

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET U RIJECI
RIJEKA

**Razmatranje oporezivanja kapitalne dobiti od investiranja
fizičkih osoba u Republici Hrvatskoj**

SEMINARSKI RAD

RIJEKA, 2007.

SVEUČILIŠTE U RIJECI
EKONOMSKI FAKULTET U RIJECI
RIJEKA

**Razmatranje oporezivanja kapitalne dobiti od investiranja
fizičkih osoba u Republici Hrvatskoj**

SEMINARSKI RAD

Kolegij : E-Porezni sustavi Hrvatske i europskih zemalja

Postdiplomant : Saša Aksentijević

Broj indeksa : 005870

Specijalistički studij : Inteligentno elektroničko poslovanje

RIJEKA, rujan, 2007.

SADRŽAJ

1.	Uvod.....	4
1.1	Problem, predmet i objekt istraživanja.....	4
1.2	Radna hipoteza.....	4
1.3	Svrha i ciljevi istraživanja.....	4
1.4	Metode istraživanja.....	5
1.5	Struktura rada.....	5
2.	Opće razmatranje poreznog sustava Republike Hrvatske.....	7
2.1	Porezni oblici u Republici Hrvatskoj.....	7
2.2	Ukidanje zaštitne kamate.....	8
2.3	Porezne reforme i promjene u Republici Hrvatskoj.....	9
2.4	Porez na dividende.....	11
3.	Institucije u procesu investiranja u Republici Hrvatskoj.....	12
3.1	HANFA.....	12
3.2.	Središnja depozitarna agencija.....	12
3.3	Porezna uprava.....	13
4.	Ekonomsko-političke odrednice investiranja fizičkih osoba u Hrvatskoj od početka 90-tih godina 20. stoljeća.....	15
4.1	Uloga banaka.....	15
4.2	Investiranje u stambenu štednjku i mirovinska osiguranja.....	15
4.3	Investiranje putem investicijskih fondova.....	16
4.4	Direktno investiranje na Zagrebačkoj burzi.....	17
4.5.	Direktno investiranje na Varaždinskoj burzi.....	18
4.6	Direktno investiranje na burzama izvan države.....	19
5.	Ekonomsko-investicijska klima u Republici Hrvatskoj.....	21
6.	Oporezivanje kapitalne dobiti – iskustva drugih zemalja.....	24
7.	Postojeći prijedlozi oporezivanja kapitalne dobiti.....	27
8.	Prijedlog	33
9.	Dodatak.....	37
10.	Literatura.....	39

1. UVOD

1.1 Problem, predmet i objekt istraživanja

Od početka 2004 godine do kraja 2005 godine dionički indeks CROBEX kojim se mjeri kretanje cijena na Zagrebačkoj burzi porastao je s 1000 na 2000 bodova, odnosno zabilježio je rast od gotovo 100 %. Od kraja 2005 godine do ljeta 2007 godine, nakon pozitivnog avisa Europske unije Hrvatskoj, dionički je indeks narastao s 2000 na razinu od 5000 bodova, odnosno zabilježio je rast od 500 % u tri i pol godine.¹

U tom periodu dogodilo se nekoliko značajnih korporativnih akcija koje su na burzovno trgovanje i investiranje u investicijske fondove skrenule pažnju pojedinačnih investitora koji su u prošlosti tradicionalno ulagali u konzervativne i praktično jedine dostupne vidove ulaganja, točnije razne vidove bankovne oročene štednje.

Problem istraživanja određen je situacijskom problematikom pred kojom se nalazi zakonodavac u Hrvatskoj uslijed političkih i predizbornih pritisaka. Naime, u Hrvatskoj ne postoji porez na kapitalnu dobit niti porez na kamate. Predmet istraživanja su potreba i eventualni modus uvođenja poreza na kapitalnu dobit. Objekt istraživanja je način na koji bi se mogla evaluirati potreba i oportunitet uvođenja poreza na kapitalnu dobit kako ne bi došlo do poremećaja na tržištu i kako bi Hrvatska i dalje ostala atraktivna za investitore, uvažavajući trenutačni ekonomski, politički i razvojni trenutak te približavanje Europskoj uniji.

U ovom radu neće se razmatrati tržište novca i obveznica na kojima su glavni suvjeti institucionalni investitori, osobito mirovinski fondovi čija je struktura ulaganja diktirana od strane zakonodavca i usmjerena ka dugoročnim ulaganjima. Većina naglaska bit će dana na dioničko tržište, te instrumente štednje i ulaganja koje najčešće koriste mali investitori – fizičke osobe.

1.2 Radna hipoteza

Kod donošenja odluke o oporezivanju kapitalne dobiti trebalo bi se voditi ekonomskom logikom i modelima, a ne dnevnapoličkim kriterijima. Postojeći predloženi modeli oporezivanja kapitalne dobiti su neadekvatni jer su pristrani, nestručni, ne vode brigu o osnovnim čimbenicima koje bi trebalo uzimati u obzir kada se analizira tako opsežan sistemski zahvat kao što je uvođenje novog poreza i intervencija na finansijskom tržištu i nemaju temelje u neovisnoj analizi. Osnovni kriteriji pri donošenju odluke o uvođenju ili neuvođenju poreza moraju biti oportunitet te neugrožavanje konkurentnosti i stabilnosti tržišta kapitala u Hrvatskoj koje se nalazi u svojim povojima.

1.3 Svrha i ciljevi istraživanja

Osim problema, predmeta i objekta istraživanja te radne hipoteze, definirani su i svrha i ciljevi istraživanja ovoga seminarinskog rada.

Svrha istraživanja je sistematizacija vlastitih zapažanja o stanju hrvatskom tržištu kapitala s jedne strane i inicijativama za uvođenjem kapitalne dobiti s druge strane. Autor nije

¹ <http://www.kapital-plus.net/?Indeksi/CROBEX> (14.07.2007.)

svojim osnovnim zanimanjem direktno vezan uz poreznu problematiku, tako da je ova prigoda dobrodošla da se dodatno prouči hrvatski porezni sustav, ali i iskustva drugih zemalja regije, Europske unije i OECD-a kada je kapitalna dobit u pitanju.

Cilj istraživanja je na razložan način dati prijedlog metoda koje bi trebalo koristiti prvo pri donošenju odluke o tome treba li uopće oporezivati kapitalnu dobit u Hrvatskoj, a zatim, ukoliko je na temelju stručne analize odlučeno da je porez potrebno uvesti, na što sve treba paziti kako bi se nastup čimbenika sistemskog rizika po tržište kapitala ugradio u cijene na čim bezbolniji način i kako bi se način obračuna poreza prilagodio realitetu hrvatskog investitorskog miljea.

U radu se daju odgovori na sljedeća pitanja:

- koje su glavne institucije u Republici Hrvatskoj koje sudjeluju u protoku kapitala i investicijskoj aktivnosti
- koja je uloga Zagrebačke i Varaždinske burze te investicijskih fondova i banaka na investicijskom tržištu Hrvatske
- kakva je ekonomski i politička situacija u Republici Hrvatskoj u ljetu 2007 godine te koje su povijesne zasade na kojima je nikla sadašnja investicijska industrija
- koji su prijedlozi oporezivanja kapitalne dobiti izneseni u javnost
- kako bi trebalo donijeti odluku o oporezivanju kapitalne dobiti
- ukoliko se doneše odluka o oporezivanju kapitalne dobiti, koji su čimbenici kojima bi se trebalo voditi pri određivanju postotka poreza na kapitalnu dobit i olakšica pri oporezivanju

1.4 Metode istraživanja

Pri izradi ovoga rada korištene su sljedeće metode istraživanja u odgovarajućim kombinacijama: metoda analize i sinteze, induktivna i deduktivna metoda, metoda klasifikacije, metoda kompilacije te metoda generalizacije.

1.5 Struktura rada

Tematika istraživanja ovoga rada prezentirana je u osam međusobno povezanih dijelova.

U prvom dijelu, uvodu, definirani su problem, predmet i objekt istraživanja, radna hipoteza, svrha i ciljevi istraživanja, navedene su znanstvene metode koje su korištene pri izradi rada, te na kraju obrazložena struktura rada.

Opće razmatranje poreznog sustava Republike Hrvatske naslov je drugog dijela rada. U njemu je objašnjeno kako je nominalno ustrojen porezni sustav, te koji porezni instrumenti s jakim utjecajem na tržište kapitala su postojali prije poreznih reformi. Radi se prvenstveno o zaštitnoj kamati koja se primjenjivala na porez na dobit tvrtke, te o porezu na isplaćene dividende.

Treći dio ima naslov "Institucije u procesu investiranja u Republici Hrvatskoj". U ovom dijelu su navedene institucije koje reguliraju i sudjeluju u procesu investiranja u Hrvatskoj a u slučaju razmatranja uvođenja poreza na kapitalnu dobit, odigrale bi važnu ulogu ne samo kod prikupljanja podataka potrebnih za analizu oportunitosti takvog poteza, nego i kasnije, kod nadzora i samog procesa prikupljanja poreza.

Ekonomsko-političke odrednice investiranja fizičkih osoba u Hrvatskoj od početka 90-tih godina 20. stoljeća je naslov četvrtog dijela ovog seminara. U njemu je prikazana uloga banaka u štednji i investiranju u Republici Hrvatskoj, razvoj investiranja u stambenu štednju te mirovinska osiguranja, te je dan poseban osvrt na nagli razvoj investicijskog segmenta otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova i direktno investiranje fizičkih osoba na burzama vrijednosnica unutar i izvan države.

Peto poglavlje se zove Ekonomsko-investicijska klima u Republici Hrvatskoj, a u njemu je opisan društveni, ekonomski i politički okvir u kojem se uproljeće i ljetu 2007 godine nalazi država, u trenutku u kojem je predloženo uvođenje poreza na kapitalnu dobit.

Naslov šestog dijela je Oporezivanje kapitalne dobiti – iskustva drugih zemalja, u kojem se analizira način na koji su druge države Europske unije i OECD-a regulirale ovu problematiku.

Sedmo poglavlje rada naziva se Postojeći prijedlozi oporezivanja kapitalne dobiti, a u njemu se daje kritički osvrt na nedovoljno stručne prijedloge vezano uz oporezivanje kapitalne dobiti koji su se u proljeće i ljetu 2007 pojavili u javnosti kao dio političke predizborne kampanje pojedinih stranaka.

Zadnji dio seminara je Prijedlog koji sadrži prijedlog svih čimbenika koje treba analizirati tijekom procesa analize ove problematike, a u kojem se ujedno zaokružuje dokazivanje radne hipoteze.

2. Opće razmatranje poreznog sustava Republike Hrvatske

Hrvatski porezni sustav usklađen je s europskim načelima, u kojima je izjednačen položaj svih poreznih obveznika, tj. domaćih i stranih fizičkih i pravnih osoba.

Prema definiciji, porez je dio dohotka i imovine koji država oduzima za svoje potrebe od fizičkih i pravnih osoba, bez neposredne protučinidbe. Porezni sustav obuhvaća sve vrste poreza, doprinosa i taksi, a poreznu politiku čine mjere i propisi potrebni za razrez poreza i prikupljanje prihoda.

Porezni sustav RH tradicionalno se sastojao od:

- izravnih poreza - svi oblici oporezivanja fizičkih i pravnih osoba i
- neizravnih poreza - porez na promet proizvoda i usluga.

Poreznom reformom 1993/94. napušten je cedularni², a uveden je sintetski porez na dohodak (od nesamostalnog rada, od samostalne djelatnosti te od imovine i imovinskih prava), sa stopama koje ovise o plaći poreznog obveznika, s pravima na osobne odbitke i mogućnošću da se porezni obveznik koji obavlja djelatnost odluči za porez na dohodak ili porez na dobit.

2.1 Porezni oblici u Republici Hrvatskoj

Važećim poreznim sustavom utvrđeni su sljedeći porezni oblici:³

- porez na dobit,
- porez na dohodak,
- porez na dodanu vrijednost,
- posebni porezi - akcize: za naftu i naftne derive, duhanske prerađevine, alkohol, bezalkoholna pića, pivo, kavu, osobne automobile i ostala motorna vozila, plovila i zrakoplove, luksuzne proizvode, porez na premije osiguranja od automobilske odgovornosti
- porez na promet nekretnina,
- naknade za priređivanje igara na sreću,
- određene vrste poreza koji su prihod jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave.

Prema kriteriju uprihođenja, odnosno prema korisniku poreznog prihoda, porezni sustav u Republici Hrvatskoj prepoznaće državne poreze, županijske poreze, gradske ili općinske poreze te zajedničke poreze.⁴

Državni porezi su:

1. Porez na dodanu vrijednost
2. Posebni porezi – akcize

² Blažić, Helena, „Usporedni porezni sustavi“, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2006, str. 21

³ http://hr.wikipedia.org/wiki/Porezni_sustav_RH (23.07.2007.)

⁴ http://www.pu.mfin.hr/porezi/v_poreza.asp?id=b02d1 (24.07.2007.)

Županijski porezi su:

1. Porez na nasljedstva i darove
2. Porez na cestovna motorna vozila
3. Porez na plovila
4. Porez na automate za zabavne igre
5. Porez na korištenje javnih površina
6. Porez na neobrađeno obradivo poljoprivredno zemljište
7. Porez na nekorištene poduzetničke nekretnine
8. Porez na neizgrađeno građevinsko zemljište

Gradski ili općinski porezi su:

1. Pritez porezu na dohodak
2. Porez na potrošnju
3. Porez na kuće za odmor
4. Porez na tvrtku ili naziv
5. Porez na korištenje javnih površina

Zajednički porezi su:

1. Porez na dobit
2. Porez na dohodak
3. Porez na promet nekretnina

Naknade za priređivanje igara na sreću su:

1. Naknada za prigodno jednokratno priređivanje lutrijskih igara
2. Naknada za priređivanje igara na sreću – igre u casinima
3. Naknada za priređivanje igara na sreću – kladioničke igre
4. Naknada za priređivanje igara na sreću na automatika
5. Propisana uplata priređivača nagradnih igara u korist hrvatskog Crvenog križa

2.2 Ukipanje zaštitne kamate

U sustavu oporezivanja dobiti od 1994. do 2001. porezna stopa iznosila nominalno 35%, ali je zbog instituta zaštitne kamate ona efektivno iznosila svega nekoliko postotaka, različito za svakog poreznog obveznika, ovisno o odnosu visine uloženog kapitala i ostvarene dobiti prije poreza. Institut zaštitne kamate ocjenjivan je izrazito visokim ocjena od strane domaće i strane stručne javnosti kao originalan instrument. Tijekom izrade porezne reforme, inicijalno se planiralo da se samo nominalno promijeni njezin iznos, no na kraju je doslo do potpunog ukidanja.

Zaštitna kamata je svojevrsna porezna olakšica u postupku oporezivanja poduzetničke dobiti, na način da se valorizira (priznaje) "cijena uloženog kapitala" u poslovnom procesu (pothvatu), uz utvrđenu stopu od 5 %. Namjera uvođenja ovoga, svakako stimulativnog instrumenta za poticanje novih i većih ulaganja, potpuno je logična ima li se u vidu stanje u kojemu se nalazilo hrvatsko gospodarstvo početkom 90-tih godina, a netko s višim kriterijima i standardima bi rekao - i danas.

Zaštitna kamata obračunava se na ukupni vlastiti kapital iskazan u bilanci, a ne samo na temeljni (upisani) kapital. Time se, dakako, postiže i indirektni učinak, jer se destimulira isplata ostvarene neto dobiti i njena alokacija u osobnu potrošnju. Prema tome, ostvarena neto dobit, ako ostane u društvu i uključi se u poslovni ciklus, "proizvodi" veću zaštitnu kamatu, odnosno veću poreznu olakšicu u odnosu na postignuti poslovni rezultat.

