

2. Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj: porezno i pravno okruženje

ZNANSTVENI RAD

Sandra Švaljek*

Sažetak

U radu je opisana metoda ocjene prikladnosti poreznog i pravnog okruženja za razvoj ulaganja u privatni vlasnički kapital koju je razvilo Europsko udruženje rizičnog kapitala (EVCA). Ova je metoda primijenjena na Hrvatsku, te je ocijenjeno da prema ukupnom kompozitnom rezultatu Hrvatska pripada skupini europskih zemalja čiji je porezni i pravni sustav razmjerno nepovoljan za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital. U odnosu na 2004., nastupile su određene pozitivne promjene u poreznom i pravnom okruženju, no one nisu bitno utjecale na poziciju Hrvatske na ljestvici europskih zemalja. Slaba ocjena poreznog i pravnog okruženja djelomično objašnjava nisku razinu ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj, ali se može ocijeniti da postoje i drugi uzroci nedovoljnog zanimanja za ova ulaganja, što može negativno utjecati na nastajanje i razvitak mladih i inovativnih tvrtki.

Gljučne riječi: privatni vlasnički i rizični kapital, porezni sustav, pravni okvir, Hrvatska

JEL klasifikacija: G24, H24, H25, M13, O31

* Sandra Švaljek, znanstvena suradnica, Ekonomski institut, Zagreb.

1. Uvod¹

U razvijenim je gospodarstvima poznato da ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital² (*private equity and venture capital*) predstavlja element financijskog tržišta koji može značajno doprinijeti razvitku onog dijela gospodarstva kojem je financiranje zaduživanjem ili emisijom dionica nedostupno ili teško dostupno. To su ponajprije nove tvrtke, inovativne brzorastuće tvrtke, tvrtke u procesu restrukturiranja i sl. U Hrvatskoj je, međutim, domaća industrija privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala još razmjerno nerazvijena, a strani ulagači u privatni vlasnički i rizični kapital također nisu pronašli dovoljno razloga da svoja ulaganja usmjere u Hrvatsku (Ognjenović, 2007).

Obično se smatra da postojanje dobrih prilika za ulaganja, lakoća primjene izlaznih strategija te kvaliteta pravnog okruženja i vladinih politika najznačajnije utječu na investiranje u privatni vlasnički i rizični kapital (Milanov, 2005). Ovaj će se rad baviti pitanjem je li porezno i pravno okruženje u Hrvatskoj prikladno za razvitak industrije privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala ili su upravo oni jedan od razloga niske razine ove vrste ulaganja.

Rad se sastoji od pet poglavlja. Nakon uvoda slijedi opis primijenjene metodologije, dok se u trećem poglavlju, primjenom te metodologije, ocjenjuje prikladnost hrvatskog poreznog i pravnog okruženja. Četvrto poglavlje donosi usporedbu dobivenih pokazatelja za Hrvatsku s istovjetnim pokazateljima za druge europske zemlje. U posljednjem su poglavlju sadržani zaključci.

¹ Autorica se na korisnim komentarima i savjetima zahvaljuje Nenadu Kukiću, Borislavu Škegri i sudionicima radionice «Uloga fondova rizičnog kapitala u razvoju hrvatskog gospodarstva» održane 26. lipnja 2007. u organizaciji CEPOR-a na kojoj je izložena ranija verzija rada.

² Ovdje će se ulaganjem u privatni vlasnički kapital smatrati ulaganje u vlasnički kapital društava koja ne kotiraju na organiziranom tržištu (ovdje riječ «privatni» upravo treba označiti razliku u odnosu na vlasnički kapital društava koja kotiraju na organiziranom tržištu, odnosno «javnih» društava). Takvo ulaganje može se koristiti za razvoj novih proizvoda ili tehnologija, porast obrtnog kapitala, akvizicije ili jačanje kapitalne strukture bilance društava. Ulaganjem u rizični kapital smatrat će se ulaganje koje profesionalni ulagač poduzima zajedno s poduzetnikom u cilju financiranja poslovnog poduhvata u ranoj fazi ili u fazi ekspanzije. Radi razjašnjenja pojmova vidjeti EVCA i KPMG (2006) i Milanov (2005).

2. Opis primijenjene metodologije

Za ocjenu poreznog i pravnog okruženja ovdje će se primijeniti metodologija koju je razvilo Europsko udruženje rizičnog kapitala (*European Venture Capital Association*, EVCA). Prednost je primjene već postojeće metodologije u tome što se dobiveni rezultati mogu jednostavno usporediti s rezultatima drugih zemalja obuhvaćenih analizom EVCA-e.

Do sada je tri puta EVCA provela ocjenu pogodnosti poreznog i pravnog okruženja europskih zemalja za razvitak ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital - 2003., 2004. i 2005. S vremenom se metodologija mijenjala i unapređivala, a svaki bi se put povećavao broj zemalja obuhvaćen ocjenom. Posljednja je ocjena dostupna u publikaciji *Benchmarking European Tax and Legal Environments*, koju su u prosincu 2006. zajednički izradili EVCA i KPMG. Njom je obuhvaćeno 25 europskih zemalja, odnosno svih 15 starih članica EU-a, 8 novih članica (Češka, Estonija, Latvija, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija) te Norveška i Švicarska. Po prvi su se put ocjenjivale Estonija, Latvija, Poljska, Rumunjska i Slovenija, a EVCA do sada nije uključivala Hrvatsku u svoje analize³.

Ocjenjivanje prikladnosti poreznog i pravnog okruženja za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital provodi se jednostavnom metodom usporedbe s mjerilima (*benchmarking*) s ciljem da se (1) omoguće međunarodne usporedbe poreznih i pravnih okruženja u kojima djeluju industrije privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala, (2) unaprijedi razumijevanje ključnih čimbenika u razvitku privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala te (3) identificiraju područja u kojima bi poboljšanja poreznog i pravnog okvira mogla pozitivno utjecati na razvoj privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala, a time i na razvoj poduzetništva.

Rezultate ocjene podobnosti pravnog i poreznog okruženja lako je protumačiti i primijeniti ih za međunarodnu usporedbu, ali sama EVCA naglašava kako ih

³ Autorica je ocijenila porezno i zakonodavno okruženje u Hrvatskoj primjenom metodologije EVCA-e iz 2004. Vidjeti Šonje (2005).

treba koristiti s oprezom. Naime, ocjena se temelji na sagledavanju ograničenog broja elemenata okruženja koji mogu pogodovati razvoju privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala, pri čemu ti elementi zasigurno ne iscrpljuju popis svih determinanti razvoja ove industrije. Osim toga, treba istaknuti kako rezultati primjene ove metode ne govore ništa o prilikama za ulaganje ili poslovanje u određenoj zemlji, kao ni o njezinoj poduzetničkoj kulturi niti konkurentnosti same industrije privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala (EVCA i KPMG, 2006).

