



Република Србија
Комисија за хартије од вредности

Деловодни број: 1/2-102-1466/13-24

Датум:.....30.9.2024.године

Акционарско друштво
"ПУТЕВИ" ПОЖЕГА
III Број: 3112/11
Дана: 02.10.2024. год.

Путеви Пожега а.д.

Пожега
Књаза Милоша 76

Предмет: Достављање решења

У прилогу дописа достављамо вам решење Комисије за хартије од вредности број: 1/2-102-1466/10-24 од 26.9.2024. године.

СЕКРЕТАР КОМИСИЈЕ

Горан Купресанин

Прилог: Решење



Република Србија

Комисија за хартије од вредности

Деловодни број: 1/2-102-1466/10-24

Датум:..... 26.9.2024. године

На основу чл. 10., чл. 13. и чл. 37. став 1. алинеја 2. Закона о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016) и члана 136. Закона о општем управном поступку („Службени гласник РС“ бр. 18/2016 и 95/2018 – аутентично тумачење и 2/2023-одлука УС), решавајући по захтеву понуђача АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ УЖИЦЕ, Николе Пашића 38, Ужице, МБ 07156332, кога заступа Владан Стаменић, генерални директор, за одобрење објављивања понуде за преузимање акција АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА, Књаза Милоша 76, Пожега, МБ 06991840, Комисија за хартије од вредности, Омладинских бригада 1, Нови Београд, на 90. седници X сазива, одржаној 26.9.2024. године, којом је председавао Марко Јанковић, председник Комисије, доноси:

Решење

о одбијању захтева за одобрење објављивања понуде за преузимање акција

1. Понуђачу: АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ УЖИЦЕ, Николе Пашића 38, Ужице, МБ 07156332, одбија се захтев, дел. бр. 1/2-102-1466/1-20 од 7.6.2024.године, за одобрење објављивања понуде за преузимање акција циљног друштва АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА, Књаза Милоша 76, Пожега, МБ 06991840.
2. Налаже се понуђачу АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ УЖИЦЕ да наредног радног дана од дана пријема овог решења, у истим дневним новинама у којима је објављено обавештење о намери преузимања, објави тачку 1. диспозитива овог решења и да о томе достави доказ Комисији за хартије од вредности.
3. Утврђује се да Весна Мићић и Владимир Мићић, као лица која делују заједнички са понуђачем, АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ УЖИЦЕ, МБ 07156332, немају право гласа по основу власништва над акцијама циљног друштва ISIN број RSPUPOE18511, CFI код ESVUFR, од 26.9.2024. године и то:
 - Весна Мићић, јмбг 0903948795019, нема право гласа по основу власништва над 91.977 комада акција циљног друштва АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА,
 - Владимир Мићић, јмбг 0301972790028, нема право гласа по основу власништва над 71.470 комада акција циљног друштва АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА.
4. Утврђује се да тачка 3. диспозитива Решења бр. 3/2-101-2272/10-23 од 28.11.2023.године, којом је утврђено да АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ УЖИЦЕ, МБ 07156332, нема право гласа по основу 91.452 комада акција циљног друштва, као и да Владан Стаменић, јмбг 2001964790055, нема право гласа по основу 11.809 комада акција циљног друштва, остаје на снази.
5. Налаже се Централном регистру, депоу и клирингу хартија од вредности, да одмах по пријему овог решења изврши упис одузимања права гласа над акцијама издаваоца АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА, ISIN број RSPUPOE18511, CFI код ESVUFR, у складу са тачком 3. диспозитива.
6. Налаже се лицима из тачке 3. и 4. диспозитива, да у складу са одредбама Закона о преузимању, поднесу Комисији за хартије од вредности захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање акција циљног друштва АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА, Књаза Милоша 76, Пожега, у року од 30 дана од дана пријема овог решења.
7. Налаже се циљном друштву АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА да, у року од 15 дана од дана пријема, ово решење достави свим акционарима циљног друштва АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА.
8. Утврђује се да је накнада по тарифном броју 4. Правилника о тарифи („Службени гласник РС“, бр. 16/2012, 50/2012, 57/2012-испр, 68/2012, 14/2013, 78/2019, 75/2020, 78/2020, 92/2021, 96/2021-исправка, 55/2023, 88/2023 и 88/2023-исправка), у износу од 480.000,00 динара, наплаћена дана 5.6.2024. године од понуђача.

9. Ово решење је коначно у управном поступку а подношење тужбе којом се покреће управни спор не одлаже његово извршење.

Образложење

Понуђач АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ УЖИЦЕ (у даљем тексту: понуђач), доставио је Комисији за хартије од вредности (у даљем тексту: Комисија) дана 7.6.2024. године захтев број 1/2-102-1466/1-24 за одобрење објављивања понуде за преузимање акција АКЦИОНАРСКО ДРУШТВО ПУТЕВИ РОЖЕГА (у даљем тексту: циљно друштво) и закључно са 21.8.2024. године приложио део документације прописане чланом 20. Закона о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016 - у даљем тексту: Закон) и чланом 4. Правилника о садржини и форми понуде за преузимање („Службени гласник РС“, бр. 7/2017 - у даљем тексту: Правилник).