Dakle, izračunata kamata po stopi od 5 % (3 % do 1995. godine) na uloženi kapital (vlasničku glavnicu), predstavljala je odbitnu stavku polazne porezne osnovice u postupku utvrđivanja konačne porezne obveze gospodarskog subjekta. Odnosno, dva poduzetnika, koji su ostvarili jednak iznos poduzetničke dobiti (razlike ukupnih prihoda i ukupnih rashoda), imat će različitu poreznu obvezu, ovisno o odnosu između iznosa uloženog ukupnog kapitala u obračunskom razdoblju.

Instrument je bio logičan i razumljiv, kako stručnjacima, tako i široj javnosti, jer je u svezi s poreznim statusom kamata na štednju, iako su uporni predlagачi njegova ukidanja tvrdili suprotno. Naime, u našem poreznom sustavu kamate na štednju u bankama nisu bile oporezive, a nisu ni sada, pa je analogno rješenje za uloženi kapital u poduzetničke svrhe bilo logično i "pravedno". Jednako se tako i tretman tzv. kapitalnih dobitaka mora "povezati" sa tretmanom oporezivanja kamata. Sukladno rečenom, moglo bi se ustvrditi da zaštitna kamata i nije bila neka posebna olakšica, već samo način valorizacije uloženog kapitala, odnosno njegovo izjednačavanje s poreznim statusom kamata na štednju.

Zaštitna kamata, kao zanimljiv instrument poticanja gospodarske aktivnosti, imao je i dodatne posredne ekonomske efekte, poput potencijalnog povećavanja zaposlenosti, pošto je stimulirao poduzetnike da ulažu novac u proširenje poslovne aktivnosti što je direktno zahtijevalo otvaranje novih radnih mjesta. Ukipanjem zaštitne kamate, a s obzirom na činjenicu da su kamate na štednju bile i ostale neoporezive, postavilo se pitanje zašto bi poduzetnik ulagao u razvoj poslovne aktivnosti ako može ostvariti stimulativnu kamatu koja je uz to i neoporeziva? Zaštitna kamatna stopa favorizirala je poslovanje i reinvestiranje nauštrb rentnog prinosa kapitala ili usmjeravanja kapitala u osobnu potrošnju. Nažalost, u završnoj fazi usvajanja novoga poreznog sustava, došlo je do potpunog ukidanja zaštitne kamate, što je znacilo veliku promjenu za tisuće poreznih obveznika. Ovu promjenu najveći dio stručne javnosti ocijenio je pogrešnim i suprotnim temeljnim makroekonomskim ciljevima.⁵

2.3 Porezne reforme i promjene u Republici Hrvatskoj

Jezgru hrvatskog poreznog sustava danas čine četiri zakona: Zakon o porezu na dodanu vrijednost, Zakon o porezu na dobit, Zakon o porezu na dohodak i Opći porezni zakon. Opći porezni zakon na snazi je od 2001. i neizmijenjen do danas, dok je Zakon o porezu na dohodak iz 1994. značajnije mijenjan dva puta u dva segmenta: jedno je 2001. povećanje broja poreznih razreda i uvođenje gornje porezne stope na 45%, što je zahvatilo mali broj poreznih obveznika te uvođenje poreza na dividendu po stopi od 15%.

Time je prvi put od Velike porezne reforme iz 1994. uvedeno dvostruko oporezivanje ulagača, jednom u sustavu oporezivanja dobiti (20%) i drugi put u sustavu oporezivanja dohotka (15%), odnosno agregatno 32%. Općenito, reforma iz 2001. godine donijela je za ulagače višestruko povećanje poreznog tereta.

⁵ <http://www.rifin.com/root/tekstovi/tekst.cgi?id=572> (05.08.2007.)

Reformom iz 2001. nominalna stopa poreza na dobit smanjena je s 35% na 20%, ali je efektivno povećana nekoliko puta. Zajedno s uvedenim porezom na dividendu, ovo povećanje bilo je još izraženije. Na žalost, ovako nisko opterećenje u sustavu poreza na dobit od 1994. do 2001. nije u dovoljnoj mjeri bilo promotivno iskorišteno, tako da velik dio ulagača, pogotovo stranih, nije niti znao koliki je efektivni porezni teret.

Od 1994. do 2001. nisu se oporezivali kapitalni dobici od finansijske imovine, i to od vlasničkih vrijednosnica niti su se gubici priznavali kao porezno dopustiv rashod, a u skladu s načelom izbjegavanja dvostrukog oporezivanja. Reformom od 2001. ovi dobici općenito su postali oporezivi na razini kompanija, ali su i dalje ostali neoporezivi na razini fizičkih osoba, dok se porezni gubici nisu priznavali kod obje kategorije poreznih obveznika (kod pravnih osoba do realizacije).

Jedna od nedorečenosti sustava iz 2001. bilo je bitno različito porezno opterećenje fizičkih osoba, ovisno o činjenici je li porezni obveznik podnosi poreznu prijavu ili ne. Porez na dividendu koji je 2001. godine uveden kao cedularni porez po stopi od 15%, rastao je u slučaju podnošenja porezne prijave, kod poreznih obveznika čiji je dohodak zapadao u najviši porezni razred, na 45% (uvećano za pritez). Kod poreza na dohodak od imovine (najam nekretnina) koji se oporezovao po stopi od 15%, uopće nije bilo dopušteno podnosići poreznu prijavu.

U reformi od 2005. godine ukinut je porez na dividendu, ukinuta je mogućnost jednokratne amortizacije (uvedena reformom od 2001.), ali su i dalje ostale određene nedorečenosti što traju još od reforme 1994. Primjerice, nije moguće procijeniti porezne učinke pripajanja ili podjele društava ili drugih značajnih transakcija, postoje velike nomotehničke poteškoće pri čitanju i tumačenju poreznih propisa, pratećim pravilnicima gdjekad se stvara novo materijalno pravo i slično, zadržan je model oporezivanja finansijske imovine kako je to uvedeno reformom 2001.⁶

Dugoročna orijentacija Vlade Republike Hrvatske, proklamirano sastoji se od sljedećih odrednica:⁷

- pružanje potpore poduzetništvu,
- ubrzavanje i povećavanje investicija
- povećanje izvoza i konkurentnosti hrvatskog gospodarstva
- jamčenje veće sigurnosti i pravne države
- poboljšavanje učinkovitosti menedžmenta
- ubrzavanje reformi

Za očekivati je da bi dodatne odluke vezane uz poreznu politiku trebale makar donekle reflektirati ove odrednice a ne djelovati restriktivno ili protivno njima.

2.4 Porez na dividende

Nakon šest godina primjene osnovnog poreznog modela u kojemu nije oporezivan dohodak od kapitala, porez na dividendu je uveden 2001. No, već 2005. porez na dividendu je

⁶

http://www.vecernji.hr/home/manager/784666/index.do;jsessionid=C2FED0FA5E6729A4387F4FDC6FEF0E06_3 (15.08.2007.)

⁷ http://www.see-educoop.net/education_in/pdf/bela_knjiga-cro-hrv-t02.pdf (23.08.2007.)

ukinut. Brzo ukidanje poreza na dividendu tek nakon što je uveden, Ivan Šuker, ministar finansija je obrazložio time da će smanjenje poreznog opterećenja potaknuti strana ulaganja i ubrzati rast tržišta vrijednosnicama.⁸

Porezna uprava, međutim, postupa upravo suprotno, jer nakon ukidanja poreza na dividendu domaći poduzetnici si mogu neoporezivo isplaćivati predujam dobiti (ako nema poreza na dividendu nema ni poreza na predujam dividende) dok si istodobno strani ulagači u Hrvatskoj ne smiju isplaćivati predujam dividende. Člankom 20. Zakona o deviznom poslovanju, naime, propisano je da se u inozemstvo može prenosi dobit (i predujam dobiti) samo ako je u Republici Hrvatskoj prethodno podmiren porez na iznos koji se prenosi u inozemstvo. Time što si domaći poduzetnici mogu isplaćivati predujam tekuće dobiti, a strani ulagači u Hrvatsku ne, zasigurno se strane investitore ne potiče na veća ulaganja u Hrvatsku. Odredbu Zakona o deviznom poslovanju, prema kojoj je stranim ulagačima u Hrvatskoj onemogućeno neoporezivo isplaćivanje predujma dividende u tekućoj poreznoj godini, valja pripisati nastojanju zakonodavaca da spriječi odljev neoporezive dobiti iz Hrvatske.

Razina poreznog opterećenja, nije presudni činitelj u privlačenju stranih ulaganja. U Hrvatskoj je stopa poreza na dobit 20 posto, u Njemačkoj 40 posto, a u Irskoj samo 12 posto. Najviše stranih ulaganja, međutim, bilježi se u Njemačkoj, koja ima najvišu poreznu stopu, a najmanje u Hrvatskoj koja ima srednju stopu.

To što su strana ulaganja i u Irskoj znatno veća nego u Hrvatskoj, pogrešno bi bilo pripisivati isključivo najnižoj stopi poreza na dobit, jer bi strana ulaganja u tu zemlju u tom slučaju bila znatno veća nego u Njemačkoj. Da se u Hrvatskoj, hipotetski govoreći, ukine porez na dobit u cijelosti, strana ulaganja ne bi prestala u Irskoj i Njemačkoj i preselila se u Hrvatsku.

Da bi se povećala strana ulaganja pored smanjenja poreza moraju se ispuniti i brojni drugi uvjeti, primjerice, stabilan porezni sustav koji se neće mijenjati nakon svakih izbora.

⁸ <http://www.liderpress.hr/Default.aspx?sid=505> (10.08.2007.)

3 Institucije u procesu investiranja u Republici Hrvatskoj

3.1. HANFA

Temeljem Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga objavljenog dana 28. studenog 2005. godine (Narodne novine br. 140/05) Komisija za vrijednosne papire Republike Hrvatske, Agencija za nadzor mirovinskih fondova i osiguranja i Direkcija za nadzor društava za osiguranje prestale su s radom 1. siječnja 2006. godine. Istim danom s radom je započela Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) kao njihov pravni slijednik. Temeljni ciljevi Agencije su promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora Agencija je ovlaštena donositi propise o provedbi čitavog niza zakona koji se tiču investiranja i poslovanja mirovinskih osiguravajućih društava, vršiti nadzor nad poslovanjem burzi, ovlaštenih društava i izdavatelja vrijednosnih papira, zastupnicima u osiguranju, investicijskim fondovima, brokerskim društvima i njihovim sastavnicama, institucionalnim ulagateljima, Središnjom depozitarnom agencijom, te pravnim osobama koje se samostalno bave poslovima leasinga i faktoringa. Nadalje, njen je djelokrug prošiten na nalaganje mjera za otklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti, izdavati i oduzimati dozvole, licence, autorizacije, odobrenja i suglasnosti koja se tiču poslovanja mirovinskih osiguravajućih fondova te revizije, poticati, organizirati i nadgledati mjere za učinkovito funkciranje financijskog tržišta i vršiti čitav niz drugih radnji koje potiču provođenje zakona iz djelokruga njene djelatnosti.⁹

Agencija se financira iz sredstava državnog proračuna, naknada od imovine i prihoda subjekata nadzora i naknada za pružene usluge iz nadležnosti djelokruga Agencije. Njena je odgovornost usmjerena prvenstveno ka hrvatskom Saboru. Zakon definira da Agencija i Hrvatska narodna banka moraju na međusobni zahtjev dostavljati jedno drugom sve podatke i informacije o subjektima nadzora iz svog djelokruga i nadležnosti, koji su im potrebni u postupku provođenja nadzora te u postupku povezanom s izdavanjem odobrenja.

Tijekom 2006 i 2007 godine HANFA je donijela čitav niz pravilnika koji imaju općeniti značaj za tržište kapitala, između kojih je najveći utjecaj na tržište imao onaj koji definira gornju i donju granicu oscilacije dnevnih cijena kupoprodaje dionica kotirajućih dioničkih društava. HANFINO djelovanje usmjereno je i ka nadzoru određenih sumnjivih transakcija koje su provodile razne brokerske kuće, bilo da one nisu provođene redom kojim su zaprimljene u Knjizi naloga, bilo da se radilo o namjernom napuhavanju cijena dionica kojima se prvi put trgovalo na burzi.

3.2. Središnja depozitarna agencija

SDA (Središnja depozitarna agencija d.d.) je osnovana 18. travnja 1997. temeljem članka 84 Zakona o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima (Narodne novine 107/95) i Članka 177 Zakona o trgovačkim društvima (Narodne novine 111/93) kao dioničko društvo. Njena uloga je da služi kao organizacija koja vodi brigu o Središnjem depozitoriju nematerijaliziranih vrijednosnih papira izdanih u Republici Hrvatskoj, sustavu prijeboja i namire transakcija vrijednosnim papirima te je nacionalna agencija za dodjeljivanje ISIN i CFI oznaka za vrijednosne papire izdane u Republici Hrvatskoj.¹⁰

⁹ <http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2005/2639.htm> (08.08.2007.)

¹⁰ <http://www.sda.hr/portal/f?p=100:7:3118769561352599::NO::> (08.08.2007.)

SDA je također centralna evidencija svih korporativnih akcija članova sudionika unutar Republike Hrvatske. 2007 godine informacijski sustav SDA doživio je nadogradnju, a obnovljen je i njezin centralni Web site koji služi kao osnovno mjesto za pružanje većeg broja usluga agencije. Nažalost i iznenađujuće, novi centralni Web site SDA ne sadrži podatke o korporativnim akcijama provedenim prije 2006 godine jer kod uvođenja novog softvera očito nije importirana postojeća baza podataka u novi sustav.

3.3 Porezna uprava

Porezna je uprava organizirana u sastavu Ministarstva financija pod nazivom Ministarstvo financija, Porezna uprava. Ravnatelj Porezne uprave ima položaj pomoćnika ministra financija, a novac potreban za njezin rad dolazi uglavnom iz državnog proračuna, te se raspoređuje na točno određene namjene. Porezna se uprava sastoji od Središnjeg ureda, područnih ureda i ispostava područnih ureda. Svaka od te tri razine ima, prema zakonu, točno određene ovlasti i zadatke.

Porezna uprava podijeljena je na 20 područnih ureda ustrojenih prema županijama te na ispostave područnih ureda.

Temeljna zadaća PU-a je primjena poreznih propisa i propisa o plaćanju obveznih doprinosa. Promjenama koje su stupile na snagu tijekom 2001. godine osim prikupljanja poreza, PU nadzire i doprinose za zdravstveno i mirovinsko osiguranje te doprinosa za zapošljavanje. U njezinu je djelokrugu rada:¹¹

- zaprimanje poreznih prijava i provjera njihova sadržaja
- utvrđivanje porezne osnovice i porezne obveze
- nadzor i pokretanje postupka u slučaju povrede propisa
- inspekcijski nadzor
- davanje mišljenja o primjeni propisa
- proučavanje poreznog sustava, suradnja s drugim državama te praćenje međunarodnih ugovora s područja poreza
- izgradnja i korištenje informacijskog sustava
- izdavanje markica za određene proizvode
- davanje odobrenja i nadzor igara na sreću i drugih igara
- ovrha radi neplaćanja javnih davanja
- nadzor obračuna i naplate obveznih doprinosa
- prikupljanje i obrada podatka o porezima i obveznim doprinosima te predlaganje promjena porezne politike.