Osnovna je značajka metodologije EVCA-e da nastoji izdvojiti one elemente okruženja za koje se smatra da srednjoročno mogu utjecati na razvitak privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala i «glavne igrače» - ulagače, fond menadžere i poduzetnike. Ti su elementi okruženja podijeljeni u tri skupine, prema tome na koga, odnosno na što utječu. To su (1) elementi okruženja koji utječu na *ulagače i fond menadžere*, (2) elementi okruženja koji utječu na *tvrtke u koje se ulaže* i (3) elementi okruženja koji utječu na *zadržavanje nadarenih* u tvrtkama u koje se ulaže i u društvima za upravljanje fondovima.

Unutar ovih skupina elemenata okruženja promatra se ukupno sedam kriterija i dodjeljuju vrijednosti varijablama koje su u ovom slučaju informacije o 29 značajki poreznih i ostalih relevantnih propisa.

2.1. Elementi okruženja koji utječu na ulagače i fond menadžere

Unutar skupine elemenata okruženja koji utječu na ulagače i fond menadžere vrednuju se značajke nacionalnih propisa koji uređuju *mirovinske fondove, osiguravajuća društva, fondove koji ulažu u privatni vlasnički i rizični kapital* te postojanje *poreznih poticaja za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital*.

Osim propisa koji definiraju okruženje za djelovanje investicijskih fondova koji ulažu u privatni vlasnički i rizični kapital, važan je i način reguliranja položaja mirovinskih fondova i osiguravajućih društava budući da oni raspoložu značajnim financijskim sredstvima, a njihov interes za dugoročna ulaganja upravo odgovara potrebama industrije privatnog vlasničkog i rizičnog

kapitala. Smatra se da bi propisi trebali omogućiti da mirovinski fondovi i osiguravajuća društva slobodno ulažu u privatni vlasnički i rizični kapital u mjeri u kojoj to odgovara rizičnom profilu njihovih klijenata i u skladu s pravilom razboritosti (*prudent person rule*)⁴. Nadalje, polazi se od stajališta da propisi ne bi trebali postavljati geografska ograničenja ulaganjima izvan nacionalnih granica. Novina metodologije iz 2006. godine je u tome što ocjenjuje jesu li u nacionalne propise transponirane odredbe Direktive 2003/41/EC koja govori o aktivnostima i nadzoru nad institucijama za mirovinsko osiguranje. Pritom je ključna odredba ove direktive, u kontekstu stvaranja prikladnog okruženja za ulaganja u rizični i privatni vlasnički kapital, ona o primjeni pravila razboritosti kao temeljnog načela za kapitalne investicije, što ujedno znači ukidanje nepotrebnih kvantitativnih i drugih ograničenja za ulaganja mirovinskih fondova, pa tako i ograničenja ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital (Official Journal of European Union, 2003).

U pogledu prikladnosti pravnog okruženja za djelovanje investicijskih fondova za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital, najprije se ocjenjuje jesu li takvi fondovi uopće predviđeni postojećim propisima, tj. postoji li odgovarajući sustav fondova, odnosno mehanizam ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital. Osim toga, ocjenjuje se prikladnost poreznog okruženja za domaće i inozemne ulagače. S tim u vezi se postavlja pitanje porezne transparentnosti⁵, mogućnosti da međunarodni ulagači izbjegnu stalnu poslovnu jedinicu⁶ i time uklone rizik dvostrukog oporezivanja te mogućnosti izbjegavanja plaćanja PDV-a na naknade za upravljanje

⁴ *Pravilo razboritosti (prudent person rule) - jedno od osnovnih načela profesionalnog upravljanja novcem. Prvi se put pojavljuje u sudskom pravu u odluci suca Samuela Putnama iz 1830., koji je izrekao da: «Oni koji su odgovorni za ulaganje novca u tuđe ime moraju dobro prosuđivati i postupati razborito i inteligentno, vodeći računa o sigurnosti kapitala i dobitka». Ako je zakonom propisano postupanje u skladu s pravilom razboritosti, tada se u zakonu ne navode dopuštene vrste ulaganja. To znači da osoba koja ulaže novac u ime drugih mora imati na umu potrebe korisnika, potrebu očuvanja imovine te iznos i redovitost dobitka (<http://www.wikipedia.org>, <http://www.investorwords.com>).*

⁵ *Ovdje se poreznom transparentnošću naziva situacija u kojoj sam fond nije obveznik poreza (npr. na dobit) i kada se ulaganje u tvrtku putem fonda porezno tretira kao da je ulagač izravno investirao u tu tvrtku, pri čemu bi ulagač morao platiti samo porez na dobit koju bi ta tvrtka raspodijelila.*

⁶ *Stalna poslovna jedinica (permanent establishment) - stalno mjesto poslovanja putem kojeg poduzetnik, u cijelosti ili djelomično, obavlja poslovanje. Ovdje se stalna poslovna jedinica odnosi na mogućnost da se ulagač fonda vlasničkog ili rizičnog kapitala tretira kao rezident te podliježe plaćanju nacionalnih poreza (poreza na dobit).*

(*management fee*) i naknade koje ovise o prinosu (*carried interest*)⁷. Konačno, ocjena se daje i za mogućnost izbjegavanja nepotrebnih ograničenja s obzirom na vrste ulaganja koje može poduzeti fond za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital.

2.2. Elementi okruženja koji utječu na društva u koje se ulaže

Kao što su za razvoj poduzetništva važna ulaganja i dostupnost kapitala, tako je i za razvoj industrije privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala važna razvijenost poduzetništva i inovacijska sposobnost tvrtki. Ulaganja su u privatni vlasnički i rizični kapital najčešće usmjerena u nove poduzetničke poduhvate, odnosno u mlade, inovativne tvrtke, a država mjerama gospodarske politike može poticati poduzetništvo i jačati inovativni kapacitet zemlje.

EVCA ocjenjuje mjere kojima država utječe na društva koja predstavljaju potencijalne «mete» ulagačima u privatni vlasnički i rizični kapital ispitujući dostupnost poreznih poticaja za istraživanje i razvoj te dodjeljujući ocjene za druge poticaje poput posebnih fiskalnih shema za pomoć nastanku i rastu mladih inovativnih društava. Kao primjer dobre prakse poticanja mladih inovativnih društava EVCA daje porezne poticaje za «mlada inovativna društva» u Francuskoj i Nizozemskoj⁸. Ocjenjuje se i visina stope poreza na dobit te porezni tretman malih i srednjih poduzeća. Ocjena za visinu stope poreza na dobit ovisi o prosječnoj zakonskoj stopi poreza na dobit u svim zemljama, pri čemu je ocjena bolja ako je nacionalna stopa poreza na dobit niža od nje.

⁷ Naknada koja ovisi o prinosu (*carried interest*) – pravo na bonus koji ostvaruje društvo za upravljanje investicijskim fondom ili pojedini član tima za upravljanje fondom. Naknada koja ovisi o prinosu isplaćuje se kada ulagači ostvare prinos od ulaganja uvećan za unaprijed definiranu stopu prinosa.