Увидом у достављену документацију утврђено је да понуђач, како је наведено у објављеном обавештењу о намери преузимања, од 27.5.2024. године и достављеној документацији у захтеву за одобрење објављивања понуде за преузимање циљног друштва бр. 1/2-102-1466/1-24 од 7.6.2024. године, заједнички делује са: Владаном Стаменићем, Весном Мићић и Владимиром Мићић.

На основу достављене документације утврђено је да понуђач поседује 91.452 (24,75%) акције циљног друштва, док лица која делују заједнички са понуђачем поседују како следи: Мићић Весна 91.977 (24,90%) акција, Владимир Мићић 71.470 (19,34%) акција и Владан Стаменић 11.809 (3,19) акција. Понуда се односи на све преостале акције са правом гласа, односно, 102.668 (27,79%) акција.

Сходно члану 6. Закона, предметна понуда се сматра обавезујућом.

Обавештење о намери преузимања понуђач је објавио 27.5.2024. године.

Циљно друштво је акционарско друштво у смислу члана 2. став 1. тачка 1) подтачка (1) Закона.

Увидом у достављену документацију и документацију коју поседује Комисија, констатовано је да је обавеза објављивања понуде за преузимање настала дана 29.12.2021. године у складу чланом 4. став 2. Тачка 2) Закона о преузимању акционарских друштава („Службени гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016) именовањем Владана Стаменића за законског заступника на функцију генералног директора циљног друштва, чиме је успостављен однос заједничког деловања између понуђача и Владана Стаменића, што је констатовано решењем Комисије бр. 3/2-101-2272/10-23 од 28.11.2023. године. Истим решењем утврђено је да напред наведена лица нису објавила понуду за преузимање акција циљног друштва у складу са чланом 6. Закона о преузимању акционарских друштава и нису поступила под условима и на начин одређен одредбама члана 12. и члана 13. истог закона. Комисија је истим решењем утврдила да понуђач нема право гласа по основу 91.452 комада акција циљног друштва, док Владан Стаменић нема право гласа по основу 11.809 комада акција циљног друштва.

У поступку одобрења понуде за преузимање акција циљног друштва утврђено је да је обавеза објављивања понуде за преузимање настала дана 29.12.2021. године, те да цена у понуди за преузимање мора бити утврђена у складу са чланом 22. Закона. У вези са наведеним, указујемо да је чланом 22. став 6. Закона прописано да ако понуђач захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање не поднесе у року из члана 13. став 1. овог закона, дужан је да понуди просечну пондерисану цену акција обрачунату за шест месеци који претходе дану подношења захтева уколико су акције ликвидне у наведеном периоду, односно процењену вредност на дан подношења захтева када су акције неликвидне, уколико су те цене више од цене из става 2, односно става 3. овог члана. Чланом 13. став 1. Закона је прописан рок за подношење захтева од 15 радних дана од дана настанка обавезе објављивања понуде за преузимање. Како је обавеза објављивања понуде за преузимање акција циљног друштва настала дана 29.12.2021. године а понуђач је предметни захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање акција циљног друштва поднео 7.6.2024. године, то предметни захтев није поднет у наведеном року, те је у предметној понуди цену потребно утврдити у складу са чланом 22. став 6. Закона.

С тим у вези, било је потребно уредити достављену документацију и цену у понуди утврдити у складу са чланом 22. Закона. Ставом 6. наведеног члана Закона је прописано да ако понуђач захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање не поднесе у року из члана 13. став 1. овог закона, дужан је да понуди просечну пондерисану цену акција обрачунату за шест месеци који претходе дану подношења захтева, уколико су акције ликвидне у наведеном периоду, односно процењену вредност на дан подношења захтева, када су акције неликвидне, уколико су те цене више од цене из става 2, односно става 3. овог члана. Дакле, уколико акције у периоду од шест месеци пре дана настанка обавезе објављивања понуде за преузимање нису биле ликвидне у смислу члана 22. став 1. Закона (што се доказује потврдом Београдске берзе а.д. Београд), цена у понуди се утврђује у складу са чланом 22. став 3. Закона, уколико су те цене више од просечне пондерисане цене акција обрачунате за шест месеци који претходе дану подношења захтева (ако су акције ликвидне у односу на дан подношења захтева).

