moguć je odabir između dviju diskontnih stopa – prosječnog ponderiranog troška kapitala (WACC)¹⁴⁷ i troška vlastitog kapitala (r_e)¹⁴⁸, pri čemu se WACC koristi ako se procjena temelji na slobodnim novčanim tijekovima poduzeću, a r_e se koristi pri procjeni vrijednosti poduzeća metodom diskontiranih dividendi, metodom rezidualne dobiti i metodom diskontiranih novčanih tijekova, kada se ona temelji na slobodnim novčanim tijekovima vlasničkoj glavnici.

4.3.1. Model diskontiranih dividendi

Model diskontiranih dividendi (engl. *Dividend discount model* – DDM) je najviše korišten model, a njegov cilj je utvrditi vrijednost poduzeća na temelju procjene iznosa, dinamike i rizičnosti dividendi.¹⁴⁹

Pretpostavke za korištenje ovog modela su: povijest isplate dividendi, definirana politika dividendi povezana s profitom, perspektiva manjinskog (nekontrolirajućeg) interesa te "zrela", profitabilna poduzeća, s nižim stopama rasta.¹⁵⁰

¹⁴⁶ Rizik investiranja veći je kod investicija u privatna poduzeća nego u javna poduzeća koja imaju aktivna tržišta, čime se osigurava visoka likvidnost takve investicije jer se uloženi novac može brzo vratiti prodajom dionica na uređenom tržištu. Stoga su i diskontne stope koje se primjenjuju na investicije u privatna poduzeća znatno više od onih kod javnih poduzeća.

¹⁴⁷ Naziva se prosječni ponderirani trošak kapitala (engl. *weighted average cost of capital*) jer predstavlja ponderirani prosjek troška vlasničkog (r_e) i dugovnog kapitala (r_d). Računa se prema formuli: $WACC = W_d \times r_d \times (1-t) + W_e \times r_e$. S obzirom na to da su kamate porezno priznati trošak, pa smanjuju osnovicu poreza na dobit, stvarni trošak duga za poduzeće manji je od prinosa koji zahtijeva kreditor upravo za tu uštedu na porezu. Stoga se u formuli uzima trošak duga nakon oporezivanja, a koji se računa kao razlika između kamatne stope i uštede na porezu, odnosno $r_d \times (1-t)$.

Ako je poduzeće osim običnih dionica izdalo i povlaštene dionice ili koristi još neki dodatni instrument financiranja, tada i njih treba uključiti u izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala, pri čemu zbroj svih pondera (W) treba biti jednak 1, a oni označavaju koliko je je pojedini izvor financiranja zastupljen u kapitalnoj strukturi. S obzirom da se kapitalna struktura protekom vremena mijenja pri određivanju pondera najčešće se koristi ciljane (planirane) struktura kapitala, a ne ona trenutno važeća i treba upotrebljavati tržišnu odnosno stvarnu, a ne knjigovodstvenu vrijednost kapitala.

¹⁴⁸ Trošak vlastitog kapitala (engl. *cost of equity*) može se izračunati na više načina. Pristupom modela sadašnje vrijednosti dividendi, pristupom teorije tržišta kapitala i pristupom troška duga plus premija rizika.

¹⁴⁹ Vidučić, Lj. (2012). *Financijski menadžment*. 8. nepromijenjeno izdanje. Zagreb: RRiF Plus, str. 130.

¹⁵⁰ Šestanović, A. (2017). *Procjena vrijednosti poduzeća. Koncepti i taksonomija metoda*. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment. Raspoloživo na: URL: <http://193.198.43.180/rrif-student/DocDownloadFS.aspx?akc=10> (pristupljeno 1. srpnja 2018.).

Postoji nekoliko varijanti ovog modela, a koje ovise o pretpostavkama budućeg kretanja dividendi:

- a) model konstantnih dividendi
- b) model konstantnog rasta dividendi
- c) višefazni model rasta dividendi

a) Model konstantnih dividendi

Ovaj model pogodan je za vrednovanje prioriternih (povlaštenih) dionica, koje imaju konstantne novčane prinose (konstantne dividende¹⁵¹), kao i za vrednovanje poduzeća koja svu svoju dobit isplaćuju dioničarima.¹⁵²

Izračunava se prema formuli:

$$P_0 = \frac{D}{r_e}$$

P_0 – sadašnja vrijednost dionice (u razdoblju 0)

D – konstantna dividenda

r_e – tražena stopa povrata na dionice/trošak vlastitog kapitala

b) Model konstantnog rasta dividendi

Ovaj model naziva se još i *Gordonov model rasta dividendi* (GGM)¹⁵³, a pogodan je za procjenu vrijednosti velikih, etabliranih, javnih poduzeća čije dionice imaju značajno aktivno tržište.

Osnovne pretpostavke modela su da dividende rastu po konstantnoj stopi rasta (g)¹⁵⁴ i da je $r_e > g$.

¹⁵¹ Kod povlaštenih dionica dividenda se fiksira pri emisiji dionica kao postotak u odnosu na nominalnu vrijednost ili kao odgovarajući iznos po dionici.

¹⁵² U tom slučaju se u formulu umjesto konstantne dividende (D) može uvrstiti zarada po dionici (engl. *earnings per share* - EPS) jer su dobit i dividende jednake, pa formula tada glasi: $P_0 = \text{EPS}/r_e$.

¹⁵³ Model je razvio američki profesor Myron Jules Gordon, pa je po njemu model dobio i ime.

¹⁵⁴ Stopa rasta g može se izračunati na temelju povijesnih stopa rasta dividendi, korištenjem analiza investicijskih bankara ili na temelju koncepta stope održivog rasta poduzeća, odnosno modelom zadržavanja zarada, kao umnožak očekivane stope profitabilnosti glavnice (engl. return on equity – ROE) i stope zadržavanja zarade (z) $g = \text{ROE} \times z$, pri čemu je stopa zadržavanja zarade (z) komplementarna stopi isplate dividendi (d), $d = (1-z)$.

Izračunava se prema formuli:

$$P_0 = \frac{D_0 \times (1+g)}{r_e - g} = \frac{D_1}{r_e - g}$$

- P_0 – sadašnja vrijednost dionice (u razdoblju 0)
- D_0 – zadnje isplaćena dividenda (dividenda na kraju prethodne godine)
- g – stopa konstantnog rasta dividendi
- r_e – tražena stopa povrata na dionice/trošak vlastitog kapitala
- D_1 – očekivane dividende po dionici u sljedećem razdoblju (razdoblju 1)

c) Višefazni model rasta dividendi

Višefazni model pretpostavlja da će u prvih nekoliko godina dividende rasti po različitim stopama, nakon čega će uslijediti faza konstantnog rasta koja se nastavlja u beskonačnost. Najčešće varijante ovog modela su dvofazni i trofazni model.

Dvofazni model sastoji se od dvije faze rasta dividendi. Prva faza, u kojoj poduzeće zahvaljujući svojim određenim prednostima na tržištu ostvaruje supernormalan rast dividendi, nakon koje slijedi druga faza u kojoj se pod djelovanjem konkurencije navedene prednosti poništavaju te poduzeće ostvaruje niže stope rasta.

Matematički se može izraziti:

$$P_0 = \sum \frac{D_0 \times (1+g_s)^t}{(1+r_e)^t} + \frac{D_T \times (1+g_n)}{(r_e - g_n) \times (1+r_e)^T}$$

- P_0 – sadašnja vrijednost dionice (u razdoblju 0)
- D_0 – zadnje isplaćena dividenda (dividenda na kraju prethodne godine)
- D_T – dividenda za rezidualno razdoblje
- g_s – stopa supernormalnog rasta dividendi
- g_n – stopa normalnog rasta dividendi
- r_e – tražena stopa povrata na dionice/trošak vlastitog kapitala
- D_1 – očekivane dividende po dionici u sljedećem razdoblju (razdoblju 1)

Trofazni model polazi od pretpostavke da u početnom razdoblju dividende rastu po visokoj stopi rasta, zatim slijedi prijelazno razdoblje nakon koje slijedi treća faza s niskim stopama rasta koja se nastavlja u beskonačnost.

Izračun vrijednosti dionice ovim modelom složen je postupak, čija složenost ovisi o broju stopa rasta koje uzimamo u obzir, jesu li one konstantne unutar pojedinih razdoblja rasta ili opadaju, pri čemu također treba voditi računa i o tome da tražena stopa povrata ne mora biti ista u svim fazama rasta.

4.3.2. Model diskontiranih slobodnih novčanih tijekova

Vrijednost poduzeća može se procijeniti i korištenjem modela diskontiranih slobodnih novčanih tijekova, pri čemu razlikujemo dva osnovna modela slobodnih novčanih tijekova:

- a) jednofazni model
- b) višefazni model

a njihov izračun može se temeljiti na dva pristupa s obzirom na dvije vrste slobodnih novčanih tijekova (engl. *free cash flow* - FCF):

- slobodni novčani tijekovi poduzeću (engl. *free cash flow to firm* – FCFF)
- slobodni novčani tijekovi vlasničkoj glavnici (eng. *free cash flow to equity* – FCFE)¹⁵⁵

FCFF pristup vrednuje ukupan novčani tijek kojeg poduzeće očekuje ostvariti u budućnosti, bazira se na operativnoj dobiti, tj. na dobiti prije tereta duga, odnosno to je novčani tijek raspoloživ za podjelu svim ulagateljima kapitala (vlasnicima i kreditorima).

S druge strane FCFE baziran je na neto dobiti ili zaradi po dionici, odnosno vrednuje samo onaj dio novčanog tijeka koji ostaje raspoloživ za distribuciju dioničarima.

¹⁵⁵ Hreljac i Kolačević (2012: 268) navode da će FCFE biti jednak vrijednosti novčanog tijeka po metodi diskontirane dividende samo ako su dividende jednake slobodnom novčanom tijeku vlastitog kapitala. Šestanović (2017) navodi da je FCFE model bolji estimator od DDM modela budući da uzima u obzir investicijske i financijske odluke poduzeća dok se dividende određuju prema diskrecijskom prijedlogu menadžmenta.

FCFF model koristi se za procjenu vrijednosti poduzeća koja ne isplaćuju dividendu, koja isplaćuju dividendu, ali gdje visina dividendi obično ovisi o diskreciji uprave i nadzornog odbora (nema poveznice s profitom ili FCFE-om), za poduzeća s vrlo malom dividendom, s neizvjesnim pritokom dividendi, s promjenjivom kapitalnom strukturom, za poduzeća s visokom financijskom polugom i negativnim FCFE te ako je poduzeće akvizicijski cilj.¹⁵⁶

I FCFF i FCFE mogu se izračunati na nekoliko načina, a jedan od načina prikazan je na slici 6.

Slika 6: Usporedni prikaz izračuna FCFF i FCFE

Prihodi - novčani operativni rashodi	Prihodi - novčani operativni rashodi
Operativna dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije (EBITDA) - deprecijacija i amortizacija	EBITDA - deprecijacija i amortizacija
Operativna dobit prije kamata i poreza (EBIT) x (1 – porezna stopa)	EBIT - kamate Dobit prije poreza (EBT) x (1 – porezna stopa)
Neto operativna dobit poslije poreza (NOPAT) + deprecijacija i amortizacija	Neto dobit (EAT) + deprecijacija i amortizacija
Novčani tijek iz operacija - kapitalni izdaci - promjene u radnom kapitalu	Novčani tijek iz operacija - kapitalni izdaci - povećanje u radnom kapitalu
Slobodni novčani tijek poduzeću (FCFF)	- otplata glavnice duga + primici od izdavanja novog duga Slobodni novčani tijek vlasničkoj glavnici (FCFE)

Izvor: prilagodila autorica¹⁵⁷

a) Jednofazni model slobodnih novčanih tijekova

Ovaj model pretpostavlja jedno razdoblje kretanja (rasta) slobodnih novčanih tijekova poduzeća čija se vrijednost procjenjuje, odnosno pretpostavlja da će slobodni novčani tijekovi rasti zauvijek po konstantnoj stopi (g) i da je ona manja od troška kapitala ($g < k$).

¹⁵⁶ Šestanović, A. (2017). Procjena vrijednosti poduzeća. Model slobodnih novčanih tokova poduzeća. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment. Raspoloživo na: URL: <http://193.198.43.180/rriF-student/DocDownloadFS.aspx?akc=10> (pristupljeno 1. srpnja 2018.).

¹⁵⁷ Prema Kolačević, S. i Hreljac, B. (2012). Vrednovanje poduzeća. 2. dopunjeno i prošireno izdanje. Zagreb: TEB-Poslovno savjetovanje, str. 259-261.