⁸ Porezne poticaje za «mlada inovativna društva» prva je u Europi uvela Francuska 2004. godine. Cilj je tih poticaja bio potaknuti istraživanje u privatnom sektoru te omogućiti brzi rast mladih inovativnih društava snižavanjem troškova poduzetničkih poduhvata zasnovanih na istraživanju i inovacijama. Takvi bi poticaji u konačnici trebali povećati investicije u istraživanje u svim tehnološkim sektorima. Porezni poticaji za «mlada inovativna društva» u Francuskoj obuhvaćaju izuzeće od plaćanja poreza na dobit u prve tri profitabilne godine te porezno izuzeće u visini od 50 posto dobiti u naredne dvije godine, kao i izuzeće od plaćanja doprinosa za socijalno osiguranje za visokokvalificirane radnike u razdoblju od 8 godina (Europska komisija, 2007).

2.3. Elementi okruženja koji utječu na zadržavanje nadarenih

Za gospodarski je napredak od presudne važnosti privući, poticati i zadržati nadarene pojedince, osobito poduzetnike, istraživače, visokokvalificirane menadžere i menadžere u društvima za upravljanje fondovima. Ocjenjujući pravno i porezno okruženje za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital, EVCA ocjenjuje i fiskalne mjere koje mogu djelovati na spremnost i motivaciju za postizanje iznimnih rezultata. U tom smislu, ocjenjuje se visina stope poreza na kapitalne odbitke fizičkih osoba, visina najviše granične stope poreza na dohodak, trenutak u kojem se oporezuju dioničke opcije i način oporezivanja udjela u zaradi.

Ocjena za visinu stope poreza na kapitalne dobitke je bolja ako je nacionalna stopa manja od prosječne stope u europskim zemljama, a lošija ako je jednaka ili veća. Slično je i kod ocjene poreznog opterećenja dohotka, gdje se u obzir uzima najviša porezna stopa, uključujući i lokalne poreze na dohodak. Kod oporezivanja dioničkih opcija ocjena poreznog opterećenja ovisi o tome oporezuju li se dioničke opcije u trenutku dodjele, prijenosa vlasništva, izvršenja opcije ili prilikom prodaje dionica. Povoljnim se smatra jedino oporezivanje prilikom prodaje dionica na kojima se temelje dioničke opcije, jer se jedino u tom slučaju oporezuju realizirani dobitci.

Prema metodologiji EVCA-e, svakoj se od 29 varijabli dodjeljuju numeričke ocjene 1, 2 ili 3. Najbolja je ocjena 1 i ona označava okruženje koje pogoduje razvoju ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital. Ocjene 2 i 3 dodjeljuju se ako su uvjeti manje povoljni, odnosno ako postoji mogućnost njihova poboljšanja. Na osnovi ocjena za varijable izračunava se prosječna ocjena za svaki od sedam kriterija, dok se kompozitni rezultat zemlje izračunava kao ponderirani prosjek prosječnih ocjena svih kriterija. Kompozitni rezultat omogućava rangiranje zemalja prema kvaliteti poreznog i pravnog okruženja.

3. Ocjena poreznog i pravnog okruženja u Hrvatskoj

Raspoloživi podaci govore da je ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj na vrlo niskoj razini. Šest fondova koji su svoja ulaganja usmjerili u Hrvatsku do sada je poduzelo tek 50-tak investicija (Ognjenović, 2007). U 2005. su godini ukupna ulaganja u privatni vlasnički kapital iznosila tek 0,002 posto BDP-a, što je oko 36 puta manje od prosjeka zemalja Srednje i Istočne Europe, odnosno više od 150 puta manje od prosjeka Europe (EVCA, 2006). Podaci za ovu godinu ne mogu poslužiti za donošenje dalekosežnih zaključaka, osobito stoga što se radi o godini koja je prethodila donošenju novog Zakona o investicijskim fondovima, koji je stvorio okvir za osnivanje domaćih fondova rizičnog kapitala, no činjenica je da su u Hrvatskoj ova ulaganja do sada bila gotovo zanemariva.

Zasigurno postoji niz objašnjenja slabom interesu ulagača u privatni vlasnički i rizični kapital za ulaganje u hrvatske tvrtke, a ovim će se radom istražiti je li i samo pravno i porezno okruženje jedan od uzroka tome. Pritom će se upotrijebiti ovdje objašnjena metoda EVCA-e. U analizi provedenoj tijekom 2006. godine EVCA i KPMG su pojedine elemente okruženja ocjenjivali na temelju stanja zabilježenog 1. srpnja 2006. Kako bi rezultati za Hrvatsku bili u potpunosti usporedivi s rezultatima drugih europskih zemalja, ovdje će se ocjene dodjeljivati i prema propisima koji su vrijedili 1. srpnja 2006. U slučaju da su od tada do danas nastupile promjene u pravnom i poreznom okruženju, navest će se i te promjene te njihov utjecaj na ocjene pojedinih relevantnih varijabli. U nastavku rada dodijelit će se ocjene svim varijablama poreznog i pravnog okruženja u Hrvatskoj prema posljednjoj verziji metodologije EVCA-e.

3.1. Ocjena elemenata okruženja koji utječu na ulagače i fond menadžere

Mirovinski fondovi

Prvi kriterij za ocjenu elemenata okruženja koji utječu na ulagače i fond menadžere odnosi se na propise koji reguliraju *mirovinske fondove*. Ocjene se dodjeljuju na osnovi sljedećih pet pitanja:

1. *Temelji li se prvi, odnosno obvezni stup mirovinskog osiguranja na kapitaliziranoj štednji?*

Ocjena «1» dodjeljuje se ako se prvi, obvezni stup mirovinskog osiguranja u cijelosti ili djelomično temelji na kapitaliziranoj štednji. Ako se prvi stup mirovinskog osiguranja temelji na sustavu međugeneracijske solidarnosti, tada se dodjeljuje ocjena «3».

Metodologija ne daje upute kako postupiti kada su u obveznom dijelu mirovinskog osiguranja predviđena dva stupa kao u Hrvatskoj⁹. No, budući da se jedna četvrtina ukupnih obveznih doprinosa izdvaja u drugi stup mirovinskog osiguranja, koji se temelji na individualnoj kapitaliziranoj štednji, a tri četvrtine u prvi stup, koji se temelji na međugeneracijskoj solidarnosti, može se smatrati metodološki ispravnim ovoj varijabli dodijeliti ocjenu 2,5.

2. *Postoje li porezni ili drugi poticaji za dobrovoljni stup mirovinskog osiguranja?*

Ocjena «1» daje se ako postoje porezni ili drugi poticaji koji ohrabruju ulaganje u dobrovoljno mirovinsko osiguranje, a ocjena «3» ako takvi poticaji nisu dostupni.