Начин утврђивања цене у понуди за преузимање прописан је чланом 22. Закона на начин да је ставом 2. тог члана Закона прописан начин утврђивања цене код ликвидних акција док је ставом 3. истог члана Закона прописан начин утврђивања цене за неликвидне акције. У складу са ставом 1. наведеног члана закона акције циљног друштва сматрају се ликвидним када је обим трговања акцијама циљног друштва у периоду од шест месеци који претходи дану настанка обавезе објављивања понуде за преузимање представљао најмање 0,5%

укупног броја издатих акција с правом гласа, и када се најмање у три месеца тог периода трговало у више од 1/3 трговачких дана на месечном нивоу уз остварен обим трговања који је износио најмање 0,05% укупног броја издатих акција с правом гласа.

Чланом 22. став 2. Закона је прописано да када су акције са правом гласа циљног друштва ликвидне у складу са ставом 1. овог члана, понуђач је обавезан да у понуди за преузимање понуди најмање вишу цену од следећих цена: 1) просечна пондерисана цена акција са правом гласа у последњих шест месеци пре дана настанка обавезе објављивања понуде за преузимање утврђена на основу извештаја о трговању на регулисаном тржишту, односно МТП; 2) највиша цена по којој је понуђач или лица која са њим заједнички делују стекао акције са правом гласа циљног друштва у последњих 12 месеци пре дана настанка обавезе објављивања понуде за преузимање акција, укључујући и стицање на основу кога је за понуђача и/или лица која са њим заједнички делују настала обавеза објављивања понуде за преузимање.

Чланом 22. став 3. Закона је прописано да када акције са правом гласа циљног друштва нису ликвидне у складу са ставом 1. овог члана или нису укључене у трговање на регулисано тржиште, односно МТП, понуђач је обавезан да понуди акционарима најмање највишу вредност од следећих вредности: 1) највиша цена по којој је понуђач или лица која са њим заједнички делују стекао акције са правом гласа циљног друштва у последњих 12 месеци пре дана настанка обавезе објављивања понуде за преузимање, укључујући и стицање на основу кога је за понуђача и/или лица која са њим заједнички делују настала обавеза објављивања понуде за преузимање; 2) књиговодствена вредност акција са правом гласа утврђена на основу последњих годишњих финансијских извештаја циљног друштва; 3) процењена фер вредност акција са правом гласа на дан настанка обавезе објављивања понуде за преузимање.

У прилогу документације достављена је потврда Београдске берзе а.д. Београд са подацима о обиму промета, броју трговачких дана и просечној пондерисаној цени, из које се може видети да акције циљног друштва нису биле ликвидне како на дан настанка обавезе објављивања понуде за преузимање, као ни на дан подношења захтева за одобрење објављивања понуде за преузимање.

Процену фер вредности капитала је радило друштво за ревизију БДО д.о.о. Београд.

Увидом у достављену документацију, стручна служба је констатовала документацију коју је потребно изменити у делу који се не односи на део о фер процени вредности акције, док је у вези са елаборатом о процени вредности капитала (у даљем тексту: елаборат), у наведеним сегментима, констатовала следеће: Приликом достављеног иницијалног елабората о фер процени вредности на дан 29.12.2021.године и на 27.5.2024.године, уз достављени захтев понуђача, друштво за ревизију БДО д.о.о. Београд (у даљем тексту: проценитељ), извршило је процену вредности акције на основу методе дисконтованог новчаног тока (ДНТ метода) и на основу те методе исказало вредност приликом иницијалне процене вредности акције где је добијена цена по акцији од 233,26 рсд на да 29.12.2021.године и 334,96 рсд по акцији на дан 27.5.2024.године. Проценитељ је у наведеном елаборату само навео тржишни приступ одређивања цене само као компаративну методу ДНТ методе, где је користио искључиво иностране компаније, без обзира што су добијени показатељи мултипликатора показали да ова метода приказује већу вредност друштва, а самим тим и вредност акције, проценитељ ово није сматрао релевантним. Процена по методи нето имовине друштва није урађена и није исказана у процени. Наведени Елаборат подразумева да садржи применом којих метода је одређена фер вредност акција циљног друштва на дан 29.12.2021.године и на дан 27.5.2024.године, из којих разлога је оправдана примена тих метода, затим детаљно образложење усвојених метода, као и детаљно образложење свих важних претпоставки које су коришћене у примени истих. Наиме, сврха процене фер вредности акција је утврђивање цене по којој је понуђач дужан да упути понуду за преузимање мањинским акционарима.

Чланом 13. став 8. Закона је прописано да уколико приликом одлучивања о захтеву за одобрење објављивања понуде за преузимање, као и њене измене, Комисија утврди одређене неправилности, наложиће понуђачу да уреди захтев и достави документацију која недостаје и утврдиће рок у коме је дужан то да учини.