Temelji se na Gordonovom modelu rasta, a matematički se može izraziti:

$$V_0 = \frac{FCF_0 \times (1+g)}{k-g} = \frac{FCF_1}{k-g}$$

V_0 – sadašnja vrijednost
 FCF_0 – slobodni novčani tijek u sadašnjoj godini
 FCF_1 – slobodni novčani tijek u prvoj (idućoj) godini
 g – konstantna stopa rasta FCF tijekova
 k – trošak kapitala

Pri čemu inputi u formuli ovise o tome procjenjujemo li sadašnju vrijednost poduzeća ili sadašnju vrijednost vlasničke glavnice.

Vrijednost poduzeća procjenjuje se temeljem slobodnih novčanih tijekova poduzeću (FCFF) uz primjenu prosječnog ponderiranog troška kapitala (WACC) kao diskontne stope dok se vrijednost vlasničke glavnice¹⁵⁸ procjenjuje temeljem slobodnih novčanih tijekova vlasničkoj glavnici (FCFE) uz primjenu troška vlastitog kapitala (r_e) kao diskontne stope.

b) Višefazni model slobodnih novčanih tijekova

Višefazni model pretpostavlja više faza odnosno razdoblja kretanja (rasta) slobodnih novčanih tijekova. Najčešće varijante su dvofazni i trofazni model. Dvofazni model primjenjuje se kada se očekuju dvije faze rasta procjenjivanog poduzeća, kratkoročno razdoblje supernormalnog rasta i dugoročno razdoblje konstantnog rasta. Matematički se može izraziti:

$$V_0 = \sum \frac{FCF_t}{(1+k_s)^t} + \frac{FCF_T \times (1+g_n)}{(k_n - g_n) \times (1+k_s)^T}$$

V_0 – sadašnja vrijednost
 FCF_t – slobodni novčani tijek u razdoblju t
 FCF_T – slobodni novčani tijek za rezidualno razdoblje
 g_n – dugoročna stopa rasta FCF tijekova (faza konstantnog rasta)
 k_s – trošak kapitala u fazi supernormalnog rasta
 k_n – trošak kapitala u fazi dugoročnog konstantnog rasta

¹⁵⁸ Vrijednost vlasničke glavnice (ukupne) može se izračunati i oduzimanjem tržišne vrijednosti duga od dobivene vrijednosti poduzeća, a dijeljenjem te vrijednosti s brojem dionica dobit će se vrijednost po (jediničnoj) dionici.

Pri čemu inputi u formuli i ovdje ovise o tome procjenjujemo li sadašnju vrijednost poduzeća ili sadašnju vrijednost vlasničke glavnice.

Trofazni model najprikladniji je kada se javljaju tri jasna razdoblja rasta poduzeća: razdoblje rasta, prijelazno razdoblje i razdoblje zrelosti.

4.3.3. Model rezidualne dobiti

Rezidualna dobit predstavlja "višak" kojeg je poduzeće ostvarilo u nekom razdoblju nakon što su podmireni svi troškovi poslovanja, uključujući i financiranje vlastitim kapitalom.¹⁵⁹

To ju razlikuje od računovodstvenog koncepta neto dobiti pri čijem se izračunu uzimaju u obzir samo troškovi duga, dok se prilikom izračuna rezidualne dobiti uzimaju u obzir i troškovi vlastitog kapitala¹⁶⁰ te ako je neto dobit veća od troškova vlastitog kapitala, koji se smatra troškom poduzeća, poduzeće je stvorilo dodatnu vrijednost za svoje vlasnike.

U nastavku, na slici 7 dan je skraćeni prikaz jednog od načina izračuna rezidualne dobiti.

Slika 7: Izračun rezidualne dobiti

Dobit prije kamata i poreza (EBIT)
- trošak kamata
Dobit prije poreza (EBT)
- porez na dobit
Dobit poslije poreza (neto dobit, EAT)
- trošak vlastitog kapitala
Rezidualna dobit

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

¹⁵⁹ Sprčić Miloš, D. i Sulje Orešković, O. (2012). Procjena vrijednosti poduzeća. Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 132.

¹⁶⁰ Trošak vlastitog kapitala = vrijednost vlastitog kapitala x traženi prinos na vlastiti kapital (r_e).

To znači da ako poduzeće ostvaruje pozitivnu rezidualnu dobit¹⁶¹ ono dodaje vrijednost na postojeću knjigovodstvenu vrijednost vlastitog kapitala. Stoga ovaj model analizira vrijednost poduzeća uzimajući u obzir postojeću knjigovodstvenu vrijednost vlastitog kapitala i sadašnju vrijednost očekivane rezidualne dobiti¹⁶², a matematički se može izraziti:

$$V_0 = B_0 + \sum \frac{RD_t}{(1+r_e)^t} = B_0 + \sum \frac{(E_t - r_e) \times B_{t-1}}{(1+r_e)^t} = B_0 + \sum \frac{(ROE_t - r_e) \times B_{t-1}}{(1+r_e)^t}$$

V_0 – sadašnja vrijednost poduzeća

B_0 – postojeća knjigovodstvena vrijednost vlastitog kapitala

RD_t – očekivana rezidualna dobit po dionici u razdoblju t

r_e – traženi prinos na vlastiti kapital

E_t – očekivana neto dobit (EPS) u razdoblju t

B_t – očekivana knjigovodstvena vrijednost vlastitog kapitala u razdoblju t ¹⁶³

ROE_t – povrat na vlastiti kapital (return on equity)

Pri čemu je u gornjoj formuli pretpostavljen višefazni rast rezidualne dobiti. Ako pretpostavimo konstantan rast rezidualne dobit (jednofazni model rasta) tada se ona temelji na Gordonovom modelu rasta i matematički se može izraziti:

$$V_0 = B_0 + \frac{(ROE_t - r_e) \times B_0}{r_e - g}$$

Pretpostavke za primjenu ovog modela su da poduzeće nema povijest isplate dividendi ili je ona nepredvidljiva, da su slobodni novčani tijekovi (FCFF, FCFE) negativni, da je vrijednost budućih slobodnih novčanih tijekova neizvjesna i kao alternativni model drugim modelima.¹⁶⁴

¹⁶¹ To su poduzeća koja ulažu kapital u investicije čiji je prinos na uloženi kapital veći od ukupnog troška kapitala. Suprotno tome poduzeća koja ulažu kapital u investicije čiji je prinos na uloženi kapital manji od ukupnog troška kapitala ostvaruju negativnu rezidualnu dobit, odnosno smanjuju postojeću knjigovodstvenu vrijednost.

¹⁶² Svodi se na sadašnju vrijednost pomoću diskontiranja.

¹⁶³ Knjigovodstvena vrijednost u razdoblju t jednaka je knjigovodstvenoj vrijednosti iz prethodnog razdoblja $t-1$ uvećanoj za tekuću neto dobit i umanjenoj za isplaćene tekuće dividende.

¹⁶⁴ Šestanović, A. (2017). Procjena vrijednosti poduzeća. Model slobodnih novčanih tokova poduzeća. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment. Raspoloživo na: URL: <http://193.198.43.180/rriF-student/DocDownloadFS.aspx?akc=10> (pristupljeno 1. srpnja 2018.).

4.4. Procjena vrijednosti metodom multiplikatora

Ova metoda spada u relativne metode vrednovanja poduzeća, a počiva na ideji tzv. zakona jedne cijene, prema kojoj bi se istovrsne imovine trebale prodavati po istim/sličnim cijenama (odnosno multiplikatorima). Cilj je utvrditi vrijednost poduzeća na temelju cijene slične imovine na tržištu.¹⁶⁵

S obzirom na to da je ovaj pristup procjeni vrijednosti poduzeća jednostavan i jasan, on je i jedan od najčešće korištenih pristupa. S druge strane primjena ovog pristupa zahtijeva i dozu opreznosti jer se usporediva poduzeća međusobno razlikuju po veličini, obujmu ponude i potražnje, poslovnom riziku, perspektivi budućeg rasta kao i tekućoj i budućoj profitabilnosti.

Prema načinu izračuna ovisno o relevantnim veličinama koje su stavljene u omjer, multiplikatori se dijele u dvije osnovne skupine:

- multiplikatori na vrijednost poduzeća¹⁶⁶
- multiplikatori na vrijednost obične glavnice¹⁶⁷

a s obzirom na kriterije usporedbe (tržišne ili transakcijske cijene), razlikuju se:

- multiplikatori usporedivih poduzeća¹⁶⁸
- multiplikatori usporedivih transakcija¹⁶⁹

Sam proces procjene vrijednosti poduzeća pomoću multiplikatora sastoji se od nekoliko koraka, prikazanih na slici 8.

¹⁶⁵ Vidučić, Lj. (2012). Financijski menadžment. 8. nepromijenjeno izdanje. Zagreb: RRiF Plus, str. 129.

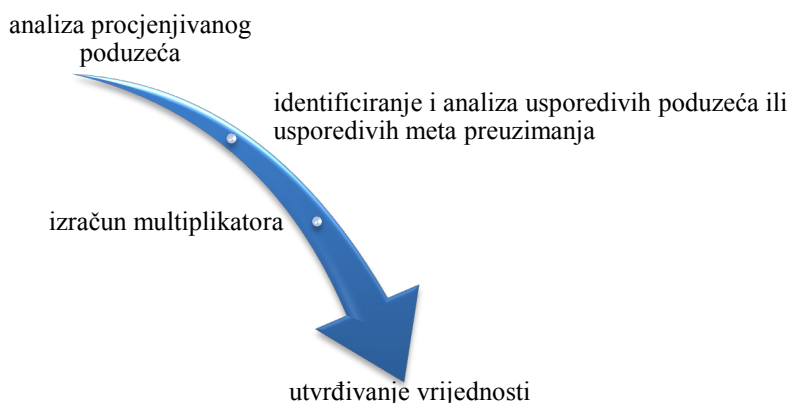
¹⁶⁶ Multiplikatori na vrijednost poduzeća stavljaju u omjer vrijednost cijelog poduzeća i veličinu koja je relevantna za sve kreditore i vlasnike poduzeća. Najčešće su to prihodi od prodaje i operativna dobit.

¹⁶⁷ Multiplikatori na vrijednost obične glavnice stavljaju u omjer cijenu dionice (tržišne ili transakcijske) i određenu kategoriju po dionici, koja je relevantna isključivo dioničarima, nakon što su podmireni ostali (kreditore, manjinski vlasnici i sl.). Najčešće su to neto dobit i knjigovodstvena vrijednost obične glavnice.

¹⁶⁸ Nazivaju se još i tržišni multiplikatori.

¹⁶⁹ Nazivaju se još i transakcijski multiplikatori.

Slika 8: Koraci u procesu procjene vrijednosti poduzeća metodom multiplikatora



Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

Prilikom izračuna multiplikatora važno je odabrati one multiplikatore koji prema svojim prednostima najbolje odgovaraju procjeni vrijednosti promatranog poduzeća.

Ako je cilj procjene utvrđivanje relativne vrijednosti dionice promatranog poduzeća tada treba izračunati odgovarajuće multiplikatore *peer grupe*¹⁷⁰ te medijan¹⁷¹ ili prosjek¹⁷² za svaku kategoriju multiplikatora. Nakon toga treba izračunati odgovarajuće multiplikatore za promatrano poduzeće te ih usporediti sa izračunatim medijanom ili prosjekom *peer grupe*. Pri čemu vrijedi:

multiplikator promatranog poduzeća > medijan *peer grupe* = dionica promatranog poduzeća je precijenjena

multiplikator promatranog poduzeća < medijan *peer grupe* = dionica promatranog poduzeća je podcijenjena

¹⁷⁰ U SAD-u naziv "peer" grupa odnosi se na institucije koje djeluju na istom geografskom području, imaju slične strategije, veličinu, broj poslovnica i sl. Sličnim ili usporedivim poduzećem smatra se poduzeće koje posluje u istoj industriji kao i promatrano poduzeće te ima sličnu strukturu kapitala.

¹⁷¹ Medijan predstavlja središnju točku unutar numeričkog niza neparnog broja podataka, koji su poredani po veličini – polovina podataka manja je, a polovina veća od medijana. Ako se numerički niz sastoji od parnog broja podataka, tada se medijan računa kao aritmetička sredina dva središnja podatka.

¹⁷² Izračunava se pomoću aritmetičke sredine (\bar{X}). Ona predstavlja prosječnu vrijednost koju dobijemo tako da zbroj svih vrijednosti podijelimo s njihovim brojem, a može se izraziti pomoću formule: $\bar{X} = \frac{x_1 + x_2 + \dots + x_n}{N}$. Nije zadovoljavajuće reprezentativna ako u numeričkom nizu postoje ekstremno male ili velike vrijednosti. Stoga se prednost daje upotrebi medijana je on nije osjetljiv na ekstremne vrijednosti.