U Hrvatskoj se uplaćene premije dobrovoljnog mirovinskog osiguranja smatraju izdacima pri utvrđivanju dohodaka, odnosno oni umanjuju osnovicu

⁹ *Zakon o mirovinskom osiguranju, članak 1. (NN 102/98, NN 127/00, NN 59/01, NN 109/01, NN 147/02).*

poreza na dohodak do visine 1.000 kuna mjesečno, tj. najviše do 12.000 kuna godišnje. Ovaj mjesečni, odnosno godišnji iznos odbitka predstavlja maksimalno ukupno smanjenje porezne osnovice na osnovi premija dobrovoljnog mirovinskog osiguranja, životnog osiguranja, privatnog i dopunskog zdravstvenog osiguranja, troškova zdravstvenih usluga i kupnje ili gradnje prvog stambenog prostora¹⁰. Iako je ovaj iznos ukupnog smanjenja porezne osnovice po tri osnove malen, te bi se moglo reći da ulaganje u dobrovoljno mirovinsko osiguranje nema ekskluzivno pravo na povlaštenu porezni tretman, nego to pravo dijeli s izdacima za životno i zdravstveno osiguranje te stanovanje, ovom se elementu okruženja u Hrvatskoj, sukladno preuzetoj metodologiji, dodjeljuje pozitivna ocjena «1».

3. Primjenjuje li se Direktiva 2003/41/EC o aktivnostima i nadzoru nad institucijama za profesionalno mirovinsko osiguranje?

Positivna ocjena «1» daje se članicama Europske unije koje primjenjuju ovu direktivu EU-a i zemljama koje nisu članice, a primjenjuju slična pravila. Negativna ocjena «3» dodjeljuje se zemljama u kojima se ta direktiva ne primjenjuje ili se primjenjuje samo djelomično¹¹.

Hrvatski propisi nisu usklađeni s Direktivom 2003/41/EC, ali je iz «Screening Reporta» objavljenog krajem 2006. vidljivo da postoji namjera da se direktiva ugradi u Zakon o obveznom i dobrovoljnim mirovinskim fondovima do kraja 2006. godine (Europska komisija, 2006). U jesen 2007. godine takva se izmjena zakona još očekuje. Stoga se ovoj varijabli u Hrvatskoj mora pridružiti ocjena «3».

4. Propisuje li nacionalno zakonodavstvo mirovinskim fondovima bilo kakva kvantitativna ograničenja u pogledu ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital, osim ograničenja propisanih Direktivom 2003/41/EC?

¹⁰ Zakon o porezu na dohodak, članak 12. i članak 36. (NN 177/04).

¹¹ Za članice EU-a ocjene su dodijelile EVCA i KPMG (2006) a temeljile su se na posljednjoj raspoloživoj službenoj informaciji Europske unije o transpoziciji direktiva iz akcijskog plana za financijske usluge (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/actionplan/index/transposition_en.pdf).

Ocjenu «1» mogu dobiti zemlje u kojima nacionalno zakonodavstvo ne propisuje nikakva ograničenja mirovinskim fondovima ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital, osim ograničenja propisanih Direktivom 2003/41/EZ koja proizlaze iz primjene pravila razboritosti. Ocjenu «2» dobivaju zemlje u kojima postoje i druga kvantitativna ograničenja ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital, kao i zemlje u kojima mirovinski fondovi moraju zatražiti odobrenje državnih tijela za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital. Negativna ocjena «3» dodjeljuje se kada nacionalno zakonodavstvo zabranjuje mirovinskim fondovima ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital.

Dobrovoljnim mirovinskim fondovima u Republici Hrvatskoj nije dopušteno imovinu fondova ulagati u dionice, obveznice i ostale vrijednosne papire koji ne kotiraju na burzi i kojima se ne trguje na organiziranim tržištima¹². Iz toga se može zaključiti da osim ograničenja ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital, postoji čak i zabrana ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital. Prema tome, domaći propisi vrlo strogo propisuju vrste imovine u koje je mirovinskim društvima dopušteno ulagati iako bi bilo logično da se u uvjetima kada postoje dva stupa mirovinskog osiguranja, koji se temelje na kapitaliziranoj štednji, omogući sloboda ulaganja mirovinskih društava uz nužnu primjenu pravila razboritosti. U privatni vlasnički i rizični kapital mirovinski fondovi mogu ulagati samo posredno, ulažući u investicijske fondove. Ovakvo se zakonsko rješenje ocjenjuje negativnom ocjenom «3».

5. Postoje li geografska ograničenja u pogledu ulaganja mirovinskih fondova u privatni vlasnički i rizični kapital u drugim europskim zemljama?

Ako mirovinski fondovi mogu slobodno investirati u privatni vlasnički i rizični kapital u drugim europskim zemljama, dodjeljuje se ocjena «1», a ako je to zabranjeno, onda se dodjeljuje ocjena «3».

¹² Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, članak 72. (NN 49/99, NN 63/00, NN 103/03).

Kao što mirovinskim fondovima u Hrvatskoj nije dopušteno ulagati u privatni vlasnički i rizični kapital u zemlji, tako im nije dopušteno ni ulagati u privatni vlasnički i rizični kapital izvan zemlje, pa se ovom elementu okruženja također daje ocjena «3».

Osiguravajuća društva

Okruženje za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital, koje utječe na ulagačke odluke osiguravajućih društava, ocjenjuje se na temelju dvije varijable. Stoga se postavljaju sljedeća pitanja:

1. *Mogu li osiguravajuća društva ulagati u privatni vlasnički i rizični kapital bez kvantitativnih ograničenja, osim onih koja su definirana Direktivom 2002/13/EC?*

Positivnu ocjenu «1» mogu dobiti zemlje u kojima se osiguravajućim društvima dopušta uložiti dio imovine za pokriće tehničke pričuve u privatni vlasnički i dionički kapital, gdje ograničenje takvim ulaganjima, sukladno Direktivi 2002/13/EC, iznosi 10 ili više posto tehničkih pričuva. Ako je nacionalno zakonodavstvo restriktivnije u pogledu visine ograničenja ulaganjima u privatni vlasnički i rizični kapital, a takva su ulaganja ipak dopuštena, daje se ocjena «2», kao i u slučaju kada je za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital potrebno dobiti dopuštenje od nekog tijela državne uprave. Ocjenu «3» dobivaju zemlje u kojima osiguravajućim društvima nije dopušteno ulagati dio imovine za pokriće tehničke pričuve u privatni vlasnički i rizični kapital.

Osiguravajuća društva sa sjedištem u Republici Hrvatskoj mogu imovinu za pokriće tehničke pričuve ulagati u dionice kojima se ne trguje na organiziranom tržištu vrijednosnih papira, ali zakon ograničava ulaganja u takve dionice, kao i udjele trgovačkih društava na ukupno 5 posto imovine za pokriće tehničke pričuve¹³. Stoga je ocjena za ovu varijablu «2».

¹³ *Zakon o osiguranju, članak 115. i 116. (NN 151/05).*

kapitala s privatnom ponudom kao mehanizma ulaganja u udjele i dionice trgovačkih društava, pa se ovoj varijabli dodjeljuje ocjena «1»¹⁴.

2. Je li sustav fondova transparentan za domaće ulagače?

Positivna se ocjena «1» daje ako je sustav fondova ili mehanizam ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital porezno transparentan za domaće ulagače, a u suprotnom se daje ocjena «3».

Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj, koji su osnovani i posluju u skladu sa zakonom, nisu obveznici poreza na dobit¹⁵, te se može zaključiti da je sustav fondova porezno transparentan za domaće ulagače. Ovoj se varijabli dodjeljuje ocjena «1»

3. Je li sustav fondova porezno transparentan za inozemne ulagače?

Ako je sustav fondova za inozemne ulagače porezno transparentan, dodjeljuje se ocjena «1», a ako nije, ocjena «3».

Kako u Hrvatskoj otvoreni investicijski fondovi nisu obveznici poreza na dobit, može se zaključiti da porezna transparentnost vrijedi za domaće i inozemne ulagače koji ulažu u takav investicijski fond. Zato se ovoj varijabli daje pozitivna ocjena «1».

4. Dopušta li sustav fondova inozemnim ulagačima mogućnost izbjegavanja uspostave stalnog mjesta poslovanja kada ulažu u investicijski fond privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala?

Positivnu ocjenu «1» za ovu varijablu dobiva zemlja u kojoj, sukladno zakonu, ulaganje putem fonda ili drugog mehanizma ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital ne stvara stalnu poslovnu jedinicu za inozemne ulagače. Ocjena «2» se daje zemljama u kojima ulaganje putem fonda ne stvara stalnu poslovnu

¹⁴ Zakon o investicijskim fondovima, članak 13. (NN 150/05).

¹⁵ Zakon o porezu na dobit, članak 2. (NN 177/04, NN 90/05, NN 57/06).

jedinicu za inozemne ulagače, sukladno odluci ili mišljenju nadležnog tijela, dok se ocjena «3» daje ukoliko ulaganje putem fonda ne uzrokuje nastanak stalne poslovne jedinice inozemnog ulagača.

Ovoj se varijabli u Hrvatskoj može dati pozitivna ocjena «1» budući da odredbe koje govore o poslovnoj jedinici nerezidenta ne predviđaju obvezu nastanka stalne poslovne jedinice za inozemne ulagače koji ulažu u investicijske fondove rizičnog kapitala¹⁶.

5. *Postoji li mogućnost da se fond oslobodi poreza na dodanu vrijednost na naknade za upravljanje?*

U slučaju da propisi predviđaju ovakvu mogućnost, dodjeljuje se ocjena «1», a u suprotnom ocjena «3».

Zakon o porezu na dodanu vrijednost eksplicitno ne navodi da su naknade za upravljanje koje naplaćuju investicijski fondovi rizičnog kapitala oslobođene poreza na dodanu vrijednost, ali je mišljenje Porezne uprave da naknade za upravljanje ne podliježu oporezivanju¹⁷. Na osnovi se tog mišljenja ovoj varijabli daje pozitivna ocjena «1».

6. *Postoji li mogućnost da se fond oslobodi poreza na dodanu vrijednost na naknade koje su ovisne o prinosu?*

Pozivna se ocjena «1» daje u slučaju da takva mogućnost postoji, a u suprotnom se daje ocjena «3». Budući da Zakon o investicijskim fondovima naknadu koja je ovisna o prinosu smatra dijelom naknade za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima rizičnog kapitala¹⁸, pretpostavlja se da je tretman takve naknade identičan tretmanu naknade za upravljanje. U skladu s tim se ovoj varijabli daje ocjena «1».

¹⁶ Zakon o porezu na dobit, članak 4. (NN 177/04, NN 90/05, NN 57/06).

¹⁷ Mišljenje Središnjeg ureda Porezne uprave, klasa: 410-19/06-01/69, ur.broj: 513-07-21-01/06-2 od 19. 12. 2006.

¹⁸ Zakon o investicijskim fondovima, članak 210. (NN 150/2007).

7. *Postoje li nepotrebna ograničenja ulaganja?*

Ako ne postoje ograničenja koja bi kočila ili snažno utjecala na odluke fond menadžera (npr. zahtjevi za ulaganjem velikog dijela imovine fonda u matičnu zemlju ili određenu industriju, ili zabrana ulaganja u društva čijim se dionicama trguje na organiziranom tržištu), daje se pozitivna ocjena «1», dok se negativna ocjena «3» daje ako propisi negativno utječu na odluke fond menadžera.

Zakon o investicijskim fondovima propisuje određena ograničenja ulaganja i zaduživanja otvorenih investicijskih fondova rizičnog kapitala¹⁹. Nije dopušteno ulaganje u vrijednosne papire koji su uvršteni na burzu ako se radi o ulaganju s namjerom kratkoročnog trgovanja, a što se tiče ulaganja u gospodarske sektore, ne može se uložiti više od 40 posto veličine fonda u jedan gospodarski sektor. Može se ocijeniti da ovako definirana ograničenja bitno ne umanjuju mogućnost fond menadžera da slobodno donose odluke o ulaganju, pa se ovoj varijabli dodjeljuje ocjena «1».

Porezni poticaji ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital

Ovaj se element pravnog okruženja ocjenjuje pomoću samo jednog kriterija, te se traži odgovor na sljedeće pitanje:

1. *Postoji li bilo kakav oblik poreznih poticaja ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital?*

U zemljama u kojima postoje porezni poticaji ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital, ovoj se varijabli dodjeljuje ocjena «1», a kada takvi porezni poticaji nisu dostupni, varijabli se daje ocjena «3». Budući da u Hrvatskoj ne postoje takve vrste poreznih poticaja, ocjena za ovu varijablu je «3».

¹⁹ *Zakon o investicijskim fondovima, članak 213. (NN 150/2007).*

U tablici 1. su prikazane ocjene svih varijabli koje se odnose na elemente okruženja koji utječu na ulagače i fond menadžere. Ocjene se odnose na siječanj 2006., a u svrhu usporedbe su dane vrijednosti varijabli za Hrvatsku, svih 25 europskih zemalja i 8 novih članica Unije obuhvaćenih analizom EVCA-e i KPMG-a za 2006.