Будући да је достављена документација у Захтев била непотпуна и неисправна, стручна служба је дана 11.7.2024.године упутила захтев за допуну и измену документације, бр. 1/2-102-1466/4-24, путем електронске поште на имејл адресу darko.tankosic@momentum.rs, односно овлашћене особе за контакт са Комисијом, којим је наложила понуђачу да отклони неправилности наведене у истом и којим је наложила да учини одговарајуће измене поднетог захтева за одобрење објављивања понуде за преузимање акција циљног друштва и документације приложене уз захтев, укључујући и елаборат о процени капитала циљног друштва на дан настанка обавезе објављивања понуде за преузимање акција циљног друштва и на дан подношења захтева од стране понуђача и лица која са њим заједнички делује. У наведеном захтеву стручна служба је тражила допуну и измену следеће документације у којем је оставила рок за допуну документације од 30 (тридесет) радних дана:

1. Доставити потврду Београдске берзе ад Београд за 2021. годину, о просечној цени акције, обиму трговања и броју трговачких дана;
2. Доставити оверене Л.К. за лица са којима понуђач делује заједнички;
3. Доставити финансијске извештаје циљног друштва за 2020.годину;
4. Доставити финансијске извештаје понуђача за 2020.годину;
5. Доставити оригинал или оверену копију доказа о уплати накнаде Комисији;
6. Потребно је урадити комплетну процену по методу нето имовине друштва са комплетном проценом земљишта, објекта, опреме, механизације, фабрике и остале имовине која је у власништву друштва, укључујући и локацију на КО Рупељево Пожега, са наменом експлоатације камена. Доставити комплетан прилог о процени укључујући и лиценцу проценитеља који је вршио процену истих;

7. Потребно је додати период израде процене код усвојене ДНТ методе. Обзиром да је пракса да се поменути метода ради на минимум пет година, процена се мора урадити за следеће временске интервале: прва процена - од 2022-2026(закључно).године и у интервалу од 2025(1.6.2024.)-2029(закључно). године, без преклапања података, односно две одвојене процене, без надовезивања података једне процене на другу;
8. Урадити детаљну пројекцију Биланса стања и Биланса успеха за комплетан период процене;
9. Извршити комплетну анализу пројекције нето обртног капитала друштва и извршити потребне корекције код процене, посебно за 2024.годину;
10. Приликом израде нових интервала процене, извршити корекцију капиталних улагања на пројектован износ од 2.5% за све године пројекције;
11. У пројекцији пословања, која је наведена, а дата на основу плана и пројекције циљног друштва где је планиран раст уз стабилне приходе од 2025 године, наведен је укупан промет од продаје услуга на ниву промета за период 2021-2023. година, а да након тога бележи пројектовани раст. Сходно томе извршити корекцију пројекција за 2024.годину, а где је наведен пад већи од 10% прихода и сходно томе умањена комплетна пројекција за наредне године. Обзиром да је у процени узета днт метода, а наведено је да је друштво у периоду јануар-април 2024.год имало раст већи него у истом периоду претходне године, а пад у једном месецу, мају 2024. који у тренутку процене није био ни завршен, онда је за очекивати раст друштва и његових прихода, што су и наведени планови руководства, а не пад који је дат у процени. Сама пројекције премије за специфични ризик компаније у смањеном износу са 2% на 1% говори о дугорочним позитивним изгледима компаније;
12. Извршити корекцију за износ камате за краткорочну обавезу од повезаног лица, Путеви Инвест, јер је иста евидентирана као позајмица без обавезе камате у званичним финансијским извештајима, потврђеним од стране ревизора;
13. Доставити обрачун резервисања за запослене пројектован за одлазак у пензију, по запосленом;
14. Образложити из ког разлога је Тржишни приступ коришћен само као провера исправности днт методе, а посебно објаснити из ког разлога није узета компарација домаћих предузећа у овој делатности, а који се по потреби користе у процени, него иностраних, кад они показују јасну слику раста ове привредне гране, што проценитељ сам и констатује у процени, реалне резултате остварених зарада и развоја предузећа која послују у њој, а нарочито у периоду који пројектује (државна званична пројекција раста) велики обим изградње, рехабилитације путева и саобраћајница на територији где циљно друштво послује;
15. Детаљно објаснити и извршити потребне корекције за трошкове материјала од 2024.године, који су наведени са пројекцијом од 17,8%, а који су и као такви исказани у периоду 1.1.-27.5.2024.године, док се у наведеној процени овај трошак исказује са преко 37%.
16. Потребно је извршити корекцију стопе приноса на неризична улагања за 27.5.2024.године, у складу са ризиком за 2021.годину, и ускладити је са подацима Управе за јавни дуг где комплетан просек државних хартија од вредности, које су у периоду од 2-25 година, деноминираних у еврима износи 2,42%, за разлику од обвезница које су дате у процени а које су исказане на период од 15 година, а док се сама пројекција ради на период од 5 година;
17. Доставити линк и табелу са релевантним подацима, из којих се могу констатовати износи за утврђивање бета коефицијента и финансијске полуге и комплетну рачуницу за оба износа;
18. Потребно је извршити корекцију премије за ризик улагања у акције за развијене земље, за 2024.годину, јер је након анализе података утврђена стопа, укључујући и Дамодаран базу, нижа од оне која је узета у пројекцији процене, стављена је стопа за целу Еврозону;
19. Потребно је извршити корекцију цене позајмљеног капитала у процени, јер након анализе истих долазимо до ниже каматне стопе, обзиром да се друштво задужује у еврима, извор НБС, камате ван дохвата руке;
20. Извршити проверу и корекцију учешћа капитала у изворима финансирања, доставити рачуницу износа, како је ово утврђено;
21. Исказати комплетну рачуницу-обрачун методе дисконтовања новчаног тока, а где се може видети на који начин је вреднована стопа раста у резидуалу (табеле 18-20, 23-25). Ускладити све корекције у овом обрачуну у складу са претходним изменама;
22. Доставити преглед уговорених и изведених радова за период од 2024.године;
23. Ускладити све измене са текстом Понуде и Скраћеним текстом;
24. Ускладити Гаранцију за извршење плаћања са корекцијама и предајом документације;