Ako je cilj procjene utvrđivanje vrijednosti promatranog poduzeća u apsolutnom iznosu, odnosno u novčanim jedinicama tada se izračunati medijan *peer grupe* pojedine kategorije množi s odgovarajućim¹⁷³ financijskim pokazateljem/podatkom promatranog poduzeća.

4.4.1. Multiplikatori usporedivih poduzeća

Ova metoda koristi tržišne podatke¹⁷⁴ sličnih/usporedivih poduzeća pomoću kojih se dolazi do prihvatljive aproksimacije tržišne vrijednosti promatranog poduzeća odnosno obične glavnice. Na taj se način procjena vrijednosti provodi direktno sa tržišta bez potrebe korištenja različitih prognoza i/ili pretpostavki.

Da bi se izračunala vrijednost preuzimanja nekog poduzeća izračunatu tržišnu vrijednost treba uvećati za premiju za preuzimanje ili kontrolnu premiju.

Kao što je već navedeno, s obzirom na veličine stavljene u omjer, izračunati multiplikatori mogu predstavljati multiplikatore na vrijednost poduzeća ili multiplikatore na vrijednost obične glavnice.

Najčešće korišteni multiplikatori usporedivih poduzeća su:

- a) multiplikator P/E
- b) multiplikator P/B
- c) multiplikator EV/P
- d) multiplikator EV/EBITDA

¹⁷³ Množi se s podatkom istovjetnim podatku u nazivniku medijana multiplikatora pojedine kategorije. Npr. vrijednost obične glavnice (engl. *equity value*) može se izračunati umnoškom P/E medijana x E promatranog poduzeća, gdje P predstavlja price (engl. *price per share*-cijenu po dionici), a E predstavlja earnings (engl. *earnings per share*-zaradu po dionici). $V_E = P/E_{\text{medijana}} \times E_{\text{promatranog poduzeća}}$. Vrijednost poduzeća (engl. *enterprise value*) može se izračunati pomoću formule: $V_{EP} = V_E + \text{neto dug}$.

¹⁷⁴ Ako su tržišne cijene sličnih poduzeća pogrešno određene to može rezultirati pogrešnom procjenom vrijednosti promatranog poduzeća.

a) multiplikator P/E

Multiplikator P/E predstavlja omjer tržišne kapitalizacije¹⁷⁵ i neto dobiti poduzeća, odnosno cijene po dionici¹⁷⁶ i neto dobiti po dionici, a može se izraziti pomoću formule:

$$P/E = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Neto dobit}} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Neto dobit po dionici}}$$

Neke od prednosti i nedostataka korištenja P/E multiplikatora navedene su u tablici 1.

Tablica 1: **Prednosti i nedostaci korištenja P/E multiplikatora**

Prednosti	Nedostaci
dobit po dionici jedna je od osnovnih odrednica vrijednosti investicije	poduzeće može poslovati s gubitkom, odnosno negativnom dobiti, što sam P/E multiplikator čini besmislenim i neupotrebljivim ¹⁷⁷
empirijska su istraživanja dokazala da su razlike u P/E multiplikatorima među usporedivim poduzećima vezane uz dugoročne prosječne prinose na dionice	dio ostvarene dobiti koji je posljedica volatilnosti i nestalnosti poslovanja može otežati interpretaciju i dosljednost multiplikatora
P/E multiplikator popularan je među sudionicima na tržištu kapitala	usporedivost P/E multiplikatora među poduzećima može biti narušena upotrebom različitih računovodstvenih standarda i/ili konvencija koji mogu iskriviti sliku o objavljenj dobiti

Izvor: Sprčić Miloš, D. i Sulje Orešković, O. (2012). Procjena vrijednosti poduzeća. Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 160.

¹⁷⁵ Tržišna kapitalizacija=cijena po dionici x broj izdanih dionica.

¹⁷⁶ Tržišna cijena dionice, ostvarena kupoprodajom dionice na tržištu.

¹⁷⁷ Ako je neki od korištenih financijskih podataka manji od nule, primjerice poduzeće posluje s negativnim dobitkom odnosno gubitkom, njegova će primjena rezultirati neprimjenjivim multiplikatorom te se on isključuje iz daljnje analize.

b) Multiplikator P/B

Multiplikator P/B predstavlja omjer tržišne kapitalizacije i knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice, odnosno cijene po dionici i knjigovodstvene vrijednosti obične glavnice po dionici, a može se izraziti pomoću formule:

$$P/B = \frac{\text{Tržišna kapitalizacija}}{\text{Knjig. vrijednost obične glavnice}} = \frac{\text{Cijena dionice}}{\text{Knjig. vrijednost obične glavnice po dionici}}$$

Neke od prednosti i nedostataka korištenja P/B multiplikatora navedene su u tablici 2.

Tablica 2: **Prednosti i nedostaci korištenja P/B multiplikatora**

Prednosti	Nedostatci
knjigovodstvena vrijednost obične glavnice uobičajeno je pozitivna u usporedbi sa neto dobiti po dionici, stoga je moguće koristiti ovaj multiplikator i u slučaju kada poduzeće posluje s gubitkom	ne odražava vrijednost nematerijalne imovine, odnosno nije pogodan za poduzeća s velikim intelektualnim kapitalom
P/B multiplikator obično je manje volatiln od P/E multiplikatora, stoga je upotrebljiv i kada je dobit poduzeća izvanredno visoka, niska ili volatilna	nije prikladan pri usporedbi poduzeća s različitim stupnjem upotrebe ili starosti dugotrajne fiksne imovine
empirijska istraživanja pokazuju da P/B multiplikatori dobro objašnjavaju razlike u prosječnim dugoročnim prinosima na dionice	usporedivost P/B multiplikatora među različitim poduzećima može biti umanjena zbog različite upotrebe računovodstvenih konvencija
dobar je reprezent vrijednosti poduzeća koja prestaju poslovati	zbog inflacije i tehnološkog napretka može doći do značajne razlike između knjigovodstvene i tržišne vrijednosti obične glavnice zbog čega knjigovodstvena vrijednost neće odražavati pravu vrijednost kapitala dioničara te će otežati usporedbu multiplikatora među poduzećima
njegova upotreba česta je kod poduzeća s financijskom imovinom (osiguravajuća društva, banke, fondovi)	

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

c) Multiplikator EV/P

Multiplikator EV/P predstavlja omjer vrijednosti poduzeća i prihoda od prodaje pri čemu se može upotrijebiti ukupna vrijednost i ukupan prihod od prodaje ili vrijednosti po dionici, a matematički se može izraziti:

$$EV/P = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{Prihod od prodaje}} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća po dionici}}{\text{Prihod od prodaje po dionici}}$$

Pri čemu vrijednost poduzeća čini ukupna tržišna vrijednost svih izvora financiranja (obična i povlaštena glavnica, i dug) umanjena za novac i novčane ekvivalente.¹⁷⁸

Osnovne prednosti i nedostaci EV/P multiplikatora navedeni su u tablici 3.

Tablica 3: **Prednosti i nedostaci korištenja EV/P multiplikatora**

Prednosti	Nedostaci
prihod od prodaje uvijek je pozitivna veličina što ovaj multiplikator čini primjenjivim čak i pri procjeni vrijednosti nestabilnih poduzeća u financijskim problemima	ubrzan ili visok rast prihoda od prodaje nužno ne prati visok rast dobiti poduzeća
prihodom od prodaje kao veličinom objavljenom u financijskim izvješćima teže je manipulirati i manje je ovisan o odabranoj računovodstvenoj metodi ili standardu za razliku od neto dobiti ili knjigovodstvene vrijednosti	EV/P multiplikator zanemaruje razlike u troškovnoj strukturi među poduzećima
prihod od prodaje manje je volatiln od dobiti, pa je ovaj multiplikator upotrebljiv i kada je dobit poduzeća iznimno visoka ili iznimno niska	zahvaljujući različitim praksama priznavanja prihoda moguća je njihova manipulacija
često se koristi za procjenu poduzeća u zrelih i cikličkim industrijama, kao i za tek osnovana <i>start-up</i> poduzeća, kod kojih ne postoje povijesni poslovni rezultati	

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

¹⁷⁸ Prema Sprčić Miloš i Sulje Orešković (2012: 163) u idealnom slučaju koristi se tržišna vrijednost duga, no zbog toga što je kod većine poduzeća knjigovodstvena vrijednost duga slična tržišnoj, u izračunu se često koristi knjigovodstvena vrijednost duga prema zadnjoj dostupnoj bilanci poduzeća. Pritom treba voditi računa o poduzećima čija je tržišna vrijednost duga znatno niža od knjigovodstvene, poput poduzeća u procesu bankrota i restrukturiranja i slično.

d) Multiplikator EV/EBITDA

Ovaj multiplikator predstavlja omjer vrijednosti poduzeća i dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije¹⁷⁹ i amortizacije¹⁸⁰ (EBITDA¹⁸¹).

Pri izračunu se mogu upotrijebiti ukupne vrijednosti ili vrijednosti po dionici, a matematički se može izraziti:

$$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Vrijednost poduzeća po dionici}}{\text{EBITDA po dionici}}$$

Najvažnije prednosti i nedostaci upotrebe ovog multiplikatora navedeni su u tablici 4.

Tablica 4: **Prednosti i nedostaci korištenja EV/EBITDA multiplikatora**

Prednosti	Nedostaci
primjenjiviji od P/E multiplikatora za usporedbu poduzeća s različitim stupnjevima financijskih poluga	rastom investicija u obrtna sredstva, EBITDA će precijeniti stvarni novčani tok (CFO)
EBITDA je obično pozitivna čak i kada poduzeće posluje s negativnom neto dobiti, odnosno gubitkom	s obzirom na to da slobodni novčani tijekom poduzeću obuhvaća i kapitalne investicije, on je bolje povezan s teorijom procjene vrijednosti nego EBITDA. EBITDA bit će prigodan većinom ako su kapitalne investicije jednake amortizaciji
EBITDA je dobra mjera za usporedbu kapitalno intenzivnih poduzeća koja ostvaruju visoke razine amortizacije	
EBITDA nije narušena iznosom amortizacije	

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

¹⁷⁹ Deprecijacija je trošak nadoknade nabavne vrijednosti materijalne imovine koja se zbog svojeg dugotrajnog vijeka uporabe ne može pri nabavi izravno knjižiti na trošak razdoblja.

¹⁸⁰ Amortizacija je trošak nadoknade nabavne vrijednosti nematerijalne imovine koja se zbog svojeg dugotrajnog vijeka uporabe ne može pri nabavi izravno knjižiti na trošak razdoblja.

¹⁸¹ EBITDA (engl. *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) = neto dobit + porez na dobit + kamate + amortizacija i deprecijacija.

4.4.2. Multiplikatori usporedivih transakcija

Ova metoda provodi se na jednak način kao i metoda multiplikatora usporedivih poduzeća s time da se ovdje umjesto trenutne tržišne cijene usporedivih poduzeća koriste transakcijske cijene, odnosno nedavno plaćene cijene za preuzimanje usporedivih poduzeća.

S obzirom na to da je premija za preuzimanje nekog poduzeća sadržana u podacima o usporedivim transakcijama nije ju potrebno posebno računati.

Prilikom izračuna multiplikatora u omjer se stavlja vrijednost preuzimanja¹⁸² i neka od veličina koje se koriste i kod multiplikatora usporedivih poduzeća (neto dobit, knjigovodstvena vrijednost obične glavnice, prihod od prodaje, EBITDA).

¹⁸² Preuzimatelj prilikom preuzimanja ciljnog poduzeća osim vrijednosti tog poduzeća platit će i akvizicijsku premiju, čija je funkcija motivirati dioničare ciljnog poduzeća da pristanu na ponuđenu poslovnu kombinaciju.

5. PROCJENA VRIJEDNOSTI DRUŠTVA SIEMENS d.d.

U ovom poglavlju cilj je istražiti kojom je metodom utvrđena vrijednost društva Siemens d.d., odnosno njegovog dioničkog kapitala prilikom istiskivanja manjinskih dioničara i iznos primjerene otpremnine za iste. Istraživanje se temelji na ustupljenom *Elaboratu o procjeni fer vrijednosti* izrađen za Siemens d.d.

Moguća odstupanja, u odnosu na vrijednost utvrđenu u elaboratu u trenutku njegove izrade i njihov utjecaj na rezultirajuću vrijednost prikazana su pomoću analize osjetljivosti dok stvarna odstupanja nije bilo moguće izračunati i prikazati s obzirom na ograničenja¹⁸³ koja su se pojavila prilikom istraživanja i pisanja ovog rada.