Unutar PU-a postoji služba koja nadzire sve porezne obveznike, tj. kontrolira zakonitost rada i pravilnost obračuna svih prihoda državnog proračuna (poreza, doprinosa, prihoda od koncesija i sl.). Do srpnja 2001. godine osim Službe za nadzor postojala je i Financijska policija osnovana 1992. godine. No tada je Financijska policija ukinuta, a kontrolu poreza i obveznih doprinosa poduzeća i građana obavljala je samo Služba poreznog nadzora. Krajem 2004. godine ponovo se osnovana financijska policija, postupak čijeg ustrojstva još nije dovršen.

¹¹ <http://www.pu.mfin.hr/pocetak/zadatak.asp?id=b00d1> (29.08.2007.)

2005 godine predstavljena je strategija e-Hrvatska. U okviru te strategije osnovan je središnji državni ured za e-Hrvatsku čiji je cilj uspostavljanje tehnološke i sigurnosne informatičke infrastrukture u tijelima državne uprave Republike Hrvatske, temeljene na širokopojasnom pristupu i najmodernijim informacijskim tehnologijama. Projekt ePorezna je skup usluga namijenjenih poreznim obveznicima koje omogućuju izvršavanje poreznih obveza putem Interneta. Korištenjem pametne kartice (Smart card) s digitalnim certifikatom izdane od FINA-e (Financijska agencija) te otvorenih Internet tehnologija omoguće se poreznim obveznicima pravovremeno i sigurno izvršavanje poreznih obveza neovisno o platformi koju koriste, bez nepotrebnih vezanih troškova i gubljenja vremena. Važno je napomenuti da je ovlašteni izdavač digitalnih certifikata (elektroničkih potpisa) za ove poslove u Republici Hrvatskoj FINA. Korištenjem elektroničkog potpisa u kombinaciji s „pametnom karticom“ postiže se dodana vrijednost dokumentu koji je predmet transakcije. Ova osobitost korištenja certifikata osobito je važna u procesu naplate poreza jer se njome postiže automatska verifikacija izvora dokumenta, odnosno automatizacija procesa naplate. S obzirom na činjenicu da je orijentacija na nove tehnologije srednjeročna i dugoročna strategija također i Ministarstva financija, u kontekstu poreza na kapitalnu dobit, radi se o velikom iskoraku naprijed. Svijet investiranja uvelike je profitirao od modernih tehnologija koje su omogućile gotovo istovremenu diseminaciju informacija – još od doba tzv. „ticker tapea“, stoga je usvajanje tih tehnologija od strane svih uključenih institucija temeljni prerogativ.

4 Ekonomsko-političke odrednice investiranja fizičkih osoba u Hrvatskoj od početka 90-tih godina 20. stoljeća

4.1 Uloga banaka

U doba samoupravnog socijalizma, primarni fokus investiranja – bolje rečeno štednje – bili su štedni ulozi u bankama, pri čemu su štedište preferirali štednju u stranoj valuti (osobito njemačkim markama i američkim dolarima) a za financiranje potrošnje podizali “inflatorne” kredite nominirane u dinarima, uz nepostojanje devizne klauzule, što je omogućavalo relativno visok standard ljudi na uštrb deficita platne balance bivše države i dodatno pružalo gorivo za pogon motora hiperinflacije. Ovakav sustav održan je sve do kraja osamdesetih godina prošlog stoljeća i raspada Jugoslavije, nakon čega je u Hrvatskoj došlo do privatizacijskih procesa kojim su poduzeća iz zajedničkog vlasništva na razne načine prešla u privatno vlasništvo, o čemu će biti više riječi u nastavku.

Razvoj finansijskog sektora bio je također vrlo turbulentan. Početak 90-tih godina obilježava pojava tzv. finansijskog inženjeringu koji je redovito završavao kaznenim prijavama i kriminalnim radnjama na štetu ulagača. Slično se dogodilo s mnogim štedno-kreditnim zadugama, ali i nekim bankama. Konsolidacija finansijskog sektora produžila se sve do danas, sa scene je nestalo dosta manjih banaka koje su preuzimanjima, ali i spajanjem našle svoje nove vlasnike. Gotovo sve velike hrvatske banke nalaze se u stranom vlasništvu. S jedne strane, tu pojavnost prati odljev profita iz Hrvatske, no s druge strane, finansijski je sektor stabilniji, ostvaruje izvanredno visoke stope rasta i profitnih marži, uglavnom poštujec zakonsku legislativu i posluje prema poslovnim pravilima i običajima Europe i svijeta. Između ostalog, Agencija za osiguranje štednih uloga koja je državna institucija, garantira za štedne uloge po jednom ulagaču do iznosa od 100.000 Kn, što bi uz pretpostavku neograničenog povjerenja u državu, trebalo dati dodatno osiguranje štedišama.

Današnji bankovni sektor orijentiran je prema pružanju vrlo široke palete finansijskih proizvoda no zbog izrazito visokog vanjskog duga Republike Hrvatske i zaduživanja tog sektora u inozemstvu, pod strogom je paskom nezavisnog tijela – Hrvatske narodne banke i njenog guvernera, čiji je cilj penalizacija prevelike kreditne ekspanzije banaka prema sektoru fizičkih osoba koja je zadnjih nekoliko godina, zbog pada kamatne stope, osobito na švicarski franak, uzela maha prijeteći srednjeročno i dugoročno finansijskoj stabilnosti građanstva. Iz tog razloga banke dodatno šire svoju paletu usluga pružajući usluge leasinga, faktoringa i investicijskog bankarstva kroz svoje matične ali i sestrinske kuće, okrećući se u zadnje vrijeme sektoru koji su prije izbjegavali zbog povećanog rizika od naplate, a to je mala privreda.

4.2 . Investiranje u stambenu štednju i mirovinska osiguranja

Upravo zbog visoke inflacije, te zbog relativne dostupnosti i niske tržišne cijene dugotrajnih dobara – stanogradnja je bila poticana od strane države u suradnji s poduzećima koja su izdvajala finansijska sredstva za istu i dodjeljivali izgrađene stanove sa tzv. stanarskim pravom na korištenje zaposlenicima, neki drugi oblici investiranja, kao oblik odgođene potrošnje, bili su prisutni ali posve marginalno. Mali broj ljudi ulagao je u mirovinska i životna osiguranja izvan Hrvatske, osobito oni koji su tu praksu preuzeли nakon boravka ili rada u inozemstvu. Pokušaji da se ta praksa uvede u Hrvatskoj uglavnom su prošli nezapaženo zbog nepostojanja valutne klauzule i posljedičnog obezvređivanja kapitalizirane dobiti po doživljenju.

Zbog svega navedenog, ali i objektivnih okolnosti poput poslijeratne obnove, otežanog odvijanja poslovne aktivnosti, problema s plaćanjima i sporog rasta plaća, tijekom 90-tih godina u Republici Hrvatskoj i dalje nije došlo do razvijanja investiranja od strane fizičkih osoba. Sredinom tog desetljeća dolazi do jačeg prodiranja stranih osiguravajućih društava koja su počela pružati usluge s dodanom vrijednošću u smislu životnog osiguranja sa štednom komponentom. Osnovni preduvjet za njihovo uspješno poslovanje na hrvatskom tržištu osiguranja koje je još uvijek relativno nerazvijeno prema članicama EU je porast plaća, ali i promjena navika i svijesti stanovništva o potrebi štednje.

Krajem 1997 godine donesen je Zakon o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje, pošto je država prepoznala značaj štednje stanovništva u procesu dobavljanja trajnih dobara i nekretnina. Tim zakonom se definira rad stambenih štedionica, daje mu se zakonski okvir, ali se također definiraju i državna poticajna sredstva kojima država na godišnjoj razini stimulira štednju. Svaka osoba u Hrvatskoj može otvoriti na svoje ime ugovor o stambenoj štednji i ostvariti vrlo stimulativan prinos koji se temelji na kamati koja pokriva inflatorna kretanja i fiksnom poticaju koji osigurava država. Stambena štednja bila je jedan od temeljnih zamašnjaka ponovnog pokretanja štednje u Hrvatskoj, kao temelja investicijske aktivnosti. Država na ovaj način potiče štednju ne samo u svrhu stambenog zbrinjavanja nego i u općem smislu, pošto državna poticajna sredstva ostaju štediši neovisno o tome da li će konačna svota biti potrošena ciljano ili u svrhu opće potrošnje. Prosječni godišnji prinosi koje nosi stambena štednja (doduše, na ograničeni iznos) iznose oko 14 %, i to nakon što su državna poticajna sredstva smanjena s 1250 na 750 Kn godišnje po osobi.

2002 godine provedena je mirovinska reforma, čime je dodatno skrenuta pažnja širokim slojevima stanovništva na mogućnosti dugoročnog ulaganja sa svrhom osiguranja sredstava za uživanje u mirovini. Treći, dobrovoljni stup mirovinskog osiguranja, temelji se na dobrovoljnem ulaganju sredstava u dugoročne i stabilne investicije, uz poticaje države koji će se na godišnjoj razini davati vjerojatno sve do ulaska Hrvatske u Europsku uniju. Pošto mirovinska društva imaju ograničenja ulaganja, ona su postala važan čimbenik likvidnosti na našem tržištu, ali igraju važnu ulogu i u dnevnim transakcijama Narodne banke hrvatske.

4.3 Investiranje putem investicijskih fondova

1999 godine na hrvatskom finansijskom tržištu proradio je prvi otvoreni investicijski fond.¹² U sljedećih osam godina otvoreno je gotovo sedamdeset različitih otvorenih investicijskih fondova koji primarno ulažu u dionice, dionice i obveznice (mješoviti investicijski fondovi), obveznice ili novac i novčane ekvivalente. Fondovi su diverzificirani ne samo prema finansijskim instrumentima u koje ulažu, nego i prema geografskom području na kojem ulažu, ili prema industrijskim granama. Vrhunac ulaganja i priljeva novih sredstava ovi su fondovi doživjeli od kraja 2005 godine uslijed pozitivnog avis-a Europske unije pridruženju Hrvatske. Investicijski fondovi su skrenuli pažnju generalne investicijske javnosti na rizičnije investicije, primarno u dionice, kao jednu od mogućnosti diverzifikacije portfelja fizičkih osoba. Pošto osim štednje hrvatske fizičke osobe nisu imale mogućnost ulaganja u rizičnije investicije koje bi ipak bile pod kakvom-takvom kontrolom institucija, ulagačka psihologija, da se izbjegne ružnija riječ "pohlepa", pokrenula je u Hrvatskoj još neviđeno oslobađanje sredstava i ulaganje u investicijske fondove, osobito dioničke, te seljenje drugih oblika štednje u dioničke i mješovite fondove, protivno pravilima alokacije i diverzifikacije portfelja.

¹² <http://www.hrportfolio.com/fond.php?a=fonds&site=fond&id=23> (25.08.2007.)

Osnivači i vlasnici najvećih investicijskih fondova u Republici Hrvatskoj su banke, odnosno bankovni sektor koji upravljaju investicijskim fondovima za čije poslovanje su osnovana zasebna poduzeća-kćeri. Manji postotak ukupne imovine pod upravljanjem nalazi se u rukama nebankovnih fondova. Iako zakonski ne postoji prilog tezi da je ulaganje u investicijske fondove koji su “bankovni” sigurnije od ulaganja u one “nebankovne”, prevalentno je laičko mišljenje kako iza investicija “bankovnih” fondova na neki način stoji, ili za njih garantira banka, što je ujedno i osnovni uzrok ovog nesrazmjera.

Osim otvorenih investicijskih fondova, na hrvatskom su tržištu prisutni i zatvoreni investicijski fondovi te zatvoreni investicijski fondovi koji kotiraju na organiziranom tržištu kapitala. Neki od njih su preostali još iz kuponske privatizacije a dio je orijentiran na specifična ulaganja (npr. ulaganja u ekološku tehnologiju ili nekretnine).

4.4 Direktno investiranje na Zagrebačkoj burzi

Tek 1991 godine, 25 banaka i dva osiguravajuća društva oživjeli su tradiciju ksaverske Zagrebačke burze, osnovane u prosincu 1918 godine i zatvorene za trgovinu dionicama 1931 godine nakon Velike bankovne krize, te definitivno zatvorene za trgovinu robama i nacionalizirane 1946 godine.¹³ Vrlo brzo, 1993 godine 23 fizičke osobe osnivaju i drugu hrvatsku burzu pod nazivom Varaždinsko tržište vrijednosnica koja 2002 godine počinje djelovati kao dioničko društvo. 19.03.2007. povjesni je dan kada su dvije burze konsolidirane na novoj lokaciji u Zagrebu pod jedinstvenim nazivom “Zagrebačka burza d.d.”¹⁴

Početak poslovanja Zagrebačke burze obilježila je anatema privatizacijskih procesa u Hrvatskoj. Iako ekonomski teorija u svojim zasadama sadrži temeljnu spoznaju da je do prvobitne akumulacije kapitala došlo primarno nasilno – otimačinom, protuzakonitim prisvajanjem, krađom i nasiljem – hrvatski primjer dodatno podcrtava takvu definiciju. U ratno doba, te pod okriljem vladajuće politike koja je zadala okvir za ekonomsku kretanja, privatiziran je veliki dio hrvatskih poduzeća i banaka, čak i pod režimskom maksimom o dvije stotine bogatih obitelji koje moraju podijeliti ekonomsku i političku moć države u nadolazećem procesu privatizacije. U njemu su samo djelomično bili uključeni zaposleni u tim poduzećima koji su mogli doći do određenog broja dionica, najčešće otkupom po diskontnoj cijeni. Problem je što u doba stalne ratne opasnosti i neizvjesnosti, većina poduzeća posluje izrazito loše, nelikvidnost i nesolventnost su sveprisutni, zaposleni su često mobilizirani u vojne postrojbe, ekonomski i investitorski neobrazovani, a vlasničkim se udjelima gotovo uopće nije moglo trgovati zbog nelikvidnosti. Sve navedeno pogodovalo je razornim pojavama poput popularne “privatizacije po jednu kunu”, gdje bi određeni preferirani partner dobijao kontrolni paket udjela u dioničkom društvu ili nekom drugom poduzeću obećavajući pokretanje proizvodnje, zadržavanje radnika ili čak dodatno zapošljavanje, da bi radnici na kraju bili otpušteni a vrijedne nekretnine i oprema prodatni. Druga pojava koja je bila prevalentna je tzv. “torbarenje”, gdje su pojedinci koji su bili vičniji trgovini od većine nudili dumpinšku cijenu za dionice radnicima, a za račun nekoga tko je htio okrupniti vlasništvo i preuzeti većinski paket vlasništva i posljedično kontrolu nad poduzećima. Načini na koji je došlo do privatizacije poduzeća zapravo su vrlo raznoliki, no zajedničko im je odvijanje na rubu ili preko ruba zakona, uz blagonaklon stav sudske vlasti ili vrlo blagu penalizaciju, pod okriljem politike koja je čitav proces poticala i davala mu pogodno tlo.

¹³ <http://www.zse.hr/wiki.php?sessionId=f3dbbb7393e0317d933183e7868051e&wiki=AboutZSE> (25.08.2007.)

¹⁴ <http://www.vse.hr/> (01.09.2007.)