Понуђач је дана 21.8.2024.године доставио допуну тражене документације.

Увидом у достављену измену и допуну документацију и друге расположиве податке достављене, а у вези са захтевом за допуну документације бр. 1/2-102-1466/4-24 од 11.7.2024. године, Комисија констатује, да је део допуне документације, који се не односи на елабората о процени фер вредности акције, достављен у складу са Законом и Правилником, док се у делу измене и допуне документације која се односи на елаборат о фер процени вредности акција, а у вези са предметним захтевом за допуну документације, у складу са чланом 20. став 2. тачка 8) Закона и члана 4. став 4. тачка 13) и члана 7. Правилника, констатује следеће:

- У вези са тачком 6. захтева за допуну документације (анализа методе нето имовине процене капитала), оцењено је да проценитељ није доказао да је користио адекватне мере процене приликом вредновања каменолома Рупељево и става смо да је исти проценио на неколико пута мању вредност од онога што је наведено у елаборату. У елборату проценитељ овај каменолом посматра као издвојену пословну јединицу

друштва где доставља податке о раду односно експлоатацији каменолома на годшњем нивоу, где наводи да је у 2023. години извршена производња и испорука 168.840,70 тона од тога 140.694 тона каменог агрегата и 28.149 тона јаловине, уз степен искоришћености машина од 65% и где наводи да је цена каменог агрегата по тони 6,94 евра и 2,89 евра цена јаловине по тони, док је каменолом остварио приход од 138.481.813,91 динара (1.183.605,00 евра). У самом елаборату доставља се податак да резерве минералних сировина, односно каменог агрегата, са стањем на 31.12.2023. године, износе 10.174.114 тона (60 пута више од годишње експлоатације) или могућност експлоатације, у периоду од 60 година и као такав податак не користи да искаже укупну вредност каменолома што је и обавеза проценитеља да искаже вредност имовине, већ податке исказује кроз годишњи рад и приход каменолома и исказује процењену вредност каменолом на 1.321.527 евра. У склопу елабората проценитељ наводи оглас каменолома на продају, удаљен око 30-40 километара од рудника Рупељево, који није у експлоатацији, са укупном резервом каменог агрегата од 400.000 м³ (метар кубни) по цени од 1 евра за м³, односно 0,37 евра по тони, напомињемо да је 1 (један) м³ каменог агрегата 2,69 тона, док би само по овом примеру каменолом Рупељево вредео 3.782.199,00 евра, док наводимо да је тржишна цена каменог агрегата по којој се продаје 6,94 евра по тони. Додатно у вези са овом тачком је и податак да и поред умањене процене каменолома, где проценитељ по овој методи добија највећу вредност капитала друштва у елаборату, такву не узима као највећу приликом процене, него користи аритметичку средину добијене три вредности.