5.1. Povijesni pregled

Siemensovo poslovanje započinje davne 1847. godine zahvaljujući inovativnoj ideji Wenera von Siemensa¹⁸⁴ koji je znatno unaprijedio tadašnji Cooke i Wheatstone električni telegraf¹⁸⁵ te patentirao vlastiti uređaj¹⁸⁶, čiju je izradu prepustio preciznom mehaničaru Johannu Georgu Halskeu. Njih dvojica, zajedno sa Johannom Georgom Siemensom¹⁸⁷, koji je osigurao početni kapital za pokretanje posla, potpisali su ugovor o partnerstvu 1. listopada 1847. godine kojim su osnovali kompaniju Telegraphen-Bauanstalt von Siemens & Halske, a koja je započela s radom 12. listopada u Berlinu.¹⁸⁸

¹⁸³ Više o tome u točki 1.6. ovog rada.

¹⁸⁴ Puno ime Ernst Werner von Siemens.

¹⁸⁵ Godine 1837. Charles Wheatstone i William Fothergill Cooke patentirali su telegrafski sustav koji je koristio niz igli na ploči koje su se mogle pomaknuti kako bi pokazale na slova abecede. Mogao se koristiti bilo koji broj igli, ovisno o broju znakova koje je trebalo kodirati. Patent je preporučao pet igli. Bio je to prvi telegrafski sustav stavljen u komercijalnu upotrebu. Slabost tog uređaja bila je u tome što je struja trebala biti proizvedena ručno. Ako operator telegrafa nije okrenuo ručicu telegrafa pri pravoj brzini, električna struja bila je preslaba. Ako ju je okrenuo prebrzo, zaglavio bi igle.

¹⁸⁶ Siemensov uređaj je bio superiorniji od do tada korištenih uređaja jer nije radio kao satni mehanizam. Umjesto toga on je automatski kontrolirao sinkronizaciju između odašiljača i prijemnika, što je predstavljalo sasvim novo rješenje u električnim komunikacijama.

¹⁸⁷ Johann Georg Siemens, Wernerov rođak, sudac i otac kasnijeg suosnivača Deutsche Bank osigurao je tadašnjih 6.842 talira (srebrni novac) početnog kapitala.

¹⁸⁸ Do drugog svjetskog rata Berlin je bio sjedište društva. Nakon drugog svjetskog rata, a zbog vojnog, političkog i ekonomskog sloma Njemačke zatvorene su sve Siemensove tvornice u Berlinu. Već početkom 1945. godine menadžment društva započeo je sa decentralizacijom. Od 1. travnja 1949. godine sjedište društva Siemens & Halske je u Münchenu, a društva Siemens Schuckertwerke u Erlangenu, dok je Berlin ostao drugo sjedište za oba društva.

Prvi veliki ugovor kompanija je potpisala već sljedeće godine, kojim je uspješno izvedena instalacija telegrafске linije između Berlina i Frankfurta.¹⁸⁹ Time su udareni temelji razvoja suvremenih telekomunikacija u Europi. U sljedećih nekoliko desetljeća kompanija od početno 10 radnika postala je međunarodna elektrotehnička kompanija, a u 50-tim godinama 19. stoljeća otvorila je svoje prve podružnice u ostalim europskim državama.

Svoje međunarodno priznanje stekla je uspješnom provedbom projekata velikih razmjera koji su bili tehnički složeni i uključivali su ogromnu količinu poslovnog rizika kao što je izgradnja indoeuropskog telegrafskog voda¹⁹⁰ i polaganje izravnog transatlantskog kabela.¹⁹¹

U 80-tim godinama 19. stoljeća uslijed snažnog razvoja njemačkog gospodarstva i globalnog razvoja kompanija u sektoru visokog-napona, Siemens & Halske susreću se s konkurencijom kojoj inovativne tržišne strategije financirane putem tržišta kapitala daju značajne prednosti. Stoga je Carl von Siemens¹⁹² zastupao ideju da se kompanija transformira u dioničko društvo kako bi stekla financijsku fleksibilnost potrebnu za preživljavanje u uvjetima žestoke konkurencije, ali je Werner von Siemens inzistirao da obitelj bude jedini vlasnik kompanije.¹⁹³

Pet godina nakon smrti Wenera von Siemensa novi menadžment kompanije ipak je transformirao Siemens & Halske u dioničko društvo. Poticaj za tu odluku došao je zbog namjere spajanja njemu konkurentskih kompanija, Allgemeine Elektrizitäts-Gesellschaft (AEG) i Union Elektrizitäts-Gesellschaft što bi dovelo do gubitka potpore gotovo svih velikih banaka u Berlinu za Siemens & Halske. Deutsche Bank bila je spremna spriječiti navedeno spajanje odbijanjem suradnje, ali samo pod uvjetom da Siemens & Halske bude pretvoren u dioničko društvo.

¹⁸⁹ Na taj su način prvi put prenesene vijesti o odlukama Narodne skupštine Frankfurta – prvog njemačkog parlamenta u Berlin, udaljen 500 kilometara, u roku sat vremena, što je u to vrijeme bio senzacionalistički pothvat.

¹⁹⁰ Umjesto prijašnjih 30 dana sada je bilo potrebno 28 minuta za prijenos poruka između Londona u V. Britaniji i Kolkate (engl. Calcutta) u Indiji.

¹⁹¹ Već su ranije položena tri telegrafska kabela između Europe i SAD-a u vlasništvu britanskog poduzetnika Johna Pendera, ali je i Siemens želio svoj udio na novom, unosnom tržištu. Do kraja 19. stoljeća Siemens je položio devet od postojeći šesnaest transatlantskih kabela.

¹⁹² Mladi brat Wenera von Siemensa.

¹⁹³ On je strahovao da bi prijelaz iz općeg partnerstva u dioničko društvo mogao umanjiti prevladavajući utjecaj obitelji.

Formalno osnivanje društva Siemens & Halske AG¹⁹⁴ održano je 3. lipnja 1897. godine s učinkom od 1. kolovoza 1896. godine. Njegova imovina i obveze pretvoreni su u dionice novog dioničkog društva u vrijednosti od 28 milijuna maraka. Daljnje dionice nominalne vrijednosti 7 milijuna maraka preuzeli su pojedini članovi Siemensove obitelji, koji su time zadržali cjelokupni temeljni kapital u rukama obitelji.

S daljnjim razvojem društvo je proširilo svoje poslovanje i na segmente osvjetljenja, kućanskih i medicinskih uređaja te je sudjelovalo u nekoliko poslovnih kombinacija.¹⁹⁵

Današnji Siemens AG osnovan je 1. listopada 1966. godine spajanjem triju matičnih društava Siemens & Halske AG, Siemens Schuckertwerke AG i Siemens-Reiniger-Werke AG. Njihovo pravno i organizacijsko spajanje planirano je već 30-tih godina 20. stoljeća, ali zbog početka drugog svjetskog rata nije provedeno. Zbog snažnog širenja poslovanja u Njemačkoj i inozemstvu od ranih 50-tih godina 20. stoljeća, ali i zbog tehničkog napretka u Siemensovim područjima poslovanja te većim potrebama za kapitalnim ulaganjima, postalo je neophodno da društvo bude vođeno pod jednom upravom. Konačni poticaj za osnivanje Siemens AG došao je uslijed promjena u njemačkom *Zakonu o dioničkim društvima* koje su stupile na snagu početkom 1966. godine i po prvi puta uključivale propise koji se odnose na korporativne

¹⁹⁴ AG je skraćena za *Aktiengesellschaft*, što u prijevodu sa njemačkog znači dioničko društvo.

¹⁹⁵ U ožujku 1903. godine društvo Siemens & Halske preuzelo je društvo EAG (Elektrizitäts-Aktiengesellschaft, osnovao ga je Sigmund Schuckert 1873.) te je osnovano novo društvo Siemens-Schuckertwerke GmbH. Od tada je Siemensovo poslovanje podijeljeno kroz dvije organizacije: Siemens & Halske za operacije na niskonaponskom tržištu i Siemens-Schuckertwerke za operacije na tržištu visokonaponskih sustava.

Kako bi spojili svoje aktivnosti u poslovanju sa žarnom niti AEG, Siemens & Halske i Deutsche Gasglühlicht AG osnovali su 1. srpnja 1919. godine društvo OSRAM GmbH, u kojem je Siemens imao 40% udjela.

Godine 1924. Siemens je stekao većinski udjel u kompaniji Reiniger, Gebbert & Schall (RGS), koja se bavila proizvodnjom medicinske tehnologije i bila je važan konkurent Siemensu, a koja se financijski iscrpila u nastojanjima da se proširi. Sljedeće godine Siemens je osnovao zajedničku marketinšku kompaniju, a 1932. godine one su spojene u društvo Siemens-Reiniger-Werke AG (SRW).

Godine 1957. Siemens je odlučio udružiti svoje poslovanje elektronike za kućanstva i kućanskih aparata. Radio i televizijske jedinice iz Siemens & Halske AG i proizvodnja kućanskih aparata iz Siemens Schuckertwerke AG spojeni su od 1. listopada u novom društvu Siemens Electrogeräte AG (SE).

S obzirom na sve veću konkurenciju na tržištu kućanskih aparata iz Italije i Japana, kao i preuzimanja malih kompanija od strane većih, dva tržišna lidera Bosch i Siemens počela su 1963. godine razmatrati načine moguće suradnje. Konačno, 1967. godine udružili su svoja poslovanja kućanskim aparatima u društvo Bosch-Siemens Hausgeräte GmbH (BSH).

skupine. Kako bi izbjegla pretjerana administrativna i porezna opterećenja, koje bi prouzročili novi propisi, matična društva spojena su u Siemens AG.¹⁹⁶

S daljnjim razvojem Siemens AG je postupno transformirao područja svojih operacija iz električnih u elektroničke. Tehnologija obrade podataka postala je njegova osnovna djelatnost.¹⁹⁷

Godine 1998. predstavljen je Program od deset točaka (engl. *Ten-Point Program*), koji je predstavljao prijelomnu točku u povijesti Siemens. Još od 1997. godine društvo se susretalo s velikim problemima¹⁹⁸, stoga je bilo neophodno opsežno restrukturiranje. Moto programa bio je *Kupi, surađuj, prodaj ili zatvori* (engl. *Buy, cooperate, sell or close*), a ideja zadržati samo one aktivnosti u kojima je Siemens bio prvi ili drugi na globalnom tržištu. Jedan od glavnih ciljeva programa bilo je i uvrštenje Siemens na Njujoršku burzu (engl. *New York Stock Exchange*, NYSE) te je dan uvrštenja¹⁹⁹ na burzu označen kao "vrhunac" u daljnjem širenju poslovanja u SAD-u, osobito jer su mnogi konkurenti već trgovali na američkoj burzi.

Od 2000-tih godina Siemens svoje poslovanje temelji na tri stupa društva (energija, infrastruktura i zdravstvena zaštita) na kojima razvija svoje glavne poslovne linije: energija i okoliš, automatizacija i infrastruktura za javni i privatni sektor te zdravstvena zaštita, pa u tom

¹⁹⁶ Zajedno s osnivanjem društva razvijen je novi identitet za cjelokupno društvo. Već početkom jeseni 1965. godine vrhovni menadžment odlučio je da će od 1. listopada 1966. godine postojeće oznake društava biti zamijenjene jednim zaštitnim znakom sastavljenim od oznake SIEMENS i monograma S&H, koji je u uporabi od 1899. godine, a koji više neće predstavljati Siemens & Halske već House of Siemens.

¹⁹⁷ Godine 1980. Siemens je imao uspješan debi u digitalizaciji telefonske tehnologije sa svojim EWSD digitalnim elektroničkim sustavom razmjene. Četiri godine kasnije uveo je Hicom privatni komunikacijski sustav – njegovo prvo rješenje digitalnog telefona. Taj daljnji razvoj EWSD-a ispunjavao je svjetski standard za buduću integriranu uslugu digitalne mreže (ISDN).

Godine 1984. u suradnji s Philipsom i uz pomoć države pokrenuo je MEGA projekt kako bi unaprijedio razvoj 1 MB i 4 MB čipova. S ekonomskog stajališta projekt nije bio uspješan zbog velikih troškova i kratkog vijeka trajanja čipova, ali je njime uspio zadržati korak za konkurencijom te je 1987. godine, u suradnji sa Toshibaom, Siemens bio prva zapadna kompanija koja je započela masovnu proizvodnju 1 MB čipova (proizvodnja 4 MB čipova započela je 2 godine kasnije).

Sa ciljem rasta na području računalne tehnologije 1990. godine Siemens je preuzeo većinu dionica društva Nixdorf Computer AG. Nova akvizicija s postojećom tehnologijom formirana je u Siemens Nixdorf Informationssysteme AG, podružnicu koja je 1992. godine bila u potpunom vlasništvu Siemens, a u potpunosti je integrirana u Siemens AG 1998. godine. Poslovanju na području osobnih računala pridonio je i zajednički pothvat s kompanijom Fujitsu, a svoj udio na tržištu održao je kao najveća europska računalna kompanija.