Veliki broj registriranih brokerskih kuća, ali i činjenica da je razvojem korištenja Interneta i informacijskih tehnologija omogućen dostup do direktnog investiranja u dionice velikom broju investitora, utjecao je na sve veće uključivanje fizičkih osoba i u direktno ulaganje u dionice, najčešće špekulativnog karaktera. Pažnja investitora skrenuta je na pojedinačno dioničarstvo operacijom preuzimanja dioničkog društva Pliva od strane farmaceutskog koncerna Barr u drugoj polovici 2006 godine. Prvi uspješan i u vrlo kratkom roku plodonosan dodir s dionicama većini fizičkih osoba bila je inicijalna ponuda dionica INE koja je polučila plebiscitarni uspjeh a slijedila ih je inicijalna ponuda dionica tvrtke Magma d.d. u ljetu 2007. godine. Smanjenje troškova pojedinačnih transakcija, jaka marketinška kampanja, generalna promjena javnog mnijenja uslijed produženog "bikovskog" tržišta i naizgled niska rizičnost plasmana utjecala je na stvaranje općenitog mišljenja kako su prinosi od 30, 50 ili 70 posto godišnje srednjoročno i dugoročno održivi, kako je ulaganje u dionice, bilo direktno, bilo putem investicijskih fondova ne samo izrazito lukrativno, nego lakše izvedivo od poduzetničke aktivnosti, porezno posve izuzeto – dakle, iznadprosječan povrat je naizgled praktično zagarantiran.

Fundamentalni pokazatelji govore u prilog prevladavajućem mišljenju analitičara da je današnje dioničko tržište precijenjeno oko 50 % uz postojeće stope rasta¹⁵ i da se trenutačno održava potaknuto izrazitom likvidnošću i niskim kamatnim stopama, ne samo na domaćem, nego i na međunarodnom tržištu kapitala. Omjer cijene i dobiti, ovisno o tome koja se metoda izračuna koristi, za indeks tržišta iznosi oko 31. Uzme li se u obzir kako se povijesno gledano, vrijednost od 14 smatra "fer" vrijednošću, te stope rasta koje ostvaruju u prosjeku poduzeća u Hrvatskoj i privreda u cjelini, a prema kojima se standard Europske unije dostiže za otprilike 26 godina, jasno je da je uz iskazani nivo rasta poslovne aktivnosti u sadašnjem trenutku, hrvatski dionički indeks znatno precijenjen. Teoretski, ali i praktično gledano, stabilizacija istoga na održive razine moguća je ili porastom dobiti poduzeća ili padom tržišne cijene koja se na sistemskom nivou poistovjećuje s ugrađenom korekcijom.

4.5. Direktno investiranje na Varaždinskoj burzi

Varaždinska burza pravni je slijednik Varaždinskog tržišta vrijednosnica kojeg su 18. veljače 1993. godine pokrenula 23 entuzijasta s namjerom stvaranja infrastrukture potrebne za transparentno trgovanje vrijednosnim papirima nastalih iz prve faze privatizacije državnih tvrtki. U tom razdoblju velik broj zaposlenika uključio se u privatizaciju vlastitih tvrtki otkupom dionica od Hrvatskog fonda za privatizaciju uz popust, dok se kasnije kod iste ciljne skupine javila potreba za prodajom tako stečenih dionica. Mjesto organiziranog trgovanja, kakvo je bilo Varaždinsko tržište vrijednosnica omogućilo je prikupljanje ponuda na prodaju i ponuda na kupnju vrijednosnih papira, uglavnom dionica, na jednome mjestu po konkurentnim cijenama i uz transparentno formiranje tržišne cijene. Time se uvelike smanjilo trgovanje putem novinskih i drugih oglasa koji nisu osiguravali najpovoljniju cijenu za prodavatelje uz nejasne troškove transakcija. U prosincu 1996. godine Varaždinsko tržište vrijednosnica prvo se uskladilo s tadašnjim Zakonom o trgovaju i prometu vrijednosnim papirima te su brokerske kuće otkupile vlasničke udjele od prvih osnivača Tržišta.

U srpnju 1997. godine na hrvatskom tržištu kapitala, upravo na Varaždinskom tržištu vrijednosnica uveden je prvi on-line trgovinski sustav sa grafičkim sučeljem zasnovan na klijent/server tehnologiji rada: OTIS (*On-line Trgovinski Informacijski Sustav*). Umjesto

¹⁵ Denis Alajbeg, „Dionice su precijenjene uz današnji rast poslovanja“, , Javna dionička društva – tržište kapitala u Hrvatskoj i regiji, To-one d.o.o, Zagreb, lipanj 2007, str. 9-11

prikupljanja naloga telefonom i telefaksom, trgovanje je postalo u potpunosti informatizirano.¹⁶

Nakon 1999 godine i poznate "ruske krize", Varaždinsko tržište vrijednosnica odabрано је као место котирања тзв. PIF-ова или приватизациских фондова. 2002 године у највишу, прву котацију Varaždinske burze уврштene су дionice Dom holdinga и 2003 године, Varteksa. 2003 године у котацију Javnih dioničkih društava (JDD), нову котацију која је регулirana zakonom, уврштene су дionice 123 dionička društva. На Varaždinskoj se burzi од 2003 године trgovalo користећи platformu BTS који је proizvod Ljubljanske burze. Dioničari Zagrebačke i Varaždinske burze izglasali су оdluku којом је дошло до спајања тих dvaju burzi i nastavka rada на новој lokaciji под јединственим именом Zagrebačka burza, почеvši od 19.03.2007 године. Nakon spajanja dvaju burzi, referantan dionički indeks umjesto VIN-a postaje indeks Zagrebačke burze vagan prema free floatu tržišne kapitalizacije – CROBEX.

Trgovanje je nastavljeno на обје платформе паралелно (MOST и BTS), uz најаву да би од kraja Јета 2007 године требала бити уведена јединствена платформа OMX. Ona ће подржавати ће све врсте налога, као и тзв. tracking orders, корисници ће сами моћи програмирати одређене alarme тако да неће morati budno paziti на цijeli тјек trgovanja, а bit ће moguća i opcija "market makinga", која bi требала znatno olakšati trgovanje malim ulagačima. Uvođenjem nove платформе створени ће бити и uvjeti за trgovanje izvedenicama.

4.6 Direktno investiranje na burzama izvan države

Razvoj финансијских tržišta regije nije zaobišao niti naše susjede. Nosioci investicijske активности u zemljama bivše Jugoslavije su:

1. Slovenija – Ljubljanska borza
2. Bosna i Hercegovina – Sarajevska berza
 - Banjalučka berza
3. Srbija – Beogradska berza
4. Makedonija – Makedonska berza
5. Crna Gora – NEX Montenegro berza
 - Montenegro berza AD

Gotovo сва tržišta bivše Jugoslavije karakterизирао је у задње две године јак раст burzovne активности, tržišне kapitalizације, броја судионака, osobito на страни купнje и продаже fizičkih osoba у špekulativne svrhe, али и fundamentalnu precijenjenost indeksa у cjelini. У Јето 2007 године на наведеним tržištima hrvatski su investitori u vrijednosne папире investirali oko осам milijardi kuna. Investicijska se активност uglavnom одвија уlaganjem u otvorene investitičiske fondove којима је HANFA одобрila Statut у којему је definirano da dio svog портфеля могу улагати у JIE regiju. Postoje и физичке особе које direktno trguju na burzama користећи usluge lokalnih ili domicilnih brokerskih kuća, но njihov ukupan udio u tržišnoj kapitalizaciji je ipak zanemariv. Неколико је осnovних чимбеника који otežavaju direktno уlaganje hrvatskih rezidenata на nedomicilne burze:

1. Tržišta која су špekulantима потенцијално најзанимљивија су уједно rastuća i tranzicijska tržišta у којима је zakonski okvir trgovanja слабо definiran ili se тек razvija, što

¹⁶ http://www.vse.hr/O_Varaždinskoj_burzi.pdf (04.08.2007.)

doprinosi nesigurnosti investicija, pošto je potencijalni prinos uvijek inverzno proporcionalan percipiranom (ali i realnom!) riziku

2. Na tržištima u razvoju prisutan je niži stupanj razvijenosti korporativnog upravljanja i izvještavanja. Posljedično, investicijski instrumenti su netransparentniji po svojoj prirodi. Dodatni problem predstavljaju jezična barijera i drugačije pismo koje se koristi na dijelu vanjskih organiziranih tržišta

3. Na dijelu takvih tržišta prisutan je porez na kapitalnu dobit a proces trgovanja je otežan proceduralnim postupkom (dobijanje poreznog broja, registracija ulagača itd.) Čak i kada se ulaganje vrši preko domicilne brokerske kuće registrirane za poslove ulaganja na nekom stranom tržištu, to je povezano sa znatnim troškovima pojedinačne transakcije ulagača

4. Postojeći zakon koji regulira tijek novca unutar i izvan Republike Hrvatske još uvijek je postavljen restriktivno i nikako ne potiče odljev novca van države, a slično je i kod povlačenja kapitalizirane dobiti natrag. Iz tog razloga je praktična diverzifikacija portfelja individualnog investitora na tržišta van Republike Hrvatske marginalizirana, pa čak i stavljena u sivu zonu ilegalnog unosa i iznošenja novca preko granice

5 Ekonomsko-investicijska klima u Republici Hrvatskoj

Porezi generalno imaju četiri osnovne funkcije: oni su prihod države, služe u redistribuciji, korektivnom određivanju cijena i reprezentaciji. Kao prihod države, oni pružaju sigurnost i usluge poreznim obveznicima kojih ne bi bilo da nema države kao organizacije – ovdje je riječ o kapitalnim projektima cestogradnje, medicinske skrbi, školovanja, sigurnosti, te indirektnim funkcijama države poput održavanja pravnog sustava. U smislu redistribucije, porezi bi trebali ujednačavati bogatstvo unutar nacije na način da vrše redistribuciju od bogatijih siromašnjima. Kod korektivnog određivanja cijena, porezima se može stimulirati ili destimulirati određeni obrazac ponašanja – npr. dodatni porez ili trošarine na duhanske proizvode destimuliranju pušenje. Naposlijetu, funkcija reprezentacije predstavlja u biti stvaranje društvenog ugovora između poreznih vlasti i poreznih obveznika, pri čemu se međusobni odnosi uspostavljaju po principu preuzete odgovornosti i obveza.

Sve četiri navedene funkcije inherentne su demokratskim društvima, ukoliko ne zadiremo u činjenicu postojanja poreza kao takvog, i ne idemo u smjeru libertarijanskog ili anarhističkog svjetonazora, prema kojemu je porez prisila i nitko ne bi trebao plaćati porez, nego bi se socijalne funkcije društva i države trebale temeljiti na dobrovoljnem ugovoru.

Kod analize uvođenja dodatnog poreza na kapitalnu dobit kod investiranja fizičkih osoba, nužno je analizirati situaciju u kojoj se trenutačno nalazi Republika Hrvatska. Već i površan pogled na nekoliko meritornih izvora, jednostavno identificira nekoliko osnovnih odrednica današnje hrvatske ekonomske situacije:

1. Hrvatska je bila jedna od najbogatijih država bivše Jugoslavije. Zbog ratnih događanja i činjenice da je zbog njih propušten prvi val investicija u zemlje Centralne i Istočne Europe nakon pada Berlinskog zida, Hrvatska je ekonomija bila teško pogodjena u periodu od 1990 do 2000-te po svim makroekonomskim pokazateljima. Nakon 2000-te godine dolazi do vrlo sporog oporavka i jačeg dolaska stranih investitora u Hrvatsku, bilo u svrhu pokretanja proizvodnje ili odvijanja poslovnih aktivnosti ili u smislu špekulativnog kapitala koji je kratkoročniji po svom karakteru.
2. Hrvatska ima relativno stabilnu stopu rasta GDP-a koja se kreće između 4 i 5 % godišnje.
¹⁷Ta je stopa podržana sezonskim cikličkim kretanjima vezanim uz turizam, ali i osobnom potrošnjom koja se financira ne iz organskog rasta i poslovne aktivnosti, nego naizgled lako dostupnim i jeftinim kreditnim izvorima.
3. Inflacija u Hrvatskoj je u zadnjem desetljeću na stabilnim razinama, između 3 i 4 %.
¹⁸Razlog za to je čvrsta ruka Narodne banke Hrvatske i njenog guvernera, koja se stalno nalazi u unakrsnoj vatri poslovnih banaka koje zahtijevaju relaksiranje uvjete za svoje kreditne plasmane.
4. Nezaposlenost u Hrvatskoj ostaje stalno prisutan problem, iako se čini da je trenutačno broj nezaposlenih u Hrvatskoj na najnižim razinama. U lipnju 2007 godine, stopa registrirane nezaposlenosti iznosila je 14.3 % a tri mjeseca prije toga, stopa anketne nezaposlenosti bila je 11.2 %. Krajem srpnja 2007 godine na Hrvatskom zavodu za zapošljavanje evidentirano je o

¹⁷ http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Croatia (22.08.2007.)

¹⁸ http://www.heritage.org/research/features/index/countryFiles/pdfs/Croatia_CR.pdf (22.08.2007.)

245.768 nezaposlenih osoba. Zapošljavanje osobe u Hrvatskoj je izrazito skupo, kao i prestanak zapošljavanja (otkaz), a porezni teret prevoden je u potpunosti na poslodavca.¹⁹

5. Standardno, u Hrvatskoj je prisutan deficit robne razmjene, pri čemu statistika kazuje da je stopa rasta uvoza 10,1 % a izvoza 9,9 %.²⁰

6. U Hrvatskoj je prisutan problem siromaštva, osobito u domaćinstvima koja imaju samo starije članove. Prema izvješću Svjetske banke iz veljače 2007 godine, u Hrvatskoj je prisutno tzv. „plitko“ siromaštvo, pri čemu se 11 % stanovništva nalazi ispod linije nacionalnog siromaštva. Analiza pokazuje da bi savršeno usmjerjen transfer od 1,5 milijardi kuna (oko 0,7 posto BDP-a) bio dovoljan za iskorjenjivanje siromaštva.²¹ Siromaštvo postoji ne zato što nema dovoljno sredstava za smanjenje siromaštva, već stoga što ta sredstva nisu optimalno usmjerena, što dodatno govori o nespremnosti Vlade da se nosi s ovim problemom.

7. Hrvatska ima izrazito visoku potrošnju državnog aparata koja se konstantno povećava, a birokracija otežava slobodno odvijanje poslovne aktivnosti. Manji koraci u poboljšanju drugog navedenog problema učinjeni su projektom Hitorez, kojim se pokušava ukloniti višak zakona i zakonskih propisa, osobito ukoliko su oni zastarjeli ili posve nepotrebni, a još su na snazi. U 2006 godini, država je potrošila 51,6 % GDP-a. 34 % zaposlenih radi u državnoj službi, dok je taj prosjek za EU oko 19 %.

8. Sudski sustav Republike Hrvatske je sklon korupciji, političkim pritiscima i posjeduje neefikasan sustav birokracije. Iz tog razloga, strani se investitori često nalaze prisiljeni tražiti međunarodnu arbitražu. Postoje značajna ograničenja postavljena stranim investitorima, kao što su politizacija donošenja odluka i kompleksan birokratski aparat.