Tablica 1. Elementi okruženja koji utječu na ulagače i fond menadžere, 2006.			
Kriterij/varijabla	Hrvatska*	Europa**	EU-8***
Mirovinski fondovi			
Kapitalizirana štednja u prvom (javnom) stupu mirovinskog osiguranja	2,5	2,12	2,50
Dostupnost poticaja za komplementarni drugi stup mirovinskog osiguranja	1	1,08	1,25
Primjena Direktive EU-a 2003/41/EC o aktivnostima i nadzoru ustanova u drugom stupu mirovinskog osiguranja	3	1,56	1,50
Definira li nacionalno zakonodavstvo bilo kakva kvantitativna ograničenja za mirovinske fondove u pogledu njihova investiranja u pojedine vrste imovine, povrh ograničenja zadanih Direktivom EU-a?	3	1,72	2,25
Geografska ograničenja u pogledu mogućnosti ulaganja mirovinskih fondova u druge europske zemlje	3	1,28	1,63
Prosjek za kriterij	2,50	1,55	1,83
Osiguravajuća društva			
Mogu li osiguravajuća društva ulagati u privatni vlasnički i rizični kapital bez kvantitativnih ograničenja, povrh onih koje definira Direktiva EU-a 2002/13/EC?	2	1,60	2,25
Geografska ograničenja u pogledu mogućnosti ulaganja osiguravajućih društava u druge europske zemlje	3	1,24	1,75
Prosjek za kriterij	2,50	1,42	2,00
Sustav fondova			
Idealan ili prikladan sustav fondova ili mehanizam ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital	1	1,09	1,13
Porezna transparentnost za domaće ulagače	1	1,70	1,88
Porezna transparentnost za inozemne ulagače	1	1,70	1,63
Mogućnost izbjegavanja stalnog mjesta poslovanja za inozemne ulagače	1	1,43	1,13
Izuzeće od poreza na dodanu vrijednost za naknade za upravljanje	1	1,52	1,63
Izuzeće od poreza na dodanu vrijednost za naknade ovisne o prinosu	1	1,26	1,13
Nepostojanje nepotrebnih ograničenja ulaganja	1	1,61	1,63
Prosjek za kriterij	1,00	1,47	1,45
Porezni poticaji ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital			
Bilo koji oblik poticaja ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital	3,00	2,04	3,00

*Napomena: *Prikazane se vrijednosti odnose na 1. siječnja 2006. **Europa - svih 25 zemalja koje su obuhvaćene analizom EVCA-e i KPMG-a (2006). *** EU-8 - osam novih članica EU-a obuhvaćenih analizom (Češka, Estonija, Latvija, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija).*

Izvori: EVCA i KPMG (2006) i ocjena autorice.

3.2. Ocjena elemenata okruženja koji utječu na društva u koja se ulaže

Elementi koji utječu na društva u koja se ulaže ocjenjuju se na osnovi dvaju kriterija. To su poticaji društvima u koja se ulaže te porezni poticaji za istraživanje i razvoj.

Poticaji društvima

Poticaji usmjereni prema društvima od interesa za ulaganje fondova privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala analiziraju se pomoću tri varijable. Kako bi se dobile ocjene za te tri varijable, postavljaju se sljedeća pitanja:

1. *Postoje li posebne fiskalne sheme koje bi poticale nastanak i rast «mladih inovativnih društava»?*

Pozitivna se ocjena «1» daje zemljama koje su uvele takve fiskalne sheme, dok ostale zemlje dobivaju ocjenu «3». Budući da u Hrvatskoj ne postoje posebni porezni poticaji koji bi odgovarali onima za «mlada inovativna društva» u Francuskoj i Nizozemskoj, ova se varijabla ocjenjuje s «3»²⁰.

2. *Koliko iznosi nominalna stopa poreza na dobit?*

Ocjenu «1» dobivaju zemlje čija je stopa poreza na dobit manja od europskog prosjeka, ocjenu «2» one u kojima ta stopa odgovara europskom prosjeku, a ocjenu «3» zemlje u kojima je ona viša od europskog prosjeka. Pritom se u obzir uzima najviša granična stopa poreza na dobit uvećana za lokalne poreze na dobit i slična davanja. Kao europski se prosjek uzima prosječna stopa u 25

²⁰ Hrvatska banka za obnovu i razvoj (HBOR) nudi posebne programe za poticanje konkurentnosti malih i srednjih poduzetnika financiranjem poduzetničkih planova temeljenih na znanju i novim tehnologijama, uz primjenu rezultata istraživačko-razvojnog rada i inovacija (<http://www.hbor.hr>). Programi se svode na izravno kreditiranje uz povoljne uvjete, odnosno na ulaganje u temeljni kapital društava koji se za njih kvalificiraju. Iako bi se moglo tvrditi da su po svojoj naravi programi bliski poreznim poticajima za «mlada inovativna društva», dosljedna primjena metodologije EVCA iz 2006. ne dopušta da se poticaji društvima ocijene pozitivno.

zemalja obuhvaćenih istraživanjem iz 2006. Ta je stopa u prvoj polovici 2006. godini iznosila 26,23 posto.

U Hrvatskoj je početkom 2006. godine stopa poreza na dobit iznosila 20 posto, što je manje od europskog prosjeka, pa ovu varijablu ocjenjujemo pozitivnom ocjenom «1».

3. *Postoji li posebna stopa poreza na dobit za mala i srednja poduzeća?*

Ako u zemlji postoji posebna stopa poreza na dobit za mala i srednja poduzeća, odnosno progresivno oporezivanje dobiti, pri čemu se društva čija je dobit manja od određenog iznosa oporezuju nižom stopom poreza na dobit, daje se ocjena «1», dok se u suprotnom dodjeljuje ocjena «3». U Hrvatskoj mala i srednja poduzeća ne uživaju poseban porezni tretman, pa je ova varijabla ocijenjena s «3».

Porezni poticaji za istraživanje i razvoj

Sljedeći kriterij za ocjenu elemenata okruženja koji utječu na društva u koja se ulaže jest dostupnost poticaja za istraživanje i razvoj. Ocjene se daju za sljedećih šest poreznih poticaja:

1. *porezni poticaji za poslovne rashode za istraživanje i razvoj* (npr. porezni krediti ili odbici²¹),
2. *porezni poticaji za kapitalne izdatke za istraživanje i razvoj* (npr. jednokratna ili ubrzana amortizacija),
3. *porezni poticaji za ugovore s istraživačima* (npr. poticaji u smislu smanjenja poreza na dohodak zaposlenih ili poreza na dobit prilikom angažiranja stručnjaka),

²¹ *Ovdje se poreznim kreditom smatra porezni poticaj u obliku mogućnosti smanjenja porezne obveze za dio izdataka za istraživanje i razvoj, dok se poreznim odbitkom smatra mogućnost smanjenja osnovice poreza na dobit za iznos koji premašuje stvarna ulaganja u istraživanje i razvoj.*

4. *porezni poticaji za transfer tehnologije* (npr. poticaji kojima se podupire nabava nove tehnologije ili porezni poticaji onima koji razvijaju nove tehnologije za transfer njihova *know-howa*),
5. *porezni poticaji za suradnju društava i istraživačkih instituta, odnosno sveučilišta* (npr. porezni poticaji za kolaborativne projekte) i
6. *porezni poticaji za stvaranje inovativnih tvrtki* (npr. porezni poticaji za *spin-off* ili *spin-out*).

Ocjenjuje se postojanje svakog od navedenih poreznih poticaja, te se ocjena «1» dodjeljuje ukoliko je dostupan konkretan oblik poreznog poticaja, a ocjena «3» ako nije. Za kriterij poreznih poticaja za istraživanje i razvoj izračunava se kompozitna ocjena kao prosječna ocjena svih šest varijabli (oblika poreznih poticaja).