¹⁹⁸ Zbog ekonomske krize u jugoistočnoj Aziji, kašnjenja isporuka u željezničkoj opremi, pada dobiti u poslovanju elektrana, posljedica loših ocjena tržišta mobilnih telefona i kraha tržišta poluvodiča.

¹⁹⁹ Siemensove dionice uvrštene su na NYSE dana 12. ožujka 2001. godine, ali suprotno očekivanjima uvrštenje na burzu nije imalo utjecaja na strateški fokus društva ili prisutnost u SAD-u. U siječnju 2014. godine upravni odbor Siemens odlučio je delistirati (izvrstiti) dionice s burze, sljedeći primjer mnogih konkurenata koji su već otišli sa NYSE.

smjeru nastavlja i akvizicije²⁰⁰, a 2016. godine pokrenuo je novu jedinicu radnog naziva "Innovation AG", koja je zatim preimenovana u "next47"²⁰¹, s ciljem pronalaženja dobrih poslovnih i/ili projektnih ideja bez obzira na temeljni posao. Na taj način bi mali start up-ovi s dobrim idejama mogli iskoristiti Siemensovo tehnološko i pravno znanje, bazu kupaca i financijsku snagu svjetske korporacije, a Siemens bi stekao ogromne potencijale za unaprjeđenje svoje inovativne snage i time zaštitio svoju budućnost.

5.2. Siemens u Hrvatskoj

Siemens u Hrvatskoj posluje još od 1886. godine kada Siemens Österreich (OSSW) gradi gradsku elektranu sa sustavom za osvjetljenje koja je namijenjena gradu Zagrebu. Godine 1910. svoj prvi Tehnički ured, Siemens otvara u Zagrebu, a u suradnji s tvrtkom S&H Beč osniva 1921. tvrtku u sklopu tadašnje Jugoslavije s uredom za jaku i slabu struju. Iste godine Siemens u Zagrebu stvara prvu liniju elektromotora i time postaje pretečom najveće hrvatske elektrotehničke kompanije.²⁰²

Tridesetih godina prošlog stoljeća jedan od najznačajnijih Siemensovih projekata bilo je opremanje hidroelektrane u Karlstadu električnim komponentama, što je rezultiralo izgradnjom linije za prijenos energije Zagreb – Karlstadt. Godine 1966. Siemens ugrađuje opremu za daljinsko upravljanje hrvatskim državnim željeznicama čime započinje dugogodišnja suradnja tvrtke s državnim željeznicama.²⁰³

Početak 1992. godine osniva se društvo Siemens d.o.o., a 1994. godine ono zajedničkim pothvatom s društvom Končar osniva društvo "Energetski transformatori".

²⁰⁰ Početkom 2000-tih društvo je ojačalo svoj udio u vodenoj infrastrukturi dodavanjem američke kompanije UD Filter, zatim Bonus Energy, vodećeg na svjetskom tržištu u offshore vjetroelektranama, proizvođača prijenosnih uređaja društvo Flender te društvo CTI Molecular Imaging u medicinskoj tehnologiji. Zatim slijede akvizicije: 2007. UGS Corp. za upravljanje digitalnim podacima proizvoda, računalno potpomognuto oblikovanje i simulaciju procesa proizvodnje; 2012. LMS, pružatelj mehaničkog simulacijskog softvera; 2014. Rolls-Royce-ovo poslovanje u aero-izvedenim plinskim turbinama i kompresorima; 2015. Dresser-Rand, vodeći svjetski proizvođač kompresora, parnih i plinskih turbina, i motora; 2016. CD-adapco, specijalist za simulacijski softver za mehaniku fluida; 2017. Mentor Graphics, proizvođač softvera za dizajn poluvodiča.

²⁰¹ Broj 47 predstavlja broj iz 1847. godine, kada je osnovan Telegraphen-Bauanstalt von Siemens & Halske, a *next* (sljedeći) se odnosi na ambiciju društva da unaprijedi sljedeću generaciju pionirskih inovacija.

²⁰² Siemens Hrvatska. Raspoloživo na: URL: https://w5.siemens.com/web/hr/hr/corporate/portal/siemens_hrvatska/povijest_tvrtke_u_hrvatskoj/Pages/Default.aspx (pristupljeno 5. listopada 2018.).

²⁰³ Ibid.

Godine 1995. Siemens postaje većinskim vlasnikom društva ATM d.d. za automatizaciju i tehniku vođenja procesa te je spajanjem društava Siemens d.o.o. i ATM d.d. 31. prosinca 1996. godine osnovano društvo Siemens d.d. za elektroniku, koje je u siječnju 1997. godine upisano u sudski registar.

Osnivanje Siemensa d.d. znači ulazak u novo razvojno razdoblje u kojem je Siemens u Hrvatskoj prisutan na svim područjima elektrotehnike i elektronike – od informatike i komunikacija, energije, industrije, prometa i zdravstvene skrbi.²⁰⁴

5.3. Istiskivanje manjinskih dioničara društva Siemens d.d.

Prilikom osnivanja društva Siemensa d.d., Siemens AG Österreich posjedovao je 19,56% udjela dioničkog kapitala, koji se do 31. ožujka 2004. godine povećao na 96,57%.

Time je otvorena mogućnost Siemensu AG Österreich, kao glavnom dioničaru, da primjenom instituta prijenosa dionica manjinskih dioničara, uvedenog u naš pravni sustav *Zakonom o izmjenama i dopunama ZTD-a* koji je stupio na snagu 1. siječnja 2004. godine, uputi zahtjev glavnoj skupštini za prijenos dionica manjinskih dioničara, što je on i iskoristio.

Prilikom prijenosa dionica glavni dioničar dužan je odrediti (i kasnije platiti) primjerenu otpremninu manjinskim dioničarima koju sukladno odredbama čl. 300.h st. 2. ZTD-a moraju ispitati jedan ili više vještaka, koje na zahtjev glavnog dioničara imenuje trgovački sud.

U tu je svrhu društvo Asset d.o.o. izradilo Elaborat o procjeni fer vrijednosti te je glavni dioničar predložio otpremninu u iznosu od 292,92 kune po dionici.²⁰⁵ Odluka o prihvaćanju prijedloga glavnog dioničara o isplati otpremnine donesena je sa 913 465 glasova *za* i 360 glasova *protiv*.

²⁰⁴ Siemens Hrvatska. Raspoloživo na: URL:

https://w5.siemens.com/web/hr/hr/corporate/portal/siemens_hrvatska/povijest_tvrtke_u_hrvatskoj/Pages/Default.aspx (pristupljeno 5. listopada 2018.).

²⁰⁵ Dana 7. travnja 2004. godine održana je glavna skupština na kojoj su manjinski dioničari iznijeli svoj pismeno izrađen protuprijedlog na iznos otpremnine koju je predložio Siemens AG Österreich, a kojim su tražili iznos od 1.634,00 kune po dionici. Nakon glasovanja o protuprijedlogu isti je odbijen sa 10 429 glasova *za* i 913 465 glasova *protiv*. Pisani protuprijedlog za manjinske dioničare sastavilo je društvo Zgombić i partneri d.o.o., ali isti nije sastavni dio sudskog spisa pri Trgovačkom sudu u Zagrebu, poslovni broj: P-4832/2005 te nije bio dostupan za pisanje ovog diplomskog rada.

S obzirom na to da manjinski dioničari nisu u mogućnosti odbiti odluku glavne skupštine prisiljeni su prenijeti svoje dionice na glavnog dioničara. Oni jedino mogu pobijati odluku glavne skupštine ako smatraju da je protivna zakonskim odredbama odnosno statutu, odnosno mogu osporavati primjerenost otpremnine.

Manjinski dioničari Siemens d.d. podnijeli su tužbeni zahtjev u kojem su istaknuli da je tuženik (Siemens d.d.) već kod sazivanja glavne skupštine počinio povrede zakona i statuta koji su rezultirali ništavošću odluke skupštine.²⁰⁶

²⁰⁶ Tužbu su pokrenuli manjinski dioničari u tri postupka: Ratko Zadravec u predmetu broj: P-1519/2004, Zdravko Majtanić i drugi, u predmetu broj: P-1846/2004 i Ivan Horvat i drugi, u predmetu broj: P-1840/04. Ratko Zadravec podnio je tužbu radi ništavosti odluka glavne skupštine održane 7. travnja 2004. godine. U tužbi je istaknuo da je tuženik (Siemens d.d.) već kod sazivanja glavne skupštine počinio povrede zakona i statuta tuženika koji su rezultirali ništavošću odluke glavne skupštine. Tuženik smatra da na dan sazivanja glavne skupštine 3. ožujka 2004. godine nije postojalo izvješće glavnog dioničara (isto je na hrvatskom jeziku tuženik posjedovao 8. ožujka, a 15. ožujka ga je uputio poštom tužitelju), a u istome iznesene pretpostavke za prijenos dionica, niti je obrazložena primjerenost otpremnine koju glavni dioničar mora isplatiti u novcu. Dalje tužitelj smatra da je tuženik povrijedio i odredbe statuta, a vezano uz članak 289. ZTD-a, prema kojemu je na glavnoj skupštini morala biti zastupljena barem jedna polovina temeljnog kapitala da bi se mogle donositi valjane odluke te pri sazivanju glavne skupštine, odnosno u objavi oglasa nije odredio rezervni termin za održavanje glavne skupštine u slučaju da nema kvoruma. Sljedeća povreda ZTD-a, prema stajalištu tužitelja, počinjena je povredom članka 300.g st. 3. ZTD-a jer glavni dioničar nije predao izjavu banke kojom solidarno jamči da će manjinskim dioničarima biti isplaćena otpremnina uvećana za pripadajuće kamate. Odlučujući o tužbi podnositelja Trgovački sud u Zagrebu (u daljnjem tekstu: prvostupanjski sud) je 5. srpnja 2005. godine pod brojem: P-1519/2004 donio presudu kojom je odbio tužbeni zahtjev podnositelja, ali je u povodu izjavljene žalbe Visoki trgovački sud Republike Hrvatske (u daljnjem tekstu: drugostupanjski sud) 17. kolovoza 2005. godine pod brojem Pž-6487/04 ukinuo navedenu presudu i predmet vratio prvostupanjskom sudu na ponovno suđenje. U ponovljenom postupku prvostupanjski sud je donio presudu broj: P-4832/2005 od 21. studenog 2005. godine kojom je prihvatio tužbeni zahtjev podnositelja i ništavom utvrdio odluku glavne skupštine tuženika održane 7. travnja 2004. godine. U povodu žalbe tuženika, na gore navedenu presudu, drugostupanjski sud je donio presudu broj: Pž-484/06-11 od 10. lipnja 2009. godine kojom je žalbu usvojio, preinačio prvostupanjsku presudu od 21. studenoga 2005. i podnositelja odbio s tužbenim zahtjevom. Protiv te drugostupanjske presude podnositelj je izjavio reviziju koju je Vrhovni sud Republike Hrvatske svojim rješenjem broj: Revt.247/09-3 od 12. svibnja 2010. godine prihvatio, ukinuo presudu drugostupanjskog suda od 10. lipnja 2009. godine te predmet vratio istome sudu na ponovno odlučivanje. U ponovljenom postupku drugostupanjski sud donio je presudu broj: Pž-3932/10-9 od 19. siječnja 2011. godine kojom je ponovno preinačio presudu prvostupanjskog suda od 21. studenoga 2005. i podnositelja odbio s tužbenim zahtjevom. Protiv te drugostupanjske presude podnositelj je izjavio reviziju koju je Vrhovni sud Republike Hrvatske svojim rješenjem broj: Revt.166/11 od 25. travnja 2012. godine odbio kao neosnovanu. Protiv te presude Vrhovnog suda podnositelj je podnio ustavnu tužbu smatrajući da mu je osporenom presudom Vrhovnog suda kao i njoj prethodećom presudom drugostupanjskog suda povrijeđeno ustavno pravo na pravično suđenje zajamčeno čl. 29. st. 1. Ustava jer je prema mišljenju podnositelja nadležni sud zauzeo različita pravna stajališta u predmetima iste činjenične i pravne prirode. Presudom broj U-III-3978/2012 od 19. veljače 2015. godine ustavna tužba je odbijena.

5.4. Izračun fer vrijednosti dioničkog kapitala

Društvo Siemens AG Österreich ponudilo je manjinskim dioničarima društva Siemens d.d. otpremninu u iznosu od 292,92 kune po dionici temeljem Elaborata o procjeni fer vrijednosti²⁰⁷.