9. Korupcija je bila i ostala značajan problem. Prema indeksu percepcije korupcije organizacije Transparency International, Hrvatska se nalazi na sedamdesetom od 158 analiziranih zemalja. 2007 godine Vlada Republike Hrvatske učinila je kozmetički korak ka penalizaciji korupcije akcijom „Maestro“ kojom su zbog višegodišnje korupcije uhićena tri potpredsjednika Hrvatskog fonda za privatizaciju.²²

10. Hrvatski bankovni sustav je stabilan, sastoji se od tridesetak banaka. Dvije najveće banke (Zagrebačka banka i Privredna banka Zagreb) su u stranom vlasništvu a kontroliraju zajedno preko 40 % bankovne aktive. Pošto se banke zadužuju izvan Hrvatske za svoje kreditne plasmane, uglavnom stanovništvu, one su glavni generator vanjskog duga Republike Hrvatske. Svim raspoloživim mehanizmima, Narodna banka Hrvatske trudi se ograničiti ovaj negativan proces, koji isključivo građanima financira tekuću potrošnju i nabavu dobara (osobito nekretnina i osobnih vozila). Istovremeno, tržiste nekretnina pokazuje znakova „balona“. Većina bankovnog sustava pred kraj 90-tih godina ispod cijene je doslovce prepustio stranim bankama. Bivša vlada prihvatile je većinu standarda EU o nezavisnosti i ciljevima središnje banke i ugradila ih u Zakon o HNB-u iz 2001. godine te se taj stats nezavisnosti HNB uglavnom u praksi i održao.

11. U portfelju Hrvatskog fonda za privatizaciju ostala je isključivo imovina, udjeli i dionice tvrtki kojima je u prošlosti u otklanjanju teškoča finansijski pomagala hrvatska država. Moglo

¹⁹ <http://www.hzz.hr/default.aspx?id=4610&proiz=2211> (22.08.2007.)

²⁰ <http://www.poslovni.hr/49101.aspx> (22.08.2007.)

²¹ http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=8868 (23.08.2007.)

²² <http://www.ti-j.org/corrupt/06/CPI2006TableSourcesEnglish281006.pdf> (24.08.2007.)

bi se reći da je rasprodano „obiteljsko“ blago. U današnje doba teško je održavati vlasništvo uvijek na lokalnom nivou pošto je temeljni imperativ mobilnost kapitala, no države, uključujući one iz Europske unije, uvijek su znale štititi vlastite interese. Prodajom većinskog paketa Hrvatskih telekomunikacija njemačkoj tvrtki Deutsche Telekom na posve netransparentan način, uz tajni ugovor, te prodajom INE mađarskoj kompaniji MOL po cijeni gotovo dvostruko nižoj od one po kojoj su dionice krajem 2006 godine prodane hrvatskim građanima na inicijalnoj ponudi – iako INA nije ostvarila bitan napredak u svom poslovanju u međuvremenu niti je došlo do obnove rafinerija – taj proces je i dalje nastavljen. Krajem ljeta 2007 godine očekuje se inicijalna ponuda dionica HT-a, te povlaštena sekundarna ponuda 7 % dionica INE bivšim zaposlenicima INE. Postavlja se pitanje da li će taj IPO biti predizborni potez trenutačne vlasti, što će se moći procijeniti tek po formiranju cijene nakon izdavanja prospekta. Ostaje nada da hrvatska Vlada neće jeftino rasprodati temeljne i strateške državne resurse, poput Hrvatskih željeznica, vodoprivrede, Hrvatskih šuma ili Hrvatske elektroprivrede, koja je za prodaju već pripremljena izdvajanjem pojedinih pogona i organizacijskih jedinica.

12. Krajem 2006 godine javni dug Republike Hrvatske iznosio je 124 milijarde kuna. Pošto je BDP iznosio 247 milijardi kuna, to znači da je javni dug dostigao nivo preko 50 % BDP-a.

²³Ono što je bitno, a često se izostavlja iz analize je činjenica da se povećanjem stupnja inozemne zaduženosti zemlje povećava i njezina ranjivost vezana uz potencijalne šokove na području kretanja kamatnih stopa, tečaja ili odnosa u platnoj bilanci, npr. zbog rasta cijena nafte. Uzme li se u obzir činjenica da su trenutačno kamatne stope povijesno nisko, jasno je da bilo koji potres na tržištu kredita može imati katastrofalne posljedice po Republicu Hrvatsku i dovesti do tzv. dužničke krize, odnosno pojave dužničkog ropstva, kada se više uopće ne vraća glavnica, nego se samo servisira, ili djelomično servisira, kamata na postojeći javni dug.

²³ <http://www.mfin.hr/str/105/> (24.08.2007.).

6 Oporezivanje kapitalne dobiti – iskustva drugih zemalja

Prema definiciji, porez na kapitalnu dobit je porez koji se naplaćuje na kapitalne dobitke koji su realizirani od prodaje imovine koja je kupljena po nižoj cijeni. Oni se najčešće realiziraju od prodaje dionica, obveznica, plemenitih metala i nekretnina. Treba naglasiti da se u pravilu porez na kapitalnu dobit efektuiru po realizaciji iste. Dakle, do trenutka kada je odgođena realizacija dobiti otuđenjem, instrument poreza na kapitalnu dobit se ne aktivira. Unutar ovog rada primarno se razmatra porez na dohodak od kapitalne dobiti investiranja fizičkih osoba na burzama u Republici Hrvatskoj, iako su blisko vezani porezni oblici porez na kamate od štednje, porez na prodaju nekretnina (kuća i stanova), odnosno porez na naslijedstvo. Treba napomenuti da u Republici Hrvatskoj, vjerojatno iz socijalnih razloga, zakonodavac za sada vrlo blago tretira, odnosno ne tretira navedene oblike stjecanja dohotka.

Sve zemlje ne oporezuju kapitalnu dobit a većina ima različite porezne stope, ovisno o tome oporezju li se poduzeća ili fizičke osobe. Primarni razlog za neoporezivanje kapitalne dobiti je prikazivanje financijskog tržista određene države kao primamljivijeg za ulagače, poticanje razvoja domicilnog financijskog tržista, odnosno trenutačna neisplativnost uvođenja dodatnog poreznog oblika s obzirom na moguće troškove, odnosno poreznu reformu u odnosu na potencijalni porezni prihod.

Na samom početku razmatranja prakse drugih zemalja treba napomenuti da dio država uopće ne oporezuje kapitalnu dobit. Među tim državama su Argentina, Hong Kong, Belgija, Bugarska, Meksiko, Novi Zeland, Singapur i Tajland.²⁴

U Velikoj Britaniji npr. postoji dozvoljeni iznos kapitalne dobiti koja je neoporeziva, koja se utvrđuje na godišnjem nivou, a trenutačno iznosi 9200 funti. Dobar dio država posjeduje detaljno razrađenu poreznu legislativu koja različito oporezuje kapitalnu dobit ovisno o periodu „držanja“ investicije, odnosno daju dodatne olakšice malim investitorima (fizičkim osobama).

Porez na kapitalnu dobit u Australiji se plaća kao i u ostalim državama samo nakon realizacije kapitalne dobiti, osim za određene provizije odgođenog kamatnog duga poput nul kupon obveznica. Ukoliko se vrijednosnice drže kraće od godinu dana, kapitalna dobit se uključuje u ukupan prihod. Ukoliko se drže duže od godinu dana, oporezuje se samo pola kapitalne dobiti.

Međutim, taj porez nije odvojen nego čini dio poreza na dohodak. Kapitalna dobit čini čistu razliku prodajne i nabavne cijene koja je umanjena za stopu inflacije. Postoje diskonti koji se primjenjuju na neke obveznike poreza. Najveća iznimka za porezne obveznike je obiteljski dom (stan, kuća) koji je generalno izuzet od poreza na kapitalnu dobit, osim za periode u kojima oni nisu bili korišteni za stanovanje, nego prazni ili iznajmljeni.

U Austriji se ne oporezuje kapitalna dobit ukoliko su se vrijednosnice držale duže od godinu dana.

U Belgiji se nešpekulativne transakcije i posljedična kapitalna dobit ne oporezjuju, dok se špekulativne transakcije oporezjuju stopom od 33 %.

²⁴ http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_gains_tax (19.08.2007.)

U Kanadi se 50 % kapitalne dobiti oporezuje običnom stopom poreza na dohodak. Zakonodavac ne razlikuje dugoročno ili kratkoročno držanje investicije. Postoje iznimke, kao što je prodaja primarnog obitavališta koje se može izuzeti iz oporezivanja.

U Danskoj se kapitalna dobit značajno oporezuje. Stopa iznosi 28 % za dobitke do 45.500 kruna, te 43 % iznad tog iznosa. Od 1.1.2008. godine bit će uvedena dodatna stopa od 45 % za kapitalne dobitke iznad 100.000 kruna.

U Francuskoj se kapitalna dobit oporezuje stopom od 26 %, s time da je neoporeziv dio 5600 EUR.

U Grčkoj se kapitalna dobit od vrijednosnica koje ne kotiraju na burzi oporezuje s 5 %, dok su one koje kotiraju izuzete od oporezivanja.

U Indiji nema kapitalnog poreza na ulaganja u vrijednosne papire ukoliko je vrijeme držanja duže od godinu dana. 10 % poreza plaća se na ulaganja kraća od godinu dana. Porezni dobitak se može prebijati s poreznim dobitkom iz iste poslovne djelatnosti.

U Sjedinjenim Američkim Državama plaća se porez na dohodak na kapitalne dobitke, baš kao što bi se plaćao na bilo koju drugu kapitalnu dobit, samo što je stopa niža na kapitalnu dobit od investicija koje su držane duže od godinu dana prije realizacije. Ona iznosi 15 %, odnosno 5 % za osobe koje se nalaze u najnižem dohodovnom razredu. Od 2011 godine očekuje se skok ovog poreza na 20 %. Porezni sustav SAD je kompleksan i nudi razne instrumente za odgodu poreza, međutim, specifičan je po tome što su državljeni SAD dužni plaćati porez na dohodak bez obzira na to da li je ostvaren u SAD ili ne, što otežava izbjegavanje poreza korištenjem poreznih oaza.

Naposlijetu, evo kratke liste poreznih stopa po kojima neke države oporezuju kapitalnu dobit od investiranja:²⁵

Brazil – 15%
Kina – 20 %
Finska – 28 %
Mađarska – 20 %
Island – 10 %
Irska – 20 %
Italija – 12.5 %
Norveška – 28 %
Poljska – 19 %
Švedska – 30 %

Iz svega iznesenog, može se zaključiti da postoje različiti kriteriji koji se koriste u različitim državama da bi se definirala zakonska legislativa vezana uz oporezivanje kapitalne dobiti od investiranja fizičkih osoba. Dio država ne oporezuje kapitalnu dobit – vjerojatni razlog koji stoji iza toga je atraktivnost, odnosno privlačenje kapitala i novih investicija, te stabilnost poreznih prihoda koja si može trenutačno dozvoliti da nije prijeko potrebno uvoditi „novi“ porezni oblik. Vrlo mali dio država postavljen je vrlo restriktivno prema oporezivanju kapitalne dobiti a većina ili pokušava razlikovati špekulativnu dobit od dugoročnog investiranja prema interno usvojenim kriterijima ili uvodi „olakšice“ ili odbitke, prebija

²⁵ OECD Tax Policy Studies, „Taxation of Capital Gains of Individuals“, OECD, 2006, str. 33-47 (22.08.2007.)

kapitalnu dobit s kapitalnim gubitkom iz neke druge investicijske aktivnosti ili dijelove kapitalne dobiti od investiranja u potpunosti izuzima iz oporezivanja a ostatak oporezuje u okviru regularnog poreza na dohodak, što pojednostavljuje postupak oporezivanja.

7 Postojeći prijedlozi oporezivanja kapitalne dobiti

Jedan primjer viđenja poreza na kapitalnu dobit koji je uzburkao javnost ono je bivšeg ministra gospodarstva, Ljubomira Jurčića, člana stranke SDP. Nažalost, njegov pristup u medijima bio je vrlo populistički, tako da se ekonomski teorija koja stoji iza mišljenja svela na niz nepovezanih rečenica koje nakon burne reakcije investitorske javnosti nisu bile naknadno komentirane, opravdavane ili potkrepljivane dodatnim činjenicama koje bi izazvale širu javnu raspravu (dvostranu!) koja bi mogla završiti nekim kvalitetnijim zaključkom. Ovo podsjeća na predizborni obećanje stranke HDZ da će smanjiti porez na dodanu vrijednost ako dođu na vlast, za što se zna kako je završilo.

Stoga se nažalost jedno vrlo važno pitanje svelo na nekoliko dosta nemuštih izjava koje stavljuju ozbiljan znak upitnika iza pitanja poznaje li predlagatelj uopće tematiku koju pokušava svojim prijedlogom regulirati i salvu komentara i reakcija onih koji bi takvih porezom mogli biti pogodeni. Radi pojašnjenja u medijima prenesenih izjava, autor ovog rada pokušao je elektroničkom poštom kontaktirati prof. Jurčića, no on, vjerojatno zbog zauzetosti i obaveza, nije bio voljan pojasniti svoje stavove.

Dodatni problem tog viđenja je upitna sposobnost prof. Jurčića da na objektivan (makar teoretski) način sagleda funkcioniranje makroekonomskog sustava, osobito onaj dio koji se tiče burzovnog trgovanja i značenja burze u modernom svijetu. Naime, neke njegove izjave pokazuju potencijalnu neinformiranost po tom pitanju, ili makar neuključenost u moderne tijekove ekonomije. Druga mogućnost je da se radi o otvorenoj izbornoj kampanji, no čak i u tom slučaju, neke izjave doista zapanjuju.

Nekoliko zapaženijih izjava bit će izložene i komentirane u nastavku rada.²⁶

- “Ako građanin kupi vrijednosni papir i prodaje ga, recimo, u roku od godine i pol dana, to bi se smatralo špekulacijom i oporezivalo bi se, jer investicije u takvom periodu ne znače ništa.”
- „Moj opis kapitalnog tržišta u Hrvatskoj temelji se na egzaktnim pokazateljima, primjerice odnosa cijene dionica i zarade P/E ratio za koji zna svaki aktivni sudionik tržišta. Tržište kapitala u Hrvatskoj treba razvijati i usmjeravati u veću potporu Hrvatskoj domaćoj proizvodnji.“
- “U Hrvatskoj nema ozbiljnijih investicija osim ako ne investira država.”
- „Ovako se ta priča može protumačiti: dok se mi bogati koji trgujemo povlaštenim informacijama bogatimo i zarađujemo, nemojte nam naplaćivati porez, a kad se tržište kapitala u Hrvatskoj razvije, kad dionice bude imao običan puk, onda ćemo oporezivati! No, taj porez ne bi imao apsolutno nikakvog utjecaja jer je u Hrvatskoj odnos zarade i rizika mnogo veći nego u drugim zemljama i u odnosu na porez koji bi se trebao nametnuti. Uostalom, zašto ne idu ulagati u razvijeno tržište? To je špekulantski kapital. Kapital koji je došao u Hrvatsku je zapravo uzeo sve monopolске djelatnosti gdje su monopolski profitti. Nađite primjer da je kapital ušao u proizvodnju i dijelio sudbinu proizvodnje.“

U najmanju ruku zabrinjava način na koji se povezuje trgovina dionicama s investiranjem u proizvodnju. Poznato je da je paradigma socijalizma u biti paradigma glorifikacije poljoprivredne i teškoindustrijske proizvodnje koja je još od doba diktature

²⁶ http://gospodarstvo.sdp.hr/gospodarstvo/pitajte_nas (30.08.2007.)

proleterijata promovirala poljoprivredu i industriju a nije baš blagonaklono gledala na tercijarne, kvartarne i kvarnarne djelatnosti. Poznato je da u prirodi ali i ekonomiji i financijama „preživljavaju“ oni koji se mogu prilagoditi – analogno tome, inzistirati na državnoj kontroli, na „državnim“ investicijama, govoriti o ulaganju od godinu i pol koje „ne znači ništa“, u najmanju ruku je neozbiljno u današnjem svijetu u kojem je globalizacija neminovna, protok i nezavisnost kapitala imperativ, a fondovi rizičnog i privatnog kapitala pokreću poslovnu aktivnost i izlaze iz novopokrenutih poduzeća već nakon 3 do 5 godina. Osim toga, iz citiranog konteksta moglo bi se derivirati pitanje da li predlagatelj shvaća razliku između investiranja u proizvodnju i investiranja u vlasničke udjele. Činjenica je da Hrvatska nije dostigla nivo proizvodnje kakav je imala prije Domovinskog rata, no isto tako je činjenica da je od tada doživjela preobrazbu društvenog i ekonomskog sistema, sa svim pozitivnim i negativnim posljedicama. Osim toga, ako se radi o kapitalnoj dobiti fizičkih osoba, postavlja se pitanje koja „pravovjerna“ alternativa se pruža za diverzifikaciju portfelja fizičkim osobama koja bi „pokretala proizvodnju“, osim standardnih oblika štednje, mirovinskih fondova, investicijskih fondova i ulaganja u vrijednosne papire?