- У вези са тачком 12. захтева за допуну документације (анализа ДНТ методе процене капитала), проценитељ није доказао да је користио адекватне рачуноводствене стандарде приликом књижења позајмице од повезаног лица Путева Инвест д.о.о. Ужице, чији је власник Весна Мићић 99,99%, повезано лице са понуђачем, где у одговору Комисији, а који је достављен из допуну документације и измењен елаборат о фер процени вредности капитала, а у вези са тачком 12. захтева за допуну, наводи како је иницијална позајмица од Путева Инвест д.о.о. Ужице иницијално била одобрена као бескаматна, да би 2016. године био покренут поступак извршења због наплате ове позајмице и наводи да су затезне камате биле књижене од 2016. године до 2021. године на конту 4609 са књижним задужењима. У 2021. години потписан је Анекс 5. Уговора о зајму којим се на одобрене зајмове обрачунава камата ван дохвата руке за 2022. годину, да би Анексом 6. коначно било дефинисано да се зајам у новцу даје као бескаматна позајмица. На овај начин циљно друштво од 2022. године не књижи трошкове камате по основу зајма од Путева Инвест д.о.о. Ужице, нити је било промена односно плаћања раније обрачунатих камата. У вези са наведеним, а на основу анализе ситуације и исказа о уговорним обавезама друштва, сматрамо да признавање обавеза по основу затезне камате на бескаматну позајмицу није основано и није у складу са доследном применом рачуноводствене политике накнадног вредновања. Наиме, у основном уговору, као и у анексу, изричито је потврђено да је позајмица бескаматна, те признавање затезне камате у финансијским извештајима друштва доводи у питање усклађеност са рачуноводственим стандардима и правилима. Са аспекта регулативе и Закона о облигационим односима, затезна камата може бити обрачуната у случају кашњења у испуњењу новчане обавезе, али се са рачуноводственог становишта, обавеза по основу камате не може признавати у финансијским извештајима уколико она није уговорена нити јасно одређена као део обавеза предузећа. Обзиром на то да је у уговору јасно наведено да је позајмица бескаматна, друштво није у обавези да евидентира затезне камате као део својих обавеза, осим у случају да постоји правни основ, који би подразумевао покретање судског или другог поступка којим би се ово питање регулисано.

- У вези са тачком 14. захтева за допуну документације (анализа тржишног приступа процене капитала), проценитељ није доказао разлог зашто исказује тржишне параметре ЕБИТДА (просек од 7,5%) иностраних компанија, приликом упоређивања тржишне методе са ДНТ методом, док у самој анализи тржишта у елаборату наводи податке и ЕБИТДА (просек од 15,98%) маржу домаћих компанија, у којој идентификује девет домаћих компанија са којима пореди циљно друштво и где наводи да су је ЕБИТДА код домаћих компанија, које послују у индустрији где и циљно друштво виша него код иностраних. Исто тако даје поређење закључно 2021. година у односу на 2023. годину где се види раст прихода домаћих компанија које послују у овој индустрији. Разлог не коришћења домаћих путарских компанија у тржишној методи наводи податак да се са истим не тргује на Београдској берзи. У вези са овим напомињемо да је промет хартије (трговање) циљног друштва од 21.9.2021. године, у којем се гледа трговање у последње три године на Београдској берзи а.д. Београд, па до 12.1.2024. године било укупно 2 (два) трговања на берзи акцијама циљног друштва, што свакако говори о аргументу листираних хартија и трговању истих. На овај начин проценитељ није доказао да је користио адекватне мере, приликом одабира одговарајућих параметара, у тржишној методи процене, будући да је имао приступ, путем домаћих јавних база, да израчуна све параметре у односу на домаће путарске компаније.

- У вези са тачком 16. захтева за допуну документације (анализа ДНТ методе процене капитала), проценитељ у достављеној документацији није доказао коришћење адекватне стопе приноса на неризична улагања као што је тражено у захтеву за допуну документације, где је захтевано да податке усклади са званичним подацима Министарства финансија, Управе за јавни дуг, то јест са стопама приноса и оригиналном рачуносношћу државних обвезница номинисаних у еврима у складу са периодом израде процене, где је наведен просек од 2,42% за 2024. годину. У иницијалном елаборату проценитељ користи податак Народне банке Србије о емисији еврообвезнице на период од 15 година, емитоване 2021. године, и за њу накнадно рачуна стопу приноса за 2021. годину (2,80%) и 2024. годину (5,27%), док у измењеној процени користи податке Управе за трезор, Министарства финансија, где наводи податке емисије обвезнице издате на 20 година, емитоване 2020. године, са којом се тргује на ванберзанском тржишту, а које је децентрализовани систем секундарног трговања изван регулисаног тржишта, које нема организатора тржишта и који подразумева директно преговарање између продавца и купца финансијских инструмената, и за њу, као такву, наводи просечне

приносе за 2021.годину (2,67%) и 2024.годину (5,03%), а самим тим ставља и већу камату задужења која директно утиче на крајњу процену вредности капитала друштва.

- У вези са тачком 19. захтева за допуну документације (анализа ДНТ методе процене капитала), оцењено је да проценитељ није доказао да је користио адекватну документацију и могућности приликом анализе цене позајмљеног капитала у процени, где наводи да су за ову процену коришћени подаци Народне банке Србије: „Каматне стопе банака на кредите одобрене становништву и нефинансијском сектору, по врсти, рочности и наменама – новоодобрени послови“ и где наводи да је камата по којој се друштво задужује 7,47%. Увидом у достављену измену елабората, приликом обрачуна ДНТ методе, проценитељ јасно наводи да је претпоставка да ће се друштво задужити у укупном износу од 690 хиљада евра, и то Кредит 1. у 2024. години у износу од 250 хиљада евра са роком отплате од 2 године и каматном стопом од 6,5%. Кредит 2. у 2025. години од 320 хиљада евра са роком отплате од 2,5 година и каматном стопом од 6,5% и Кредит 3. у 2026. години од 120 хиљада евра са роком отплате од 3 године и каматном стопом од 6,5%. На овај начин, користећи камату од 7,47% приликом обрачуна ДНТ методе, проценитељ је директно утицао на сам обрачун вредности капитала јер није користио дугорочне пројекције циљног друштва, а које сам наводи у тексту елабората.