U njemu se ističe da je fer vrijednost društva primarno ekonomska vrijednost, premda svaki gospodarski subjekt nužno ima socijalnu, pravnu i tehničku vrijednost te da se fer vrijednost može izračunati odgovarajućim ekonomskim instrumentarijem, za razliku od primjerene otpremnine gdje su pri odmjeravanju novčane nadoknade prodavatelju dionica naglašeni teško mjerljivi sociološki, psihološki i emotivni elementi.

Stoga se u elaboratu koristi prvenstveno ekonomski instrumentarij kako bi se na egzaktn način pristupilo vrednovanju imovine, obveza i kapitala društva.²⁰⁸

Društvo Siemens d.d. u vrijeme izrade elaborata nije kotiralo na hrvatskim burzama vrijednosnica²⁰⁹, stoga je mišljenje revizora da je bespredmetno primijeniti tehničku analizu kojom bi se na temelju kretanja cijena iz prošlosti moglo procijeniti kretanje tih cijena u budućnosti.

²⁰⁷ U svojoj tužbi radi ništavosti odluka glavne skupštine kao jedan od razloga za ništavost tužitelj je naveo da na dan sazivanja glavne skupštine 3. ožujka 2004. godine u poslovnim prostorijama tuženika nije bilo izloženo izvješće vještaka. Naime tužitelj smatra da se navedenim elaboratom procjenjuje fer vrijednost dioničkog kapitala društva Siemens d.d., ali da isti ne predstavlja izvješće vještaka iz čl. 300.h st. 2. ZTD-a kojim se ispituje primjerenost otpremnine. Prema stavu tužitelja u navedenom elaboratu nema govora o ispitivanju primjerenosti otpremnine jer je sačinjen prije nego je glavni dioničar sačinio svoje izvješće, a koje je na njemačkom jeziku sačinio 26. veljače 2004. godine, pa predmet elaborata nije moglo biti ispitivanje primjerenosti otpremnine jer u trenutku kada je elaborat sačinjen, a to je bilo 21. veljače 2004. godine glavni dioničar još nije napravio svoje izvješće.

U pravnom mišljenju od 9. prosinca 2005., a vezano uz navedeni predmet, str. 361 spisa, akademik Barbić iznio je mišljenje da primjerenost otpremninu određuje glavni dioničar, a vještaci/revizori ispituju njezinu primjerenost. Prvi korak u tome je određenje primjerene otpremnine od strane glavnog dioničara. On nakon toga traži od suda imenovanje vještaka/revizora koji trebaju ispitati je li primjerena otpremnina koju nudi. Zakon ne propisuje točan redosljed radnji, ali spomenute se dvije radnje moraju poduzeti samo navedenim redom. Glavnom je dioničaru inače ostavljeno na slobodan izbor: a) da primjerenost otpremninu odredi u pisanom izvješću glavnoj skupštini i nakon toga zatraži od suda imenovanje vještaka/revizora da izrade izvješće samo o primjerenosti ponuđene otpremnine, što iz praktičnih razloga nije dobro ili b) da odredi primjerenost otpremninu i nakon toga zatraži imenovanje vještaka/revizora da izrade spomenuto izvješće nakon kojega će glavni dioničar izraditi izvješće za glavnu skupštinu u kome se naravno može, kada je riječ o primjerenoj otpremnini, pozivati i na izvješće vještaka/revizora, jer su ga oni dali *prije* nego što je izrađeno izvješće glavnog dioničara.

²⁰⁸ Jakovčević, D. (2004). Elaborat o procjeni fer vrijednosti. Zagreb: Asset d.o.o., str. 4.

²⁰⁹ Trgovina predmetnim dionicama započela je 28. travnja 2006. godine.

Iako su određeni osnivači i povezana društva sa društvom Siemens d.d. kotirali na najpoznatijim europskim i američkim burzama²¹⁰, mišljenje je revizora da se financijska tržišta Europe i SAD-a teško mogu uspoređivati²¹¹, pa je zbog toga nemoguće uspoređivati i vrednovati kretanje cijena dionica. Uz to prodajni program i profil Siemens koji kotira na europskim burzama posve je različit od programa i profila Siemens u SAD-u, a što prema mišljenju revizora bilo kakvu usporedbu čini bespredmetnom.

Dalje, revizor smatra da je financijsko tržište Republike Hrvatske, osobito burza vrijednosnica, do te mjere nerazvijeno da je gotovo nemoguće raditi bilo kakve komparacije kretanja vrijednosti hrvatskih burzovnih indeksa s indeksima europskih ili američkih burzi te bi stoga bilo bespredmetno uspoređivati dionice Siemens na Frankfurtskoj burzi s bilo kakvim sličnim dionicama na hrvatskim burzama. Uz to ističe da Siemens d.d. u Hrvatskoj razvija posebni prodajni program u odnosu na ostalo europsko tržište, pa je i po toj osnovi nemoguće uspoređivati vrijednost dionica Siemens u Hrvatskoj s onima u ostalim europskim zemljama.

Zbog svega navedenog, prema mišljenju revizora nije bilo moguće primijeniti niti jedan pristup vrednovanja temeljen na kapitalizaciji vrijednosti očekivanih učinaka dionica već je odabir metoda trebalo usmjeriti prema mogućnostima koja pružaju revidirana financijska izvješća društva.

Pri tome je revizor poduzeo sljedeće korake:

- a) odabir metode za procjenu vrijednosti društva
- b) određivanje razdoblja predviđanja
- c) procjena očekivanih slobodnih novčanih tijekova
- d) procjena diskontne stope
- e) diskontiranje
- f) izračun rezidualne vrijednosti
- g) izračun fer vrijednosti dioničkog kapitala

²¹⁰ U Frankfurtu i New Yorku (NYSE).

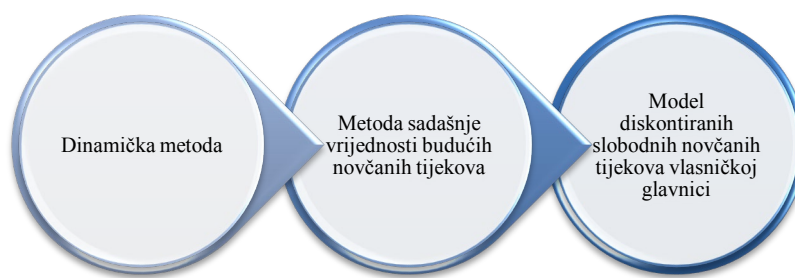
²¹¹ Uslijed razlike njihove razvijenosti teško je odrediti korelaciju koja bi bila pouzdano mjerilo vrijednosnica.

a) Odabir metode za procjenu vrijednosti društva

Odabrana je dinamička metoda temeljem novčanih tijekova koje društvo može generirati u budućnosti za svoje vlasnike²¹², a koje treba svesti na sadašnju vrijednost pomoću diskontiranja.

Odabrane metode mogu se prikazati shematski kao na slici 9.

Slika 9: Metoda za procjenu vrijednosti društva Siemens d.d.



Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

b) Određivanje razdoblja predviđanja

Službena poslovna politika društva Siemens d.d. ne dopušta iznošenje projekcija, predviđanja i procjena za razdoblje dulje od jedne poslovne godine. Stoga je revizor projekciju poslovanja temeljio na predviđanju menadžmenta o poslovanju za tekuću poslovnu godinu 2003.–2004.²¹³ i to za petogodišnje razdoblje, smatrajući da će tako biti manji rizik i manji mogući materijalno značajni propusti nego da se radi projekcija na dulje razdoblje.

²¹² Uvjetno rečeno vlasnike, odnosno one koji posjeduju dionice društva, dioničare, a s obzirom na to da je potrebno utvrditi iznos primjerene otpremnine upravo za tu kategoriju zainteresiranih dionika društva.

²¹³ Poslovna godina društva Siemens d.d. nije jednaka kalendarskoj godini već traje od 1.10. do 30.9.

c) Procjena očekivanih slobodnih novčanih tijekova

Odabrana je dinamička metoda temeljem novčanih tijekova koje društvo može generirati u budućnosti za svoje vlasnike, odnosno slobodni novčani tijek vlasničkoj glavnici (FCFE), stoga je bilo potrebno procijeniti vrijednosti triju kategorija: dobit nakon oporezivanja, amortizaciju²¹⁴ i ulaganja²¹⁵.

Na temelju revidiranih financijskih izvješća za razdoblje od 2000. do 2003. godine te budžetiranih financijskih izvješća društva za 2004. godinu, revizor je procijenio iznos navedenih kategorija za razdoblje od 2004. do 2008. godine te izračunao novčani tijek.

Izračun novčanog tijeka shematski se može prikazati:

$$\text{FCFE} = \text{Dobit poslije oporezivanja} + \text{Amortizacija} - \text{Ulaganje}$$

Vrijednosti odabranih kategorija iz povijesnih godina i godina projekcije, sa promjenama u postocima u odnosu na prošlu godinu i izračunatim novčanim tijekom prikazane su u tablici 5.

Tablica 5: **Povijesne i procijenjene odabrane kategorije**

u HRK '000	Povijesne godine				Godine projekcije				
	2000.	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.
Dobit nakon oporezivanja	10895	29896	24770	52456	62506	65631	68913	75804	83385
<i>Promjene u %</i>		174%	-17%	112%	19%	5%	5%	10%	10%
Amortizacija	15038	29844	31217	13811	23599	24071	25275	26538	27865
<i>Promjene u %</i>		98%	5%	-56%	71%	2%	5%	5%	5%
Ulaganja	20037	19364	21190	12335	11084	14409	21614	29179	37932
<i>Promjene u %</i>		-3%	9%	-42%	-10%	30%	50%	35%	30%
Novčani tijek					75021	75293	72574	73163	73318

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).²¹⁶

²¹⁴ Nije gotovinski trošak, pa ju treba pridodati novčanom tijeku.

²¹⁵ Radi se o odljevima gotovine, kapitalnim investicijama kojima se povećava vrijednost građevina, opreme i druge materijalne i nematerijalne imovine, pa ih je potrebno oduzeti od novčanog tijeka.

²¹⁶ Vrijednosti za kategoriju ulaganja u godinama projekcije u elaboratu su iskazane u dvjema tablicama. Tablici 3: Procjena odabranih kategorija do 2008. godine, str. 11 i Tablici 5: Izračun fer vrijednosti dioničkog kapitala

Prema mišljenju revizora pregled povijesnih kategorija pokazuje da su vrijednosti odabranih kategorija međusobno više nezavisne varijable nego što bi se mogle dokazati zakonitosti u njihovom međusobnom koreliranju, pa ističe da je procjenu budućih vrijednosti odabranih kategorija utemeljio na pretpostavkama logičnih poslovnih korelacija i to: kontinuiranog rasta dobiti nakon oporezivanja i pozitivno koreliranih vrijednosti ulaganja²¹⁷ i troškova amortizacije.

d) Procjena diskontne stope

Diskontna stopa procijenjena je na temelju nerizičnog prinosa državne obveznice u lokalnoj valuti²¹⁸ i prinosa iznad stope inflacije²¹⁹, a shematski se može prikazati:

Prinos na dionicu (r_e) = nerizični prinos državne obveznice + prinos iznad stope inflacije

A u brojčanom izrazu ona iznosi: $r_e = 6,125\% + 4,6\% = 10,725\% \approx 11\%$

e) Diskontiranje

S obzirom na to da se procijenjeni novčani tijekovi očekuju u budućnosti, a fer vrijednost dioničkog kapitala utvrđuje se u "sadašnjem" trenutku, potrebno je te novčane iznose svesti na isti vremenski trenutak, pomoću diskontiranja.²²⁰

društva Siemens d.d., str. 15, pri čemu je navedena vrijednost u tablici 5 za 2007. godinu viša za 2 162 tisuća kuna odnosi na vrijednost za istu godinu u tablici 3, odnosno vrijednost u tablici 5 za 2008. godinu viša je za 2 810 tisuća kuna u odnosu na vrijednost za istu godinu u tablici 3.

U tablici 2: Povijesne odabrane kategorije, str. 11 dobit nakon oporezivanja iskazana je u vrijednosti od 10 895 tisuća kuna dok je u financijskom izvješću Račun dobiti i gubitka koji se nalazi u prilogu elaborata iskazana u vrijednosti od 10 875 tisuća kuna.

Za potrebe izrade diplomskog rada, u tablici 1 rada, uzete su u obzir više vrijednosti kako bi izračunati novčani tijek u radu odgovarao onome koji je izračunat u elaboratu.

²¹⁷ Prema Jakovčeviću (2004: 11) moguće je pretpostaviti da će u projiciranom petogodišnjem razdoblju Siemensovo tržište biti zasićeno pa smatra da je logično za očekivati povećanje investicija s ciljem zadržavanja dosegnute tržišne pozicije.