Nije direktno povezano s porezom na kapitalnu dobit, no demoniziranje kapitala koji ulaže u hrvatski finansijski sektor nazivajući ga „špekulantskim“ zasigurno nije ono što treba jedna tranzicijska država koja sebe pokušava predstaviti kao lidera u regiji. Isto tako, zanimljivo je da se propulzivne privredne grane u kojima je profit visok proglašavaju „monopolima“. U Hrvatskoj su najviši profitti i marže u bankovnom sektoru – u Hrvatskoj posluje preko 30 banaka. Da li se u tim uvjetima može reći da u Hrvatskoj postoji bankovni monopol? Visoke profitne marže su i u industriji koja se bavi elektronikom i informacijskim tehnologijama. Predlagačima bi trebalo biti jasno da se visok profit ne postiže samo monopolom i špekulacijom, nego i propulzivnošću branše u kojoj poduzeće posluje, konkurentnošću, uvođenjem novih tehnologija, kontrolom troškova i efikasnim managementom (Hrvatska je 2006 dostigla opet točku na krivulji konkurentnosti u kojoj je bila 2002 godine, od 2002 godine veći su plasmani kredita građanstvu nego privrednim subjektima). U tom kontekstu, radi se o efikasnim proizvođačima – treba jasno reći da danas proizvodnja nisu samo crna metalurgija, rudarstvo i poljoprivreda kolhoza i sovhoza. Naposlijetu, ako se proizvodnja u smislu industrijske proizvodnje postavlja na pijedestal, trebalo bi biti svjestan činjenice da postoje države koje nemaju izrazitu masovnu industriju a imaju izrazito visok BDP, odnosno predložiti konkretnе mjere za oživljavanje industrije koja još nije dostigla nivo iz 1990 godine. Tjeranje investitora ovakvim izjavama zasigurno nije ono što će taj cilj dostići.

Drugo važno pitanje je razumijevanje pojma špekulacije, za koje se postavlja pitanje da li je shvaćeno u potpunosti. U užem smislu finansijske špekulacije, špekuliranje uključuju kupovinu, držanje i prodaju vrijednosnica, valuta, nekretnina, derivata ili bilo kojih drugih vrijednih finansijskih instrumenata kako bi se profitiralo od fluktuacija u cijeni. Špekulacija bi trebala biti drugačiji pristup investiranju od onoga koji koristi iste te instrumente kako bi se zaradilo od dividendi ili kamate. Prema tome, špekulacija se ne može razgraničiti isključivo prema vremenskom periodu držanja objekta investicije. Prema većini definicija, čak i većina dugoročnih investitora, uključujući one koji kupuju i drže predmet investicije desetljećima, mogu se klasificirati kao špekulantи. Zapravo, najbolja definicija investicije bila bi ona od Benjamina Grahama, najpoznatijeg teoretičara i praktičara investiranja. „Investicija je ona operacija koja nakon detaljne analize garantira sigurnost glavnice i zadovoljavajući prinos. Sve operacije koje ne zadovoljavaju ovim zahtjevima su špekulativne“.²⁷

²⁷ <http://www.buffettsecrets.com/investment-principles.htm> (25.08.2007.)

Iz populističkih i dnevno-političkih razloga, investiranje, špekuliranje, ali i bilo kakva ostvarena kapitalna dobit u stručnim hrvatskim medijima tijekom 2007 godine podosta su demonizirani, no s druge strane, dioničarstvo se promovira inicijalnim ponudama i reklamiranjem ulaganja u investicijske fondove. Začinjuje izjednačavanje investiranja malih dioničara koji uz veliki rizik pokušavaju oploditi svoj kapital i „investiranje“ figura popularno zvanih „tajkuni“ iz devedesetih godina koji su tada uz potporu političkih struktura došli do vlasništva nad poduzećima. Tako je recimo na prvomajskoj proslavi Predsjednik države u biti podržao platformu prof. Jurčića neshvatljivom izjavom - "Oni koji kažu da ne treba oporezivati kapitalnu dobit su oni koji su tuđi kapital, na razne načine, prebacili na svoje ime". Oni koji su sivom privatizacijom došli do kapitala, taj su kapital odavno preusmjerili na tajne račune, investirali ga u novu, legalnu poslovnu aktivnost u Hrvatskoj, povezali s tvrtkama koje posluju u poreznim oazama ili ga pretvorili u zemljišta i nekretnine i zasigurno neće biti pogodjeni uvođenjem poreza na kapitalnu dobit od investiranja!

Strah od špekulanata, iako je jasno da je definiciju špekulantu jako teško dati, pa samim time i vršiti izvedenice na tu temu, u ovom trenutku u Hrvatskoj je razmjerno iracionalan. Ako se izuzmu iracionalni razlozi poput sitnog jala zbog tuđe dobrobiti, špekulanti pružaju tržištu uslugu jer riskiraju svoj vlastiti kapital nadajući se profitu i na taj način dodaju likvidnost tržištu. Da nema špekulanata, na tržištu bi postojali samo veliki „igraci“ i postojala bi veća razlika između kupovnih i prodajnih cijena. Netko tko bi htio ući na tržište i kupiti ili prodati neku vrijednosnicu ili drugi instrument, morao bi prihvati stanje nelikvidnog tržišta ili čak se naći u poteškoćama kome prodati ili od koga nešto kupiti. Špekulanti svojim djelovanjem reduciraju razmak između prodajne i kupovne cijene, te kreiraju više efikasno tržište, koje bi se makar približilo teoretskom modelu efikasnog tržišta koje već reflektira sve poznate informacije i reflektira kolektivno vjerovanje gotovo svih investitora o budućnosti investicije.

Hrvatsko dioničko tržište izrazito je plitko i nelikvidno a glavni pokretač aktivnosti su investicijski fondovi koji značajno sudjeluju i s kupovne i prodajne strane, te na neki način, igraju ulogu market makera. To se osobito može primjetiti kod nekih korekcija trenda ili kriza na tržištu, kada se razlika kupovne i prodajne cijene izrazito poveća i nalozi se maknu s kupovne strane trgovine. Špekulanti svojim djelovanjem dodaju likvidnost tržištu i popunjavaju ponudu na kupovnoj i prodajnoj strani burze.

Iako čitav program nije predstavljen a izjave koje dolaze u javnost usmjerene su primarno ka vlastitoj glasačkoj bazi i privlačenju eventualnih novih glasača koji bi bili privučeni „porukama socijalnog jedinstva“, postoji jako nastojanje na tzv. „poreznoj pravednosti“. Iako stariji profesorski kadar često inzistira na poreznoj pravednosti, mogla bi se lako braniti teza da ne postoji pravedan porez. Porez predstavlja prisilu ugovornog karaktera, prisilu koja s druge strane garantira svim stanovnicima neke države određena prava i sigurnost. No, retorika pravednosti može apelirati samo na lošije informirane i educirane birače. Istovremeno, iako se nominalno zalaže za „male dioničare“, dakle apelira se baš na one koji čine biračko tijelo, niti jednom rječju do sada u javnosti nije predstavljen prijedlog osiguranja malih ulagača. Naime, u Hrvatskoj danas ne postoji sustav osiguranja ulaganja u investicijske fondove, koji postoji na Zapadu, ali i u zemljama JIE a koji doista štiti male ulagače jer agencija osigurava uloge, u pravilo do 20-25.000 EUR.

- „...smatramo da je pitanje pravednosti i porezne ravnopravnosti oporezivanje svih dohodaka (od rada, kapitala itd.). Struka će ponuditi prijedloge poreznih sustava za

oporezivanja dohotka od kapitala, a politika će izabrati. Socijaldemokrati su za zaštitu malih dioničara bez obzira kako ih definirali...“

- „Ovim porezom se ne povećava porezno opterećenje nego se širenjem porezne baze, ako ništa drugo na načelu pravednosti, stvaraju se uvjeti za smanjenje poreznog opterećenja... ,“
- „Porezi na dohodak od kapitala svagdje postoje, pa već i u Hrvatskoj. Samo je do sada taj sustav bio diskriminacijski: netko na svoj dohodak mora platiti porez, a drugi netko ne mora... a živimo u istoj državi... U Americi i Engleskoj koje su najdioničarskije zemlje (ovaj porez se automatski naplaćuje) , a od ukupnog stanovništva u radni contingent spada oko 70% ljudi ..u Hrvatskoj ispod 50%... Pored toga razvoj financijskog tržišta u Hrvatskoj nema nikakve veze sa rastom domaće proizvodnje od koje 99,99% Hrvatskih građana živi...iz jednostavnog razloga što nije uskladen razvoj ova dva područja.. S druge strane kad bi se ulagalo u proizvodnju zarada bi bila ispod 10% na godišnjem nivou, a tu zaradu može špekulacijom ostvariti na mjesecnom nivou....“
- „Nije bitan samo porast proračuna, nego je još važnije da domaća proizvodnja brže raste od proračuna..“
- „Na investicije najviše djeluju uvjeti za ostvarivanje veće dodatne vrijednosti. Ti uvjeti se stvaraju industrijskom i regionalnom a ne fiskalnom politikom. Ti porezi postoje u svim razvijenim zemljama, pa ipak u te zemlje se najviše investira. Zbog uvjeta za proizvodnju velikih dodanih vrijednosti. Oporezivanje svih dohodaka je jednostavno princip porezne pravednosti...“

Da li Hrvatska trenutačno može ponuditi vanjskim investorima dovoljne uvjete da bi ih zainteresirala za ulaganje u proizvodnju? Da li je uopće moguće, uvezši u obzir postojeće makroekonomski agregate (zaduženost, nezaposlenost, veći uvoz od izvoza), zadržavši postojeću paradigmu, zainteresirati nekoga za ulaganje u proizvodnju, osobito industrijsku? O kojoj točno industriji se radi? Kakvi su uvjeti zapošljavanja radne snage, kolike su plaće, da li je Hrvatska konkurentna? Teško da su odgovori na sva ova pitanja afirmativni ili pozitivni. Isto tako, dovoditi u korelaciju oporezivanje kapitalne dobiti kao „kaznu“ za činjenicu da se u Hrvatskoj u ovom trenutku jednostavno nikome ne isplati ulagati u industrijsku proizvodnju zbog nekonkurentnosti, u najmanju ruku je čudno, ako ne i kompletno irelevantno dovođenje u korelaciju nespojivog. Ukoliko se promatra šira slika, npr. u svjetlu predlagateljeve izjave da će po dolasku na vlast, u roku pet godina trebati revitalizirati tekstilnu industriju, i to u uvjetima seljenja nižestpanjske tekstilne industrije u Kinu u zadnjih petnaestak godina zbog njihove konkurentnosti i niske cijene rade, doista se stječe dojam da je u pojedinim aspektima paradigma malo izmakla kontroli i izgubila dodir s realnošću.

Zanimljivo je da strah od špekulanata ide toliko daleko, da se potpuno ignoriraju činjenice da je imovina u bilancama hrvatskih poduzeća mahom nerevalorizirana (revalorizaciju je napravilo svega nekoliko poduzeća), te da se vodi po cijenama s početka devedesetih godina. Ovo je osobito prisutno kod hotelijerskih i turističkih poduzeća te poduzeća koja imaju znatne nekretnine i zemljišta. Sama pojava ima jak utjecaj na finansijske pokazatelje. Nadalje, kupovinom dionica, kupuje se ne sadašnjost, nego budućnost tvrtke. Orijentacija Hrvatske je ka ulasku u Europsku uniju, a pošto bi to trebalo dati dodatni zamah ekonomiji države, ta su očekivanja ugrađena u cijene današnjih dionica. Nadalje, dobar dio

hrvatskih poduzeća konstantno unapređuje svoju poslovnu aktivnost dodatnim ulaganjima i stalno ostvaruje sve bolje poslovne rezultate, što naposlijetku rezultira većom intrinzičnom cijenom dionice. Relativno je zanimljiva i izjava o 100-200 „insidera“ koji trguju i povećavaju vrijednost dionica napuhujući ih. Dionice se uvijek kreću ciklički, kao i sve druge ekonomske pojave i vrhunci te dna tržišta su normalni dijelovi konjukture. Nije jasno što se misli pod time da bilance pumpaju oni koji ulaze u dionice, pošto bilancu izdaju dionička društva a investitori koji trguju udjelima nemaju baš neki utjecaj na bilancu, osobito ne mali dioničari koji ne ostvaruju značajan utjecaj na poslovnu politiku poduzeća, tj. nemaju kontrolni paket. Najbolji način za borbu protiv insiderskog trgovanja prema povlaštenim informacijama je jaka HANFA te transparentnost izvještavanja i korporativnog upravljanja – nešto što u javnim istupima praktično uopće nije isticano.

- „Da, da, to su dva potpuno odvojena autonomna područja - apsolutno u Hrvatskoj ne možete naći nikakvu korelaciju. Unutra imate vjerojatno sto-dvjesto insajdera koji kupujući i igrajući se povećavaju vrijednosti dionica, tako da vi imate situaciju da biste danas za prosječnu vrijednost dionice na hrvatskom tržištu trebali čekati 25-30 godina da se ona otplati. Oni zapravo samo svoje bilance pumpaju i danas je taj balon značajnim dijelom napuhana vrijednost. Danas kokoš košta 10 kuna, jaje 1 kunu. Vi sutra kažete da kokoš košta 20 kuna, a jaje 2 kune. A ista kokoš, isto jaje.“

Sljedeći istup ponovo se referira na pravednost oporezivanja. U slučaju malih dioničara, oni najčešće ulaze višak svojih sredstava koji u biti predstavlja rizični dio štednje a koji je već oporezovan u okviru mjesecne isplate plaće. U slučaju da ulaze novac koji je zarađen od prodaje nekretnina, na taj iznos je plaćen propisani porez na promet nekretnina. Pošto je mali dioničar vlasnik dijela poduzeća, i sam temelj na kojem je povećana vrijednost njegovog uloga – dodatno ostvarena dobit poduzeća – već je oporezovan. Ovakav sustav oporezivanja je u biti višestruko oporezivanje, ali prikriveno.

- „Porezni princip u svim suverenim državama je oporezivanje dohotka (odnosno zarada) od rada, kapitala i imovine. Nije pravedno da ljudi koji rade od jutra do sutra i zarade plaću plaćaju porez i financiraju državu a da ljudi koji zarađuju na kapitalu da dijelom svoje zarade ne financiraju državu u kojoj žive i zarađuju...“

U okviru porezne politike, planira se još uvesti i oporezivanje nekakvog imaginarnog „viška“ stambenog prostora stanovnika, ne bi li se pokušali optimizirati postojeći stambeni resursi. Sustav podsjeća na rigidnu plansku stambenu politiku istočnog modela socijalizma koja je čak donekle i funkcionalala zato što je bila dio drugog ekonomsko-političkog sustava. Tako je recimo u medijima odjeknula izjava „Zašto roditelji, nakon što su im djeca odselila, ne bi preselili u manji stan?“²⁸ Nije jasno da li se radi o državnom diktatu vezanom uz stambeni prostor, osobito osnovni dio fonda koji se koristi za stanovanje, ili o dosjetljivom načinu dodatnog punjenja državnog proračuna.