U Hrvatskoj su početkom 2006. godine, unutar Zakona o porezu na dobit, postojali porezni poticaji za istraživanje i razvoj, koji su u svibnju 2006. ukinuti te se nisu primjenjivali od 1. siječnja 2007²². Potom su u svibnju 2007. porezni poticaji za istraživanje i razvoj ponovno uvedeni i ugrađeni u Zakon o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju²³. Porezni poticaji imaju oblik dodatnog smanjenja porezne osnovice za opravdane troškove znanstvenih i razvojnih istraživanja, pri čemu se opravdanim troškovima istraživanja smatraju plaće zaposlenika i naknade osoba koje izravno sudjeluju u istraživanjima, materijalni troškovi za istraživanje, troškovi usluga korištenih tijekom istraživanja, troškovi amortizacije nekretnina, postrojenja i opreme u dijelu u kojem se oni koriste za istraživanje, troškovi amortizacije patenata i licencija te opći troškovi istraživanja. Pet od šest bi oblika poreznih poticaja dobilo ocjenu «1» u 2006. godini, kao i nakon 15. svibnja 2007²⁴.

²² *Zakon o porezu na dobit, članak 5. (NN 57/06).*

²³ *Zakon o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, članak 111c i 111d. (NN 46/07)*

²⁴ *Početkom rujna 2007. još uvijek ne postoje provedbeni propisi koji bi objasnili kako se utvrđuje zadovoljavaju li određeni obveznik i istraživanja koja on provodi uvjete za ostvarenje prava na porezne poticaje za istraživanje i razvoj.*

Sve ocjene za elemente okruženja koji utječu na društva u koja se ulaže u Hrvatskoj, 25 europskih zemalja i EU-8 prikazane su u tablici 2.

Tablica 2. Elementi okruženja koji utječu na društva u koje se ulaže, 2006.			
Kriterij/varijabla	Hrvatska*	Europa**	EU-8***
Poticaji društvima			
Postojanje posebnih fiskalnih shema za «mlada inovativna društva»	3	2,76	3,00
Stopa poreza na dobit	1	2,04	1,00
Posebna stopa poreza na mala i srednja poduzeća	3	2,28	2,50
Prosjek za kriterij	2,33	2,36	2,17
Porezni poticaji za istraživanje i razvoj			
Porezni poticaji za poslovne rashode za istraživanje i razvoj	1	1,64	2,00
Porezni poticaji za kapitalne izdatke za istraživanje i razvoj	1	1,84	1,75
Porezni poticaji za ugovore s istraživačima	1	1,96	2,50
Porezni poticaji za transfer tehnologije	1	2,36	2,50
Porezni poticaji za suradnju društava i istraživačkih instituta/sveučilišta	1	2,28	2,50
Porezni poticaji stvaranju inovativnih društava	3	2,68	3,00
Prosjek za kriterij	1,33	2,13	2,38

*Napomena: *Prikazane se vrijednosti odnose na 1. siječnja 2006. **Europa - svih 25 zemalja koje su obuhvaćene analizom EVCA-e i KPMG-a (2006). *** EU-8 - osam novih članica EU-a obuhvaćenih analizom (Češka, Estonija, Latvija, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija).*

Izvori: EVCA i KPMG (2006) i ocjena autorice.

3.3. Elementi okruženja koji utječu na zadržavanje nadarenih

Elementi okruženja koji utječu na zadržavanje nadarenih ocjenjuju se kroz dva kriterija - zadržavanje nadarenih u društvima u koja se ulaže i zadržavanje nadarenih u društvima za upravljanje fondovima.

Zadržavanje nadarenih u društvima u koja se ulaže

Unutar ovog kriterija ocjenjuju se tri varijable pomoću sljedećih pitanja:

1. Koliko iznosi stopa poreza na kapitalne dobitke za fizičke osobe?

Ocjena se dodjeljuje relativno, u odnosu na prosječnu stopu poreza na kapitalne dobitke u 25 europskih zemalja. Ocjenu «1» dobivaju zemlje u kojima je stopa poreza na kapitalne dobitke niža od prosječne u 25 europskih zemalja, ocjenu «3» dobivaju zemlje u kojima je ta stopa viša od prosječne, dok zemlje u kojima je ona jednaka prosječnoj stopi u 25 europskih zemalja dobivaju ocjenu «2». Početkom 2006. ova je prosječna stopa iznosila 15,02 posto. Ovdje se međusobno uspoređuju najviše granične stope poreza na kapitalne dobitke fizičkih osoba uvećane za stope odgovarajućih lokalnih poreza i dobitke od realizacija dionica i udjela koje nisu poduzete u spekulativne svrhe.

Budući da fizičke osobe u Republici Hrvatskoj nisu opterećene porezom na kapitalne dobitke, ovoj se varijabli može dodijeliti ocjena «1».

2. Koliko iznosi najviša granična stopa poreza na dohodak?

I ovdje ocjena ovisi o odnosu nacionalne i prosječne europske porezne stope. Kao osnova usporedbe uzima se stopa uvećana za stope lokalnih poreza na dohodak. Prosječna najviša granična stopa poreza na dohodak u 25 europskih zemalja iznosila je 42,03 posto. Zemlje čija je najviša stopa poreza na dohodak niža od navedene dobivaju ocjenu «1», zemlje sa stopom jednakom europskom prosjeku ocjenu «2», a zemlje s višom stopom poreza na dohodak ocjenu «1».

Najviša granična stopa poreza na dohodak u Hrvatskoj iznosi 45 posto, a zajedno s najvišim prirezom, najviše opterećenje porezom na dohodak iznosi 53,1 posto. Budući da je to opterećenje veće od europskog prosjeka, ovoj se varijabli dodjeljuje ocjena «3».

3. U kojem se trenutku oporezuju dioničke opcije?

Dioničke se opcije mogu oporezivati u trenutku dodjele, prijenosa vlasništva, izvršenja prava iz opcije ili prilikom prodaje dionica na kojima se temelje opcije. Nepovoljno je ako se dioničke opcije oporezuju prilikom dodjele, prijenosa vlasništva ili izvršenja prava iz opcije budući da dobici nisu realizirani u tom trenutku, pa vlasnik opcije ne raspolaže sredstvima iz kojih bi podmirio poreznu obvezu. U tim se slučajevima dodjeljuje ocjena «3». Ocjena «1» se dodjeljuje jedino ako se dioničke opcije oporezuju prilikom prodaje, jer samo u tom slučaju stjecatelj dioničke opcije može raspolagati novcem od eventualnog kapitalnog dobitka.

U Hrvatskoj se dohodak od kapitala po osnovi opcijske kupnje vlastitih dionica utvrđuje u trenutku realizacije prava iz opcije, odnosno u trenutku kupnje dionice od strane vlasnika opcije ili prijenosa prava na kupnju na treću osobu²⁵. Takvo se rješenje smatra nepovoljnim jer dioničke opcije podliježu oporezivanju prije realizacije dobitaka, pa mu se dodjeljuje ocjena «3».

Zadržavanje nadarenih u društvima za upravljanje fondovima

Kako bi se dobila ocjena ovog kriterija, postavljaju se sljedeća pitanja:

1. Jesu li zakonom predviđene naknade ovisne o uspješnosti fond menadžera?

Pozitivnom ocjenom «1» ocjenjuje se postojanje mogućnosti za ostvarivanje naknada ovisnih o uspješnosti fond menadžera, a negativnom ocjenom «3» nepostojanje takve mogućnosti.