²¹⁸ Odabrana je državna obveznica Republike Hrvatske nominirana u kunama s obzirom na to da u istoj valuti glase i dionice društva Siemens d.d. i jer ima dospjeće u 2008. godini, godine do koje se procjenjuje novčani tijek iz poslovanja društva Siemens d.d., uzimajući u obzir da bi dugoročni vremenski horizont obveznica koje se uzimaju za izračun trebao biti jednak vremenskom horizontu držanja aktive.

²¹⁹ Prema Jakovčeviću (2004: 14) ako se godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj kreće između 2,3% u 2002. i 2,6% u 2001., (izvor: Bilten HNB broj 89, siječanj 2004.), racionalna očekivanja dioničara mogla bi biti dodatan prinos iznad inflacije za 2 postotna boda, dakle 4,6%.

²²⁰ Novčani tijek množi se sa odgovarajućim diskontnim faktorom $1/(1+k)^t$, pri čemu je u ovom slučaju $k=r_e$, a t predstavlja broj razdoblja za koliko je potrebno svesti buduću novčanu vrijednost na sadašnju vrijednost.

Vrijednosti diskontiranog novčanog tijeka diskontnom stopom 11% prikazane su u tablici 6.

Tablica 6: **Diskontirani novčani tijek diskontnom stopom 11%**

<i>u HRK '000</i>	<i>Godine projekcije</i>				
	<i>2004.</i>	<i>2005.</i>	<i>2006.</i>	<i>2007.</i>	<i>2008.</i>
<i>Novčani tijek</i>	75021	75293	72574	73163	73318
<i>Diskontni faktor</i>	0,90090	0,81162	0,73119	0,65873	0,59345
<i>Diskontirani novčani tijek</i>	67586,49	61109,49	53065,48	48194,73	43510,66
Ukupno diskontirani novčani tijek na kraju 2008.					273.466,85

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

f) Izračun rezidualne vrijednosti

Nakon izračuna sadašnje vrijednosti budućih novčanih tijekova potrebno je uzeti u obzir i preostalu (rezidualnu) vrijednost društva na kraju razdoblja poslovanja društva, odnosno u ovom slučaju na kraju razdoblja predviđanja.²²¹

Preostala vrijednost izračunata je kao diskontirani novčani tijek koji bi se dobio od neto vrijednosti društva u zadnjem razdoblju predviđanja.

Kao polazište revizor je uzeo neto vrijednost društva iz revidiranih financijski izvješća na dan 30.9.2003. godine, koju je diskontirao pomoću izračunate diskontne stope od 11% te je izračunata preostala vrijednost društva Siemens d.d. u iznosu od 91.497.732 kuna.²²²

g) Izračun fer vrijednosti dioničkog kapitala

Na osnovu dobivenih vrijednosti diskontiranih novčanih tijekova i rezidualne vrijednosti, može se izračunati fer vrijednosti dioničkog kapitala društva Siemens d.d., koji se shematski može prikazati:

²²¹ Uzet je kraj razdoblja predviđanja jer društvo Siemens d.d. posluje na načelima *going-concern* koncepta, odnosno vremenski neograničenog tijeka poslovanja.

²²² Neto vrijednost društva Siemens d.d. na dan 30.9.2003. (154.179.000 kn) x diskontni faktor $1/(1+0,11)^5$.

FER VRIJEDNOST = diskontirani novčani tijek + rezidualna vrijednost

Na taj način izračunata je ukupna fer vrijednost dioničkog kapitala u iznosu od 364.964.582 kuna, a stavljanjem u omjer tog iznosa i broja izdanih redovnih dionica²²³ izračunata je fer vrijednost jedne dionice u iznosu od 385,84 kune.

5.5. Primjerena otpremnina za manjinske dioničare

Nakon što je utvrđena fer vrijednost dioničkog kapitala, revizor je u razmatranje uzeo i cijenu koja je ostvarena u kupoprodajnim transakcijama za iste dionice, u iznosu od 200,00 kuna po dionici.²²⁴

Prema njegovom mišljenju primjerena otpremnina koja se treba isplatiti manjinskim dioničarima mogla bi se kretati u rasponu od 200,01 kune do 385,84 kune.

Argument koji ide u prilog određivanja otpremnine po cijeni većoj od 200,00 kuna je očekivanje rasta knjigovodstvene vrijednosti dionice.²²⁵ Argument koji ide u prilog nižoj otpremnini od 385,84 kune je, prema mišljenju revizora, objektivno nezavidan položaj manjinskih dioničara, s manje od 4% glasačkih prava, što dovodi u pitanje likvidnost njihovih dionica.

Sukladno tome, na temelju aritmetičke sredine između fer vrijednosti dionice i cijene ostvarene u realiziranim transakcijama, utvrđena je primjerena otpremnina po jednoj dionici u iznosu od 292,92 kune.²²⁶

5.6. Prijenos dionica manjinskih dioničara

Rješenjem Trgovačkog suda u Zagrebu poslovni broj: Tt-14/4445-2 od 24. veljače 2014. godine društvo Siemens AG Österreich upisano je u sudski registar istog suda kao jedini dioničar društva Siemens d.d. čime je izvršen prijenos dionica manjinskih dioničara odlukom glavne skupštine izdavatelja održanoj 7. travnja 2004. godine.

²²³ 945 906 dionica.

²²⁴ Navedena kupoprodajna cijena ostvarena je za 17746 redovnih dionica.

²²⁵ Na dan 30.9.2003. godine knjigovodstvena vrijednost dionice iznosila je 163,00 kune.

²²⁶ $(200,00+385,84)/2$

Odmah po saznanju da se odluka o prijenosu dionica manjinskih dioničara na glavnog dioničara može upisati u sudski registar, izdavatelj je o tome obavijestio Središnje klirinško deponitarno društvo d.d. koje je o tome obavijestilo Hrvatsku agenciju za nadzor financijskih usluga i Zagrebačku burzu d.d.²²⁷

Sukladno navedenom dana 25. veljače 2014. godine Zagrebačka burza donijela je rješenje o obustavi trgovanja u kojem stoji da s obzirom se upisom odluke o prijenosu dionica na glavnog dioničara sve dionice manjinskih dioničara prenose glavnom dioničaru, nastala je situacija u kojoj je radi urednog funkcioniranja tržišta i zaštite ulagatelja potrebno obustaviti trgovinu predmetnim dionicama.²²⁸

Dana 28. veljače 2014. godine donijeto je Rješenje Burze o prestanku uvrštenja dionica društva Siemens d.d.²²⁹ s obzirom da navedene dionice više ne udovoljavaju uvjetima za uvrštenje na Redovito tržište jer izdavatelj predmetnih dionica ima samo jednog dioničara te ne postoji distribucija istih javnosti kao što je određeno čl. 94. st. 2. Pravila Burze.²³⁰

5.7. Analiza osjetljivosti

Neovisno o odabranom kriteriju i primijenjenoj metodi za procjenu vrijednosti društva uvijek se radi o subjektivnom pristupu procjenitelja, što može rezultirati različitim prognostičkim pogreškama, u ovom slučaju o mogućoj pogrešnoj procjeni vrijednosti odabranih kategorija i/ili o pogrešno utvrđenoj vrijednosti diskontne stope.

²²⁷ Zagrebačka burza. Raspoloživo na: URL: <https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/ZyqExY4Ww8zoTfMr4x8oGg==.pdf> (pristupljeno 26. listopada 2018.)

²²⁸ Zagrebačka burza. Raspoloživo na: URL: <https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/CAvWA5jKzLu4uNV39oICTQ==.pdf> (pristupljeno 26. listopada 2018.)

²²⁹ Izvrštene su dana 1. ožujka 2014. godine.

²³⁰ Zagrebačka burza. Raspoloživo na: URL: <https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/7gXt0rg8WkBUgAcOntZfkQ==.pdf> (pristupljeno 26. listopada 2018.)

Čl. 94. st. 2. Pravila Burze kao uvjet za uvrštenje na Redovito tržište određuje da javnosti mora biti distribuirano najmanje 15% dionica na koje se odnosi zahtjev za uvrštenje te da će Burza prilikom provjere ispunjavanja uvjeta distribucije javnosti osobito uzeti broj dioničara na koje su raspodijeljene dionice koje ulaze u postotak dionica distribuiranih javnosti, a koji omogućuje uredno trgovanje i formiranje cijene.

Kao odgovor na pitanje imaju li i koliko pojedine varijable utjecaj na rezultirajuću vrijednost, moguće je primijeniti analizu osjetljivosti koja proučava rezultat procjene vrijednosti na promjene u svakom inputu modela (pri čemu se ostali inputi drže fiksnima).²³¹

Sadašnja i buduća vrijednost mogu se promatrati kao dvije strane iste medalje. Iznos koji bi ulaganjem uz kamatnu stopu narastao na buduću vrijednost, diskontiranjem pomoću diskontne stope svodimo na sadašnju vrijednost. Pri tome je odnos kamatne stope i buduće vrijednosti proporcionalan, pa što je viša kamatna stopa viša je i buduća vrijednost, dok je odnos diskontne stope i sadašnje vrijednosti obrnuto proporcionalan, pa je primjenom više diskontne stope sadašnja vrijednost niža.

S obzirom na navedeno u tablici 7 prikazan je diskontirani novčani tijek uz primjenu diskontne stope od 10%, pri čemu su vrijednosti novčanog tijeka u godinama projekcije ostale fiksne (nepromijenjene).

Tablica 7: **Diskontirani novčani tijek diskontnom stopom 10%**

<i>u HRK '000</i>	<i>Godine projekcije</i>				
	<i>2004.</i>	<i>2005.</i>	<i>2006.</i>	<i>2007.</i>	<i>2008.</i>
<i>Novčani tijek</i>	75021	75293	72574	73163	73318
<i>Diskontni faktor</i>	0,90909	0,82645	0,75131	0,68301	0,62092
<i>Diskontirani novčani tijek</i>	68200,84	62225,90	54525,57	49971,06	45524,61
Ukupno diskontirani novčani tijek na kraju 2008.					280.447,99

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

²³¹ Sprčić Miloš, D. i Sulje Orešković, O. (2012). Procjena vrijednosti poduzeća. Zagreb: Ekonomski fakultet, str. 128.

Sukladno tome istu diskontnu stopu treba primijeniti i za izračun rezidualne vrijednosti.²³²

Kao što je vidljivo u tablici 8 primjenom niže diskontne stope (k=10%) sadašnje vrijednosti su više od vrijednosti iz elaborata izračunate primjenom više diskontne stope (k=11%).

Tablica 8: **Usporedba izračunatih vrijednosti primjenom više i niže diskontne stope**

<i>Diskontna stopa</i>	11%	>	10%
<i>Ukupno diskontirani novčani tijek na kraju 2008.</i>	273.466.850,00	<	280.447.990,00
<i>Rezidualna vrijednost</i>	91.497.732,00	<	95.733.028,67
<i>Fer vrijednost dioničkog kapitala</i>	364.964.582,00	<	376.181.018,67
<i>Broj redovnih dionica</i>	945906		945906
<i>Fer vrijednost jedne redovne dionice</i>	385,84	<	397,69

Izvor: Autorica (vlastiti prikaz).

Ovo je samo jedan od mogućih "smjerova" kretanja sadašnje vrijednosti. Isto tako moguće je primijeniti diskontnu stopu višu od one upotrijebljene u elaboratu ili izvršiti analizu osjetljivosti mijenjajući neki od drugih inputa na više odnosno na niže.

S obzirom na protek vremena, danas je moguće na temelju dostupnih financijskih izvješća za projicirano razdoblje izračunati stvarnu fer vrijednost dioničkog kapitala društva Siemens d.d. za navedeno razdoblje te komparativnom metodom utvrditi stvarna²³³ odstupanja od fer vrijednosti dioničkog kapitala izračunatog u trenutku izrade elaborata.

Međutim, kao što je objašnjeno u točki 1.6. *Ograničenja u istraživanju* ovog rada, izuzev za posljednju godinu, za projicirano razdoblje nisu dostupna (sva) financijska izvješća iz Registra (javno dostupnih) godišnjih financijskih izvještaja, niti su isti ustupljeni od strane predmetnog društva, stoga navedeno nije bilo moguće sprovesti.

²³² Neto vrijednost društva Siemens d.d. na dan 30.9.2003. (154.179.000 kn) x diskontni faktor $1/(1+0,10)^5$.

²³³ Analiza osjetljivosti pokazuje moguća odstupanja.

6. ZAKLJUČAK

Razvoj tržišta kapitala, osobito gledajući u globalnim razmjerima, uzrokuje događaje koji utječu na promjene među njegovim sudionicima, stvarajući posredno većinske i manjinske dioničare. S obzirom na to da su njihovi interesi često dijametralni, to zahtijeva pitanje uređenja njihovih odnosa i njihove zaštite kako sa pravnog tako i sa ekonomskog aspekta te čini ovu temu aktualnom u sadašnjosti, ali i u budućim vremenima.