Naposlijetku, najdetaljniji opis prijedloga izrečen je zapravo u sljedećem odlomku. Iako se prijedlog doima na prvi pogled relativno koherentan, zanimljivo bi bilo dobiti objašnjenje kako točno novac investitora biva zadržan u poslovanju poduzeća i kako će se implementirati mehanizam reinvestiranja dobiti koja će biti oslobođena poreza.

²⁸ <http://www.kapital-plus.net/index.php?Vijesti&prikaz=teme&id=6&vijest=1374> (19.08.2007.)

- „Porez na kapitalni dobitak neće biti "jedna odluka" nego razrađen sustav koji će stimulirati da se više investira i da se što duže novac zadrži u poslovanju. Definirat će se špekulacijsko trgovanje i posebno oporezivati. Biti će olakšice za duže investiranje. Reinvestirana dobit biti će oslobođena poreza. Različito će se tretirati različiti investitori... itd. ...“

Na samom kraju, trebalo bi istaknuti i opasnost od zadiranja u suverenost monetarne politike koju vodi Narodna banka Hrvatske, a koja se izborila za svoju samostalnost i koja je jedan od regulatornih ventila koji održavaju glavu zadužene Hrvatske iznad vode već godinama.

(Ljubo Jurčić) - "Prve dvije godine bismo povećali deficit državnog proračuna na pet posto BDP-a... ako tada procijenimo da bi se promjenom monetarne politike mogao povećati gospodarski rast, tada bi najvjerojatnije došlo do slabljenja domaće valute. U tom kontekstu svakako treba reći kako će ionako prilikom prelaska na Euro trebati odrediti tečaj po kojem će se raditi konverzija valuta."

(Slobodna Dalmacija) - "Što ako se vodstvo Hrvatske narodne banke tome usprotivi?"

(Ljubo Jurčić) - "Tada ćemo izmijeniti Zakon o HNB-u koji bi takvu promjenu monetarne politike učinio mogućom."²⁹

Temeljna ideja da se oporezuje *svaka* transakcija na tržištu kapitala predstavlja kompletan nonsens pošto takav sistem oporezivanja nemaju niti države s daleko razvijenijim finansijskim tržištima od Hrvatske. Treba imati na umu da je ovako formuliran prijedlog u ljeto 2007 najopasniji čimbenik sistemskog rizika na hrvatskom tržištu kapitala.

Ostalih prijedloga platformi poreza na dobit uglavnom nije bilo, osim uglavnom negativnih komentara SDP-ovog prijedloga. Istop vladajuće stranke je da oni za sada ne namjeravaju uvesti porez na kapitalnu dobit a većina partnera koji se mogu smatrati potencijalno koalicijskim vrlo su umjereni i distancirani.

Iz svega navedenog, može se izvesti zaključak da je jedini detaljniji istup u javnosti vezano uz uvođenje kapitalne dobiti temeljen na političkim a ne ekonomskim ili znanstvenim kriterijima, uz veliku dozu populističkog podilaženja, nerazumijevanje osnovnih makroekonomskih agregata i uvođenje jake državne ekonomске politike na zasadama dirigirane centralizirane ekonomije, uz promoviranje industrijske proizvodnje kao pokretača razvoja i temeljne ekonomске aktivnosti u uvjetima kada to nije prema situaciji u ekonomiji indicirano te marginaliziranje svih ostalih proizvodnih djelatnosti, osobito financijske djelatnosti i investiranja. Nažalost, ovakav se stav i nerazumijevanje ne nalaze samo s lijeve strane političke opcije, i s desne strane situacija je jednako poražavajuća. Nepoznavanje elementarnih postavki materije bilo je jasno iz izjava ministra gospodarstva Ivana Šukera koji je u televizijskoj debati raspravljaо o tome da li je prodaja većinskog udjela u tvrtki Lura stranom investitoru prodaja dionica, prodaja bilance ili prodaja tvrtke, a rasprava je otišla do analize kupoprodajnog ugovora te pitanja da li su prodajom dionica prodana prodani i krediti i dugovi koje tvrtka ima. (!)

²⁹ Ibidem (19.08.2007.)

8 Prijedlog

Smanjivanje ukupnog poreznog opterećenja je opći trend u Europskoj zajednici. Europski povjerenik za poreznu politiku Laszlo Kovacz pokrenuo je kampanju za ujednačavanje korporacijskog poreza u svim europskim državama. Toj ideji najviše se protive Velika Britanija i Irska koje imaju najniže porezne stope a podržavaju je Slovačka i Češka koje su zbog niskih poreznih stopa ali i jeftine radne snage postale nove investicijske zvijezde. Englezi i Irčani smatraju da je to isključivo nacionalno pitanje, no većina država pritisnuta jeftinom konkurenjom ne samo na Dalekom Istoku nego i u svom susjedstvu kreće u smanjivanje korporativnih poreza. Tako je recimo tim okupljen oko francuskog predsjednika Nicholasa Sarkozyja obećao u kampanji da će smanjiti korporativni porez s 33 na 28 ili manje postotaka, Španjolska smanjuje porez s 35 na 30 posto, Velika Britanija ga je smanjila za 2 %, s 30 na 28 % a na sličnom tragu je i talijanski premijer Romano Prodi. Prosječna stopa korporativnog poreza u Europskoj uniji je 26 %.³⁰

Ukoliko promatramo države JIE regije, one se doslovce natječe pokazati koja od njih je veći „porezni raj“. Makedonija je spustila korporativni porez na 12 % i planira ga dalje smanjiti na 10 %, Crna Gora uvodi flat tax od 15 % s namjerom spuštanja na 9 %, Albanija je uvela korporativni porez od 10 %. Od novih članica Europske unije, korporativni porez je spustila Poljska s 27 na 19 %, Slovačka je uvela flat tax od 19 % a Mađarska 16 %.

Porezi koje hrvatska država prikupi čine 39 % BDP-a, što je 8 % više od ostalih tranzicijskih zemalja. Dan porezne slobode u Hrvatskoj je 13. lipanj, što znači da radnik u Hrvatskoj do 13. lipnja radi za državu, a prihod nakon toga ostaje njemu – taj datum je u SAD npr. 30. travnja, u Irskoj 9. svibnja, u zemljama OECD-a u prosjeku 29. svibnja. Nапослјетку, Hrvatska je opterećena s preko 80 tzv. „skrivenih nameta“ u koje spadaju razne takse, komunalne naknade, doprinosi i neporezni oblici koji naviše pogađaju fizičke osobe a nakon poreza na dohodak čine najveći dio prihoda centralne države u iznosu preko 8 milijardi kuna, nikako ne pomažući u povećanju transparentnosti poreznog sustava. Dakle, s jedne strane, sa stopom korporativnog poreza od 20 %, Hrvatska se ne nalazi među državama koje su na donjem dijelu ljestvice oporezivanja, no s druge strane, izrazito oporezuje građane porezom na potrošnju.

Pri izradi prijedloga o oporezivanju kapitalne dobiti treba dobro odvagnuti prvo da li treba ići na uvođenje novog poreznog oblika ili ne. Pri izradi takvog prijedloga, jasno je da lijeva opcija pretendira na populistička rješenja gdje bi se oporezivanje slojeva koji investiraju „izvojevalo“ glasovima onih koji ne investiraju, tj. nemaju dionički portfelj. Česta je izjava da „struka mora dati zadnju riječ“, no isto tako, struka je kod ovakvih pitanja često preskočena, ili se uzimaju u obzir samo „podobni“ glasovi. Doista, pitanje uvođenja poreza na kapitalnu dobit može se hladno svesti na pitanje ekonometrijskog modela. Kakva je komparativna prednost ulaganja u Hrvatsku? Hrvatsko tržište kapitala u 2006 godini spadalo je u skupinu šest najbrže rastućih tržišta na svijetu koja su rasla po stopi od više od 60 % (indeks CROBEX rastao je prošle godine 60,7 %). Međutim, do 2006 godine, indeks CROBEX posve je „plutao“ u prosjeku i rastao je 9 % godišnje od 1997 do 2005 godine. To nas dovodi do zaključka da je tek prošlih godina došlo do značajnog ulaska kapitala u Hrvatsku, da je hrvatsko tržište na neki način odradilo zaostatak koje je imalo za optimizmom globalnog tržišta u istom tom periodu i da je dostiglo ili dostiže svoju intrinzičnu vrijednost. Činjenica je da se tržište kapitala u Hrvatskoj u ljeto 2007 godine nalazi u blagoj korekciji trenda, u

³⁰ Ljubica Gatarić, „Pritisak na smanjenje poreza“, Poslovni magazin, broj 7, srpanj/kolovoz 2007

očekivanju inicijalne ponude dionica Hrvatskog Telekoma, no isto tako je točno i to da je omjer cijena i zarade hrvatskog tržišta sada oko 30, što znači da je ceteris paribus tržiste precijenjeno, no prema valuatoru tranzicijskih tržišta, to može značiti i da se pred njim nalaze veća očekivanja nego pred razvijenim tržištima koja su prošla svoju formativnu fazu još prije više desetljeća. Postoje li ekonometrijski i makroekonomski modeli koji bi mogli ugraditi porez na kapitalnu dobit (po svakoj transakciji?!?) uz sve navedene uvjete? Gledanje u staklenu kuglu je uvijek bio nezahvalan posao, osobito na tržištu kapitala (sjetimo se samo izjave "Stock prices have reached what looks like a permanently high plateau.", kojom je u povijest lošeg gledanja u budućnost ušao Irving Fisher, profesor ekonomije s Yalea, dva tjedna prije nego sto je doslo do kraha njujorške burze i početka Velike depresije), no izrada ekonomskog modela koji bi hladno i analitički ugradio trošak poreza u burzovno trgovanje, mogao bi baciti makar tračak dodatnog svjetla na ovo pitanje. Ukoliko se to ne učini, veliki investitori bi mogli ex-post dati svoje praktično a ne teorijsko mišljenje o tom potezu i potražiti neka druga tržišta u razvoju u kojima je sigurnost ulaganja možda manja, ali prinos potencijalno viši. Naime, iako populističko promoviranje ovog koncepta privlači podršku onih koje ne pogarda, taj isti kapital podržava poslovnu aktivnost koja plaća rad dobrog dijela zaposlenih u Hrvatskoj. Stoga bi uvođenje novog poreza ove vrste trebalo biti pitanje ekonomske, a ne političke odluke, ukoliko je to u Hrvatskoj u ovom trenutku uopće moguće.

Uvođenje poreza na kapitalnu dobit treba biti povezano i s uvođenjem druga dva poreza koji se ne spominju, jer zasigurno u predizbornu dobu njihovo spominjanje ne bi bilo toliko popularno: porez na dividendu, te porez na kamate štednih uloga. Prema nekim analizama, porez na kamate štednih uloga mogao bi obogatiti državnu prihodnu stranu za oko 850 miliona kuna godišnje. Ta činjenica „tiho“ prolazi uz priču o oporezivanju kapitalne dobiti koja se veže isključivo uz zle tajkune iz nemirne hrvatske privatizacijske prošlosti, zaboravljujući činjenicu da se u Središnjoj Depozitarnoj Agenciji dana 29.08.2007. nalazi registrirano 559.502 fizičke osobe koje su ulagači i potencijalni porezni obveznici po osnovi kapitalne dobiti, kamate i/ili dividende.³¹

Ukoliko se kao kriterij za evaluaciju „go-no go“ odluke o uvođenju poreza na kapitalnu dobit uvede popunjeno hrvatskog proračuna, sigurno je da će odluka biti pro. Razlog se primarno može naći u rastrošnosti centralne države i generalnoj nevoljnosti vladajuće stranke, koja god to bila, da racionalizira nepotreban trošak i izvrši najlakši zahvat u proračunu, a to je preraspodjela u one stavke koje donose socijalnu ili ekonomsku dobrobit, nauštrb direktnе potrošnje. Naravno da je ovakav zahvat u makroekonomske agregate povezan i za sobom vuče lavina efekt, no vrlo lako je moguće analizirati potrošnju centralne države i doći do zaključka da će joj sigurno dodatno podebljavanje prihodne strane dobro doći, no postavlja se pitanje štete koja pritom može biti nanesena nekoj drugoj stavci prihodne strane. I ovdje bi ekonometrija mogla dati svoj konačni sud, no postavlja se pitanje da li bi politički motivirani donosioci odluka poslušali pravorijek ekonomske struke?

Prema tome, iz svega iznesenog, dolazi se do zaključka da nije lako donijeti odluku o uvođenju ili neuvođenju poreza. Ta odluka mora biti temeljena na egzaktnim izračunima čiji ulaz čine makroekonomski agregati, uz uvođenje stohastičnosti varijable ponašanja tržišta i uračunavanja realiteta u kojemu se trenutačno nalazi Hrvatska – približavanje Europskoj uniji, relativno visoka cijena kapitala na evropskom tržištu, punjenje državnog proračuna vs. šteta koja može biti nanešena uvođenjem dodatnog poreza).

³¹ http://www.sda.hr/portal/f?p=100:50:2216948358656123::NO::P50_SD:31.08.2007 (01.09.2007.)

Treba još jednom istaknuti činjenicu da je oporezivanje kapitalne dobiti prema prijedlogu oporbe gdje bi se oporezivala svaka transakcija apsolutno neprihvatljivo. Takav sustav ugradio bi na finansijsko tržište gotovo lihvarski porez koji nije prisutan praktično niti u jednoj drugoj državi koja ima ili pretendira imati razvijeno finansijsko tržište ili biti dio suvremenog finansijskog tržišta. Bilo koja promjena u poreznom sustavu sa sobom vuče određeni trošak. Vrlo često se može čuti da je najgora noćna mora za ekonomiju uvođenje novog poreza, i to ne zbog samo zbog snižavanja profitnih stopa. Pošto se struktura štednog portfelja treba prilagođavati barem jednom godišnjem da bi reflektirala promjene u ekonomiji općenito, oporezivanje svake transakcije neovisno o tome da li polučuje kapitalni gubitak ili dobitak pokazalo bi posvemašnju neosjetljivost predlagачa Zakona prema toj činjenici. Jedan od prijedloga kod promjene poreza na kapitalnu dobit u Velikoj Britaniji istaknuo je činjenicu da je praktično 2 % od ubranog poreza na kapitalnu dobit trošak obrade tog poreza i da je taj trošak praktično dvostruko porastao zadnjih godina. Baš zbog promoviranja štednje, donesena je odluka o smanjenju porezne stope. Naime, oportunitetni trošak nepostojanja poreza na kapitalnu dobit za državu Veliku Britaniju bi iznosila 2 milijarde funti godišnje, ubiranje 10 % flat poreza na kapitalnu dobit košta 1 milijardu funti godišnje, a 10 % flat poreza na investicije koje se drže duže od dvije godine je trošak od 850 miliona funti godišnje.³² Zanimljivo je da u Hrvatskoj 34 % zaposlenih rade u državnom sektoru, dok je u EU to oko 19 %. Analizom ovih odnosa moguće je doći do graničnih točaka korisnosti od uvođenja ovog poreza, ili makar do egzaktnih smjernica pri donošenju odluke.