Комисија, увидом у измену достављеног елабората констатује, да је проценитељ навео да је приликом поновне процене капитала друштва определио да користи сва три приступа процене капитала (ДНТ метод, тржишни метод и метод нето имовине) приликом процене и да закључак донесе на бази просека (аритметичке средине) резултата, где истиче да применом сва три приступа добија робуснији и свеобухватнији закључак о процени капитала, где добија вредности од 329,63 рсд на дан процене 29.12.2021.године и 421,68 рсд на дан процене 27.5.2024.године, без обзира на чињеницу, коју и сам констатује у елаборату, да је највећу вредност добио по принципу нето имовине друштва од 449,00 рсд, а за коју смо става да није адекватно утврђена и процењена. Сходно наведеном коришћење аритметичке средине из ових приступа за доношење коначног закључка није увек препоручљиво и може бити проблематично из неколико разлога. Различите применљивости приступа нису увек једнако релевантне за одређену ситуацију. На пример, метод нето имовине може бити применљивији за компаније које имају значајну имовину, док је ДНТ метод често применљивији за компаније са очекиваним стабилним приходом раста, док упоредни може бити проблематичан уколико нема довољно релевантних компанија за поређење. Закључак се у пракси доноси на бази детаљне анализе резултата из различитих приступа, а не искључиво на аритметичком просеку. На основу извршене анализе, сматрамо да фер процена капитала није спроведена на адекватан начин. Примена све три методе, уз доношење закључка на основу аритметичке средине довела је до искривљених и непозданих података. Различита релевантност ових приступа, као и њихова применљивост у конкретном случају, нису адекватно узети у обзир, чиме је нарушена поузданост укупне процене. Надаље, није јасно која је тежина додељена сваком приступу у конкретном случају, те се не можемо уверити у исправност процењеног износа. Исто тако напомињемо да је проценитељ сам констатовао у допису достављеном Комисији да није уверен, односно да је пројекција пословања друштва за 2024.годину превише оптимистична и да подразумева надпросечну профитабилност друштва. Овим се процена капитала по ДНТ методу доводи у питање и као таква се мора узети са резервом. Због наведених фактора, сматрамо да процењени износ капитала није веродостојан и да не представља реалну слику вредности истог.

Комисија скреће пажњу на следеће одредбе закона:

Чланом 5. став 1. Закона прописано је да је успостављање односа заједничког деловања из члана 4. овог закона изједначено је са стицањем акција с правом гласа, док је ставом 3 истог члана прописано да кад обавеза објављивања понуде за преузимање настане успостављањем односа заједничког деловања из члана 4. овог закона или у случају кад једно од лица која заједнички делују стекне акције тако да тим стицањем настане обавеза објављивања понуде за преузимање, свако од тих лица обавезно је да објави понуду за преузимање под условима и на начин одређен овим законом, а сматра се да је обавеза објављивања понуде за преузимање испуњена ако понуду објави било које од лица која заједнички делују.

Сагласно члану 10. Закона акције понуђача и акције лица која с њим заједнички делују, од дана објављивања обавештења о намери преузимања до дана објављивања извештаја о преузимању, не дају право гласа у циљном друштву.

Чланом 13. Закона, између осталог, прописано је следеће: да је понуђач обавезан да у року од 15 радних дана од дана настанка обавезе објављивања понуде за преузимање поднесе Комисији захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање, саму понуду, скраћени текст понуде, текст обавештења о намери за преузимање и исправе из члана 20. став 2. овог Закона, да ће Комисија о захтеву из става 1. овог члана донети решење у року од десет радних дана од дана пријема уредног захтева и о томе обавестити Централни регистар, да изузетно од става 2. овог члана, када Комисија сарађује са органима надлежним за заштиту конкуренције, спречавање прања новца и другим органима, а ради спречавања поремећаја на тржишту капитала у Републици, рок за доношење решења за одобрење захтева за објављивање понуде за преузимање се може продужити до десет радних дана, од дана пријема уредног захтева, да је понуђач дужан да Комисији поднесе захтев за одобрење објављивања измене понуде за преузимање, најкасније три радна дана пре истека рока трајања понуде, да Комисија доноси решење о поднетом захтеву за одобрење објављивања измене понуде за преузимање у року од два радна дана од дана пријема уредног захтева и о томе обавештава Централни регистар. Решења из ст. 2. и 5. овог члана Комисија доноси када утврди: 1) потпуност и веродостојност података из понуде за преузимање и исправа поднетих уз захтев за одобрење објављивања понуде, у складу са чланом 20. овог закона; 2) да је цена у понуди за преузимање утврђена у складу са овим законом; 3) да је понуђач у случају измене понуде у циљу повећања цене осигурао средства за подмирење, у складу са чланом 16. овог закона.