Govoreći o manjinskim dioničarima, iste je potrebno zaštititi unutar samog društva kao i prilikom njihova istiskivanja iz društva u zakonom određenim okvirima, i to kroz primjerenu otpremninu odnosno pravičnu naknadu koja bi trebala odražavati primjerenu vrijednost dioničarima za njihovo lišavanje članstva u društvu.

Pri tome je, u zakonom određenim uvjetima, potrebno procijeniti vrijednost društva, a za što, kao što je obrađeno u radu, postoje različite metode te iako pravni i ekonomski teoretičari preporučuju upotrebu dinamičkih metoda, zakonodavac ne propisuje kojim se metodama treba procijeniti vrijednost društva već je isto ostavljeno na procjenu i stručnost samog procjenitelja.

Zbog specifičnosti samih društava to realno i nije moguće odnosno zakonodavac ne bi trebao svojim odredbama zadirati u to područje, ali bi svakako trebala postojati ne samo preporuka prakse već i zakonska uputa o potrebi korištenja više metoda prilikom procjene vrijednosti društva kao i uputa o potrebi angažiranja više procjenitelja (barem dva).

Upravo iz činjenice da zbog svojih specifičnosti i konkretne situacije u kojoj se u trenutku procjene društvo nalazi ono nije jednodimenzionalno, proizlazi i spoznaja da ni procjena njegove vrijednosti nije jednodimenzionalna te ju kao takvu ne treba ni promatrati.

7. POPIS LITERATURE

7.1. Popis knjiga

1. Barbić, J. (2010). Pravo društava. Knjiga druga: Društva kapitala. Svezak I.: Dioničko društvo. 5. izmijenjeno i dopunjeno izdanje. Zagreb: Organizator.
2. Gorenc, V. (2011). Pravo trgovačkih društava. 2. dopunjeno izdanje. Zaprešić: Visoka škola za poslovanje i upravljanje s pravom javnosti "Baltazar Adam Krčelić".
3. Kolačević, S. i Hreljac, B. (2012). Vrednovanje poduzeća. 2. dopunjeno i prošireno izdanje. Zagreb: TEB-Poslovno savjetovanje.
4. Kopun, V. i Slade, J. (1991). Metode procjene vrijednosti i ocjene boniteta poduzeća. Zagreb: Kopun i Kopun d.o.o. .
5. Orsag, S. (1997). Vrednovanje poduzeća. Zagreb: Infoinvest.
6. Sprčić Miloš, D. i Sulje Orešković, O. (2012). Procjena vrijednosti poduzeća. Zagreb. Ekonomski fakultet.
7. Vidović, A. (2015). Korporativno i poslovno pravo, skripta. Zagreb: RRiF Visoka škola za financijski menadžment.
8. Vidučić, Lj. (2012). Financijski menadžment. 8. nepromijenjeno izdanje. Zagreb: RRiF Plus.

7.2. Popis članaka objavljenih u časopisima

9. Gorenc, V. (2008). Promjene u strukturi (sastavu članstva) društava kapitala. Pravo i porezi [online], XVIII (1). Raspoloživo na: URL:
http://www.rrif.hr/Promjene_u_strukturi_sastavu_clanstva_drustava_kap-10808C.pdf
(pristupljeno 29. svibnja 2018.).

10. Gorenc, V. (2008). Dualistički sustavi i međusobni odnosi ovlasti organa dioničkog društva u RH (I.). Pravo i porezi [online], XVIII (12). Raspoloživo na: URL:
https://www.rrif.hr/Dualisticki_sustavi_i_medusobni_odnosi_ovlasti_org-15793C.pdf
(pristupljeno 29. svibnja 2018.).
11. Gorenc, V. (2009). Dualistički sustavi i međusobni odnosi ovlasti organa dioničkog društva u RH (II.). Pravo i porezi [online], XIX (1). Raspoloživo na: URL:
https://www.rrif.hr/Dualisticki_sustavi_i_medusobni_odnosi_ovlasti_org-11893C.pdf
(pristupljeno 29. svibnja 2018.).
12. Gotovac, M. (2008). Pravo manjinskih dioničara na iniciranje glavne skupštine. Pravo i porezi [online], XVIII (7). Raspoloživo na: URL:
http://www.rrif.hr/Pravo_manjinskih_dionicara_na_iniciranje_glavne_sk-11398C.pdf
(pristupljeno 30. svibnja 2018.).
13. Iveković, B. (2004). Squeeze-out – prijenos dionica manjinskih dioničara. Pravo i porezi [online], XIV (11). Raspoloživo na: URL:
http://www.rrif.hr/Squeeze_out_prijenos_dionica_manjinskih_dionicara-7042C.pdf
(pristupljeno 23. svibnja 2018.).
14. Markovinović, I. (2007). Squeeze out (prijenos dionica manjinskih dioničara). Pravo i porezi [online], XVII (7). Raspoloživo na: URL:
http://www.rrif.hr/Squeeze_out_prijenos_dionica_manjinskih_dionicara-10387C.pdf
(pristupljeno 22. svibnja 2018.).
15. Martinović, J. (2007). Procjena vrijednosti poduzeća. Računovodstvo, revizija i financije [online], XVII (6). Raspoloživo na: URL:
https://www.rrif.hr/Procjena_vrijednosti_poduzeca-10234C.pdf (pristupljeno 24. lipnja 2018.).
16. Mijatović, N. (2012). O glavnoj skupštini dioničkog društva (I.). Pravo i porezi [online], XXII (2). Raspoloživo na: URL:

https://www.rrif.hr/O_glavnoj_skupstini_dionickog_drustva_I_-13890C.pdf (pristupljeno 27. lipnja 2018.).

17. Mijatović, N. (2012). O glavnoj skupštini dioničkog društva (II.). Pravo i porezi [online], XXII (3). Raspoloživo na: URL:

https://www.rrif.hr/O_glavnoj_skupstini_dionickog_drustva_II_-13946C.pdf (pristupljeno 27. lipnja 2018.).

18. Vidović, A. (2008). Preuzimanje dioničkih društava – osvrt na neke novine. Pravo i porezi [online], XVIII (2). Raspoloživo na: URL:

http://www.rrif.hr/Preuzimanje_dionickih_drustava_osvrt_na_neke_novin-10910C.pdf (pristupljeno 2. lipnja 2018.).

7.3. Popis radova objavljenih na mrežnim stranicama

19. Herc Čulinović, E. i Zubović, A. (2011). Prijenos dionica manjinskih dioničara (squeeze out) i srodni instituti u pravu društava. Pregledni znanstveni rad. Rijeka: Pravni fakultet Sveučilišta u Rijeci. Raspoloživo na: URL:

https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUK Ewjijt2DIODbAhVkmZokHYhrDXoQFgglMAA&url=https%3A%2F%2Fbib.irb.hr%2Fdatoteka%2F535629.ulinovi-Herc_i_Zubovi_11.03.doc&usg=AOvVaw0ryjZ92kaIAejNtZ4-6B4Q (pristupljeno 14. svibnja 2018.).

20. Šestanović, A. (2017). RRiF Visoka škola za financijski menadžment. Procjena vrijednosti poduzeća. Raspoloživo na: URL:

<http://193.198.43.180/rrif-student/DocDownloadFS.aspx?akc=10> (pristupljeno 1. srpnja 2018.).

7.4. Propisi

21. Zakon o preuzimanju dioničkih društava. (Narodne novine br. 109/07 do 148/13).
Raspoloživo na: URL: <https://www.zakon.hr/z/360/Zakon-o-preuzimanju-dioni%C4%8Dkih-dru%C5%A1tava> (pristupljeno 2. lipnja 2018.).
22. Zakon o računovodstvu. (Narodne novine br. 109/07 do 121/14). Raspoloživo na: URL: <http://www.rauss.hr/site/zakonski-okvir/13-zakon-o-racunovodstvu.html> (pristupljeno 2. srpnja 2018.).
23. Zakon o računovodstvu. (Narodne novine br. 78/15 do 120/16). Raspoloživo na: URL: <https://www.zakon.hr/z/118/Zakon-o-ra%C4%8Dunovodstvu> (pristupljeno 2. srpnja 2018.).
24. Zakon o radu. (Narodne novine br. 93/14, 127/17). Raspoloživo na: URL: <https://www.zakon.hr/z/307/Zakon-o-radu> (pristupljeno 6. studenog 2018.).
25. Zakon o trgovačkim društvima. (Narodne novine br. 111/93. do 110/15.).

7.5. Mrežne stranice

26. Eur–Lex. Directive. Raspoloživo na: URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32004L0025> (pristupljeno 17. svibnja 2018.).
27. Narodne novine. Raspoloživo na: URL: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2007_04_36_1219.html (pristupljeno 6. travnja 2018.).
28. [Calculat.org](http://www.calculat.org). Raspoloživo na: URL: <https://www.calculat.org/hr/prosjek/ponderirana-aritmeticka-sredina.html> (pristupljeno 11. lipnja 2018.).
29. [Leksikografski zavod Miroslav Krleža](http://www.enciklopedija.hr). Raspoloživo na: URL: <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=49396> (pristupljeno 11. lipnja 2018.).

30. [Siemens AG. Raspoloživo na: URL: https://www.siemens.com/global/en/home.html](https://www.siemens.com/global/en/home.html)
(pristupljeno 5. listopada 2018.).
31. [Siemens Hrvatska. Raspoloživo na: URL: https://www.siemens.com/hr/hr/home.html](https://www.siemens.com/hr/hr/home.html)
(pristupljeno 5. listopada 2018.).
32. [Sudski registar. Raspoloživo na: URL: https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:080042313](https://sudreg.pravosudje.hr/registar/f?p=150:28:0::NO:28:P28_SBT_MBS:080042313)
(pristupljeno 5. listopada 2018.).
33. Visoki trgovački sud Republike Hrvatske. Raspoloživo na: URL:
https://www.vtsrh.hr/uploads/Dokumenti/UPRAVLJACKA_PRAVA_DIONICARA.pdf
(pristupljeno 10. lipnja 2018.).
34. Zagrebačka burza. Raspoloživo na: URL:
<https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/ZyqExY4Ww8zoTfMr4x8oGg==.pdf>
(pristupljeno 26. listopada 2018.).
35. Zagrebačka burza. Raspoloživo na: URL:
<https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/CAvWA5jKzLu4uNV39olCTQ==.pdf>
(pristupljeno 26. listopada 2018.).
36. Zagrebačka burza. Raspoloživo na: URL:
<https://www.zse.hr/userdocsimages/novosti/7gXt0rg8WkBUgAcOntZfkQ==.pdf>
(pristupljeno 26. listopada 2018.).

7.6. Ostalo

37. Elaborat o procjeni fer vrijednosti dioničkog kapitala društva Siemens d.d. za elektroniku
38. Pravno mišljenje akademika Barbić Jakše (sastavni dio sudskog spisa pri Trgovačkom sudu u Zagrebu, poslovni broj: 4832/2005.)

8. POPIS SLIKA I TABLICA

8.1. Slike

Slika 2: Prijenos dionica manjinskih dioničara prema odredbama ZTD-a, str. 20

Slika 2: Postupci kod priključenja društva prema odredbama ZTD-a, str. 25

Slika 3: Iznos pravične naknade prema odredbama ZPDD-a, str. 31

Slika 4: Odnos temeljnih koncepata s obzirom na njihovu vremensku orijentiranost, str. 36

Slika 5: Koraci u primjeni DCF modela, str. 40

Slika 6: Usporedni prikaz izračuna FCFF i FCFE, str. 46

Slika 7: Izračun rezidualne dobiti, str. 48

Slika 8: Koraci u procesu procjene vrijednosti poduzeća metodom multiplikatora, str. 51

Slika 9: Metoda za procjenu vrijednosti društva Siemens d.d., str. 67

8.2. Tablice

Tablica 1: Prednosti i nedostaci korištenja P/E multiplikatora, str. 53

Tablica 2: Prednosti i nedostaci korištenja P/B multiplikatora, str. 54

Tablica 3: Prednosti i nedostaci korištenja EV/P multiplikatora, str. 55

Tablica 4: Prednosti i nedostaci korištenja EV/EBITDA multiplikatora, str. 56

Tablica 5: Povijesne i procijenjene odabrane kategorije, str. 68

Tablica 6: Diskontirani novčani tijekom diskontnom stopom 11%, str. 70

Tablica 7: Diskontirani novčani tijekom diskontnom stopom 10%, str. 73

Tablica 8: Usporedba izračunatih vrijednosti primjenom više i niže diskontne stope, str. 74