Hrvatsko tržište vrijednosnica čeka uvođenje nove švedske platforme OMX koja će uvesti mogućnost trgovanja izvedenicama, u očekivanju novih zakonskih propisa koji bi definirali to područje. Zbog toga bi trebalo u postojeći prijedlog poreznog tretmana kapitalne dobiti od investiranja ugraditi i viđenje, ali i mehanizam obračuna poreza na kapitalne dobitke koji su ostvareni trgovanjem izvedenicama, koje bi po svojoj definiciji bile mahom svrstane u „nepoželjne“ i „špekulativne“ skupine, iako se mogu koristiti čak i kao sredstvo osiguranja nekih drugih investicija. Pritom bi u trošak uvođenja poreza trebalo uračunati i hardver, softver, ali i lifeware i orgware potreban za praćenje dobiti od trgovine derivatima koji bi se trebao protezati od SDA, HANFE, preko brokerskih kuća, pa sve do Porezne uprave i poslovnih banaka. Naravno, osnovni preduvjet za ovo je uvođenje jedinstvenog poreznog broja po uzoru na države Europske unije i neke naše najbliže susjede (Slovenija) koji bi bio unikatni ključ za praćenje priljeva i odljeva sredstava individualnog investitora i zamijenio nesretno deklasirani, a trenutačno tajno-javni jedinstveni matični broj građana (JMBG).

S obzirom na razvoj finansijskog tržišta u Hrvatskoj, ukoliko se odluči da se ide na uvođenje poreza na kapitalnu dobit, a s obzirom na činjenicu da je hrvatsko tržište kapitala plitko, da su cijene skočile zbog jake potražnje institucionalnih investitora a već postoji sumnja u atraktivnost tržišta zbog prevelikih preferencija usmjerenih na ESOP programe, stopu poreza bi trebalo uvesti vrlo oprezno uz velikodušan grace period koji bi trebao biti dizajniran na taj način da polako u realnost pretvori dogadjaj koji je za sada tek sistemski rizik, a kako bi se izbjegli potresi i naglo povlačenje kapitala s tržišta. Poznato je da se veće promjene u vlasničkim glavnicama događaju van burze u blok transakcijama i da je bez prethodnog dogovora gotovo nemoguće prodati dionice redovnim putem. Moguće je samo zamisliti reakciju burze dan nakon uvođenja poreza na kapitalnu dobit.

Ukoliko je cilj hrvatske Vlade promovirati štednju, potrebno je jasno dati do znanja stanovništvu da se liberalnom politikom prema oporezivanju kapitalne dobiti, odnosno

³² <http://www.conservatives.com/getfile.cfm?file=cgt-dec2004&ref=POLICYDOCUMENT/1664&type=pdf> (28.08.2007.)

neuvodjenjem oporezivanja iste, ili blažim oporezivanjem od oporezivanja dohotka, omogućava građanima da višak svojih sredstava koja namjeravaju štediti investiraju u diverzificiran portfelj. U hrvatskim bankama građani drže praktično 100 milijardi kuna³³, koje predstavljaju potencijalnu masu koja bi se mogla investirati u druge instrumente štednje ili investiranja povećavajući polako ali sigurno blagostanje svojih držatelja. Trenutačno se u Hrvatskoj 20 % manje ulaže u štednju nego u investicije a ovo ljetu kreditni plasmani su prešli štednju stanovništva – to su činjenice koje bi trebale zabrinuti svakog ozbiljnijeg predlagatelja ovakvog novog poreznog oblika.

³³ <http://www.tportal.hr/gospodarstvo/vijesti/page/2007/07/10/0152006.html> (28.08.2007.)

9 Dodatak

Nakon dovršetka pisanja rada, u medijima su se pojavile nadopune (nažalost, još uvijek više predizbornog, a manje stručnog) prijedloga o oporezivanju kapitalne dobiti od strane prof. Jurčića. Taj prijedlog došao je na svjetlo dana usred objelodanjenja novootkrivene investitorske sklonosti hrvatskog stanovništva ka investiranju u dionice, primarno zbog inicijalne ponude dionica INE i T-HT-a, a vjerojatno potaknut dosadašnjim dosta nepopularnim istupima koji su naišli na opravdane kritike šire stručne javnosti, iz razloga koji su do sada već navedeni.

Glavni predlagač i inicijator je do sada očito shvatio kako oporezivanje pojedinačnih transakcija koje je do sada bilo najavljivano nije osobito smislen, odnosno praktično upotrebljiv koncept, niti se može naći u komparativnoj praksi ostalih država, nego je počeo praviti jasnu distinkciju po principu realizacije kapitalne dobiti. Spominje se i prijedlog oslobađanja od oporezivanja kapitalne dobiti do godišnjeg iznosa od 50.000 Kn, no nije jasan način niti kriterij kojim se došlo do tog iznosa. Ukoliko ne dođe do detaljnijeg obrazloženja, moglo bi se zaključiti da je i ovaj dio prijedloga koji se nije spominjao u zadnjih pola godine javnih istupa isključivo politički orijentiran kako bi prije izbora zadovoljio tzv. „male IPO“ ulagače. Osim toga, taj model bez dodatnih „osigurača“ ostavlja zadovoljavajuće mogućnosti porezne evazije poduzetnim srednjim ulagačima.

Oporezivanje realizirane kapitalne dobiti i dozvoljeni neoporezivi dio godišnje kapitalne dobiti su uglavnom dvije najveće „pozitivne“ razlike u odnosu na dosadašnje istupe. Nažalost, i dalje se vidi dosta nerazumijevanja prema modernim tokovima kapitala, a osobito stanju konjukture današnjeg domaćeg, ali i svjetskog finansijskog tržišta. Konkretno, i dalje se ustraje na tretiranju investiranja na burzama vrijednosnica kao špekulativnom ulaganju, bez da se daju jasni kriteriji razgraničenja „investiranja“ i „špekulacije“. Do sada se u radu pokušalo obraniti tezu da špekulativnost ulaganja ne ovisi samo niti primarno o dužini ulaganja, kako se to pokušava prikazati, nego o količini analize, stručnosti iste i naposlijetku povratu u odnosu na rizik ispravno anticipiranog u trenutku ulaganja – kao glavnog mјernog čimbenika u analizi investicije u odnosu na špekulaciju. Vidi se i to da predlagatelj, posve ispravno, pokušava, ili se barem tako čini, potaknuti investicijama u proizvodnju pozitivne ekonomski tijekove, no i dalje pogrešno razumijeva da tzv. „špekulativni“ kapital ne pokreće „proizvodnju“, ne nudeći malim ulagačima alternativu. Naime, institucionalni ulagači ionako su porezno „pokriveni“ porezom na dobit koji se naplaćuje unutar ukupne dobiti, iz investicijske aktivnosti, što bi trebalo odmah jasno razgraničiti – porez na kapitalnu dobit primarno pogaća male investitore i fizičke osobe. Nažalost, pozitivne dijelove izloženog prijedloga donekle poništava dodatno pokazano neznanje ili nerazumijevanje po pitanju konkretne investicijske aktivnosti pošto je predlagatelj jasno naznačio da se poduzeća u Hrvatskoj „ne financiraju putem burze, nego kreditima i obveznicama“. Nije jasno da li predlagatelj razumije značaj IPO-a koji će prije ili kasnije postati motor za rastuće („growth“) tvrtke – možda ga miješa sa činjenicom da su do sada IPO-i uglavnom bili rađeni kako bi se prodajom državnih udjela u poduzećima podmirivale dospjele obaveze države. Tako je recimo Varšavska burza pokrenula sustav NewConnect koji služi isključivo kako bi male, tehnološki visoko profilirane tvrtke tržišne kapitalizacije do 5 miliona EUR došle do sredstava za svoj rast i razvoj. Nadalje, dosta hrvatskih tvrtki provelo je uspješne dokapitalizacije s javnim pozivom svim dioničarima, bilo po nominalnoj vrijednosti, bilo po prosječnoj vrijednosti u određenom periodu (npr. Uljanik plovidba, AD-Plastik iz Zadra, ali i banke poput PBZ ili Zagrebačke banke). Da li se dokapitalizacija javnom ponudom na tržištu kapitala predлагаču

doima kao punovrijedan način direktnog financiranja poslovne (pa i proizvodne!) aktivnosti na kojoj inzistira, ostaje da se vidi.

Postavlja se pitanje da li je nerazvijeno financijsko i burzovno tržište Republike Hrvatske onaj stog sijena s kojega bi Buridanov magarac³⁴ trebao pasti svoje proverbijalno sijeno ili će srušiti oba stoga sijena van svog dohvata. Površni analitičar mogao bi zaključiti da s obzirom na činjenicu da je tržišna kapitalizacija dionica hrvatskih dioničkih društava jednaka društvenom bruto proizvodu, Hrvatska spada u elitni krug nekoliko svjetskih država koje se mogu pohvaliti takvim omjerom. S druge strane, promet obveznicama na burzi vrijednosnica redovito je tri do pet puta veći od prometa dionicama, s time da je jedina iznimka bio lipanj 2007 godine. Ova je pojava tipična za nerazvijena financijska tržišta (na primjer, na Londonskoj burzi 1860. godina tržišna kapitalizacija vladinih obveznica je iznosila polovicu tržišne kapitalizacije svih vrijednosnica da bi 1914 pala na ispod 5 posto, najviše zahvaljujući upravo golemom porastu tržišne kapitalizacije dionica. Sličnu promjenu doživio je i odnos vrijednosti prometa dionica u odnosu na obveznice.)³⁵

Do 2006 godine, osim krajem devedesetih i doba poznate „ruske krize“, hrvatsko tržište vrijednosnica razvijalo se naizgled gotovo neovisno od globalnog tržišta dionica. Nakon 2006 godine, a osobito tijekom 2007 godine, vidi se jaka ovisnost po sustavu „povezanih posuda“. To se osobito vidjelo na primjeru „šangajske krize“ u veljači 2007 godine kada je kineska Vlada najavila mogućnost uvođenja poreza na kapitalnu dobit putem „markica“ za transakcije te institucionalno ugrađena ograničenja na mogućnosti dobijanje kredita za investiranje (margin krediti). Pad šangajske burze pokrenuo je val pesimizma širom svijeta, tako da su bile zahvaćene gotovo sve svjetske burze, pa i Zagrebačka burza. To je prvi put u povijesti da se sustavni poremećaj izvan Hrvatske odmah reflektirao na domaće tržište. Iako se predlagачi za sada uglavnom razlikuju po tome što jedni jasno govore o potrebi uvođenja poreza odmah, iako su sami prijedlozi dosta nemušto sročeni, dok drugi govore da je potreba za uvođenjem poreza na kapitalnu dobit nužna (ne obrazlažući je), svima bi trebalo biti jasno da bi konačna odluka trebala biti temelj detaljnije analize, uzimati u obzir komparativne prednosti i nedostatke Hrvatske, trošak uvođenja nasuprot oportunitetnog troška neuvođenja, dostignuti stupanj ekonomskih agregata i proizvodno-poslovne aktivnosti, te financijsko i ekonomsko okruženje Republike Hrvatske što bi u cjelini vodilo do odluke koja bi trebala biti stručno obrazložena a ne politički motivirana i tempirana. Hrvatska je već jednom, početkom devedesetih godina izgubila utrku cilj koje bi bio postati centar znanja regije. Za sada je razvijenost financijskog tržišta i instrumenata al pari ili iznad zemalja regije a porez na kapitalnu dobit, odnosno njegovo uvođenje ili neuvođenje definitivno je instrument koji bi se u Hrvatskoj trebao promatrati u širem kontekstu od dnevnapoličkog ili prihodovne strane državnog proračuna.

³⁴ Buridanov magarac je poslovno poznat magarac koji se nalazi između dva potpuno jednakoj udaljena stoga sijena i, pošto nije u stanju da se odluči ni za jedan, on umire od gladi. U psihologiji se uzima kao primjer konflikt dvostrukog privlačenja, odnosno jake ambivalencije. Paradoks Buridanovog magarca je dobio ime po Žanu Buridanu, francuskom filozofu iz 14 stoljeća.

³⁵ <http://www.poslovni.hr/53794.aspx> (22.09.2007.)

10 . LITERATURA

1. Alajbeg Denis, , „Dionice su precijenjene uz današnji rast poslovanja“, , Javna dionička društva – tržište kapitala u Hrvatskoj i regiji, To-one d.o.o, Zagreb, lipanj 2007.
2. Blažić, Helena, „Usporedni porezni sustavi“, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2006.
3. Gatařić,Ljubica, Pritisak na smanjenje poreza“, Poslovni magazin, broj7, srpanj/kolovoz 2007.
4. OECD Tax Policy Studies, „Taxation of Capital Gains of Individuals“, OECD, 2006.
5. <http://www.kapital-plus.net/?Indeksi/CROBEX> (14.07.2007.)
6. http://hr.wikipedia.org/wiki/Porezni_sustav_RH (23.07.2007.)
7. http://www.pu.mfin.hr/porezi/v_poreza.asp?id=b02d1 (24.07.2007.)
8. <http://www.rifin.com/root/tekstovi/tekst.cgi?id=572> (05.08.2007.)
- 9.<http://www.vecernji.hr/home/manager/784666/index.do;jsessionid=C2FED0FA5E6729A4387F4FDC6FEF0E06.3> (15.08.2007.)
10. http://www.see-educoop.net/education_in/pdf/bela_knjiga-cro-hrv-t02.pdf (23.08.2007.)
11. <http://www.liderpress.hr/Default.aspx?sid=505> (10.08.2007.)
12. <http://www.nn.hr/clanci/sluzbeno/2005/2639.htm> (08.08.2007.)
13. <http://www.sda.hr/portal/f?p=100:7:3118769561352599::NO:::> (08.08.2007.)
14. <http://www.pu.mfin.hr/pocetak/zadatak.asp?id=b00d1> (29.08.2007.)
15. <http://www.hrportfolio.com/fond.php?a=fonds&site=fond&id=23> (25.08.2007.)
- 16.<http://www.zse.hr/wiki.php?sessionId=f3dbbd7393e0317d933183e7868051e&wiki=AbutZSE> (25.08.2007.)
17. <http://www.vse.hr/> (01.09.2007.)
18. http://www.vse.hr/O_Varazdinskoj_burzi.pdf (04.08.2007.)
19. http://en.wikipedia.org/wiki/Economy_of_Croatia (22.08.2007.)
20. http://www.heritage.org/research/features/index/countryFiles/pdfs/Croatia_CR.pdf (22.08.2007.)
21. <http://www.hzz.hr/default.aspx?id=4610&proiz=2211> (22.08.2007.)
22. <http://www.poslovni.hr/49101.aspx> (22.08.2007.)

23. http://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&id_clanak_jezik=8868 (23.08.2007.)
24. <http://www.ti-j.org/corrupt/06/CPI2006TableSourcesEnglish281006.pdf> (24.08.2007.)
25. <http://www.mfin.hr/str/105/> (24.08.2007.)
26. http://en.wikipedia.org/wiki/Capital_gains_tax (19.08.2007.)
27. http://gospodarstvo.sdp.hr/gospodarstvo/pitajte_nas (30.08.2007.)
28. <http://www.buffettsecrets.com/investment-principles.htm> (25.08.2007.)
29. <http://www.kapital-plus.net/index.php?Vijesti&prikaz=teme&id=6&vijest=1374> (19.08.2007.)
30. http://www.sda.hr/portal/f?p=100:50:2216948358656123::NO::P50_SD:31.08.2007 (01.09.2007.)
31. <http://www.poslovni.hr/53794.aspx> (22.09.2007.)