Обавезна садржина понуде за преузимање прописана је чланом 20. Закона, којим је, у ставу 2 тачка 8) прописано да је понуђач обавезан да, уз понуду коју доставља Комисији, приложи у оригиналу или овереној копији и елаборат о процени фер вредности акција циљног друштва, урађен од стране независног овлашћеног ревизора са последње објављене листе ревизора коју утврђује Комисија, у ситуацији када акције нису ликвидне, сходно члану 22. став 3, односно став 6. овог закона, при чему се фер вредност акција циљног друштва процењује на дан настанка обавезе објављивања понуде за преузимање, а у случају из члана 22. став 6. овог закона додатно и на дан подношења захтева.

Чланом 37. став 1. алинеја друга Закона прописано је да понуђач, односно стичалац и лица која делују заједнички са понуђачем не могу остварити право гласа из свих стечених акција циљног друштва у случају када Комисија одбије или одбаци захтев за одобрење објављивања понуде за преузимање, од дана коначности решења којим се одбија или закључка којим одбацује исти захтев, до дана пријема решења којим Комисија одобрава објављивање понуде за преузимање.

Чланом 41. став 6. Закона је прописано да Комисија у решавању у управним стварима сходно примењује одредбе закона о општем управном поступку, осим ако овим законом није другачије одређено.

Чланом 43. Закона је прописано да су акти које доноси Комисија коначни, а да против аката Комисије незадовољна страна може покренути управни спор.

Чланом 7. став 5. тачка 2) Правилника прописано је да је у елаборату о процени фер вредности акција циљног друштва потребно навести детаљно образложење усвојених метода процене и свих важних претпоставки које су коришћене у примени истих.

Чланом 5. став 3. Правилника о тарифи („Службени гласник РС“, бр. 16/2012, 50/2012, 57/2012-испр, 68/2012, 14/2013, 78/2019, 75/2020, 78/2020, 92/2021, 96/2021-исправка, 55/2023, 88/2023 и 88/2023-исправка) прописано је да се накнаде које се уплате у складу са тарифником не враћају уколико је захтев узет у рад од стране стручне службе Комисије.

Имајући у виду све напред наведене чињенице, које су утврђене на основу достављене документације и допуна, Комисија је одлучила као у тачки 1. диспозитива овог решења, јер је оцењено да се Комисија није уверила да се понуђена цена по акцији може сматрати фер, тржишном вредношћу акција утврђеном на дан настанка обавезе и на дан подношења захтева, те да цена у понуди за преузимање акција циљног друштва није утврђена у складу са чланом 13. став 6. тачка 2. Закона. У конкретном случају, а на основу захтева за допуну документације, понуђач није доказао да је поступио у складу са Законом и да није утврдио јединствену фер цену акције у складу са чланом 20. став 2. тачка 8. Закона и чланом 7. став 5. Правилника, а што му је била законска обавеза, а нарочито имајући у виду да проценитељ, приликом иницијале израде процене вредности капитала није користио метод нето имовине за процену вредности капитала друштва, а да затим у измени и допуни елабората поменути методу није користио као метод највеће добијене вредности. Недостатак иницијалне процене целокупне имовине циљног друштва доводи у сумњу да ли су у међувремену обухваћени сви релевантни елементи имовине друштва, као и недовољна увереност у тачност приказаних података, не омогућавају да се са потпуном сигурношћу прихвати достављена процена као веродостојна и потпуна.

Сходно наведеном Комисија је применом напред наведених одредби оценила да нису испуњени Законом и Правилником прописани услови за одобрење објављивања понуде за преузимање акција и одлучила као у диспозитиву овог решења.

Комисија је у овој управној ствари непосредно одлучила, на основу члана 104. став 1. тачка 1) Закона о општем управном поступку („Службени гласник РС“ бр. 18/2016 и 95/2018 – аутентично тумачење и 2/2023-одлука УС), јер је чињенично стање утврђено на основу чињеница и доказа које је сама странка изнела у захтеву.

Упутство о правном средству:Против овог решења не може се изјавити жалба већ се може покренути управни спор, подношењем тужбе Управном суду, Немањина 9, 11000 Београд, у року од 30 дана од дана достављања решења, уз прилагање доказа о плаћеној судској такси сходно Закону о судским таксама („Сл. гласник РС“, бр. 28/94, 53/95, 16/97, 34/2001-др. закон, 9/2002, 29/2004, 61/2005, 116/2008-др. закон, 31/2009, 101/2011, 93/2012, 93/2014, 106/2015 и 95/2018).

ПРЕДСЕДНИК КОМИСИЈЕ



Марко Јанковић