Zakon o investicijskim fondovima predviđa mogućnost da naknada za upravljanje otvorenim investicijskim fondom rizičnog kapitala s privatnom

²⁵ Zakon o porezu na dohodak, članak 30., stavak 7. NN 177/04.

ponudom bude u cijelosti ili djelomično utvrđena, ovisno o prinosu fonda²⁶. Takvom se zakonskom rješenju može dodijeliti ocjena «1».

2. Kako se oporezuju naknade ovisne o prinosu?

Ako se naknade ovisne o prinosu oporezuju kao i kapitalni dobitci, dodjeljuje se ocjena «1». Ukoliko se oporezuju kao dividende, daje se ocjena «2», dok se najnepovoljnijim smatra oporezivanje porezom na dohodak, te se dodjeljuje ocjena «3».

U Hrvatskoj se naknade ovisne o prinosu smatraju naknadama za upravljanje otvorenim investicijskim fondom rizičnog kapitala, a ne naknadama fond menadžera. Stoga ne podliježu oporezivanju jer otvoreni investicijski fondovi nisu obveznici poreza na dobit. Zakon o investicijskim fondovima ne govori o poreznom tretmanu bonusa što ih ostvaruju fond menadžeri kao nagradu za doprinos u ostvarivanju naknade ovisne o prinosu, ali se može pretpostaviti da su takvi bonusi opterećeni porezom na dohodak. Zbog toga ovu varijablu treba ocijeniti s «3».

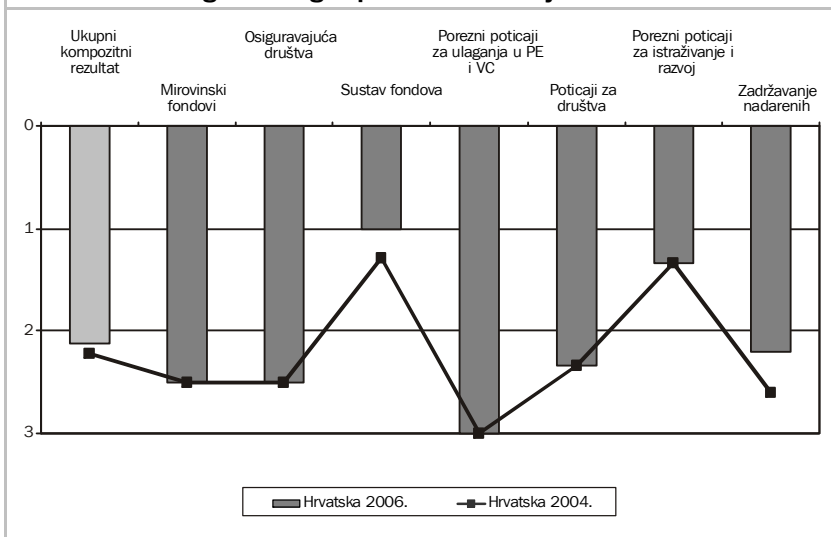
Kriterij/varijabla	Hrvatska*	Europa**	EU-8***
Zadržavanje nadarenih u društvima u koja se ulaže			
Porezi na kapitalne dobitke za fizičke osobe	1	2,04	2,25
Stopa poreza na dohodak za fizičke osobe	3	1,96	1,25
Oporezivanje dioničkih opcija	3	2,44	2,50
Zadržavanje nadarenih u društvima za upravljanje fondovima		1,24	1,50
Mogućnost ostvarivanja naknada ovisnih o prinosu	1	1,76	2,25
Oporezivanje naknada ovisnih o prinosu	3	1,89	1,95
Prosjek za kriterij	2,20	2,04	2,25

Napomena: *Prikazane se vrijednosti odnose na 1. siječnja 2006. **Europa - svih 25 zemalja koje su obuhvaćene analizom EVCA-e i KPMG-a (2006). *** EU-8 - osam novih članica EU-a obuhvaćenih analizom (Češka, Estonija, Latvija, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija).

Izvori: EVCA i KPMG (2006), ocjena autorice.

²⁶ Zakon o investicijskim fondovima, članak 210., stavak 2, NN 150/2005.

Slika 1. **Rezultati ocjene prikladnosti okruženja za razvoj privatnog vlasničkog i rizičnog kapitala u Hrvatskoj u 2006. i 2004.**



Izvor: Ocjena autorice.

4. **Međunarodna usporedba prikladnosti poreznog i pravnog okruženja za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital**

Raspoložive ocjene za europske zemlje i Hrvatsku u 2006. i 2004. godini omogućuju usporedbu prikladnosti hrvatskog okruženja za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital s okruženjem drugih europskih zemalja. Ukupni kompozitni rezultati ocjene prikladnosti poreznog i pravnog okvira za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj i skupini europskih zemalja za 2006. i 2004. godinu, koji su prikazani u tablici 4, pokazuju da u 2006. Hrvatska nije napredovala na ljestvici europskih zemalja unatoč određenom poboljšanju rezultata, zbog čega se našla u donjem dijelu ljestvice, jednako kao i 2004. godine. Rezultat je u 2006. godini, kao i u 2004., bio lošiji od rezultata starih članica EU-a ili prosjeka promatranih zemalja, ali i od prosjeka novih članica Unije.

Tablica 4. Ukupni kompozitni rezultati ocjene poreznog i pravnog okruženja za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u 2006. i 2004. godini

2006.		2004.	
Zemlja	Ukupni kompozitni rezultati	Zemlja	Ukupni kompozitni rezultati
Irska	1,27	Velika Britanija	1,26
Francuska	1,36	Luxembourg	1,49
Velika Britanija	1,46	Irska	1,53
Belgija	1,51	Grčka	1,75
Španjolska	1,52	Nizozemska	1,76
Grčka	1,55	Portugal	1,81
Nizozemska	1,60	Belgija	1,82
Luxembourg	1,62	Mađarska	1,86
Portugal	1,71	Italija	1,86
Italija	1,72	Francuska	1,89
Austrija	1,74	EU15	1,92
Danska	1,75	Švicarska	1,95
EU15*	1,77	Španjolska	1,96
Mađarska	1,83	Europa	1,97
Švicarska	1,83	Norveška	2,04
Europa**	1,84	Švedska	2,05
Finska	1,91	Češka	2,12
EU8***	2,07	Poljska	2,13
Estonija	2,08	EU4***	2,15
Norveška	2,08	Hrvatska	2,22
Hrvatska	2,12	Finska	2,30
Švedska	2,12	Njemačka	2,37
Latvija	2,12	Austrija	2,42
Njemačka	2,15	Danska	2,46
Poljska	2,16	Slovačka	2,49
Slovačka	2,17		
Češka	2,21		
Slovenija	2,26		
Rumunjska	2,35		

*Napomena: * Stare članice EU-a. ** Sve zemlje obuhvaćene istraživanjem. *** Nove članice EU-a obuhvaćene istraživanjem.*

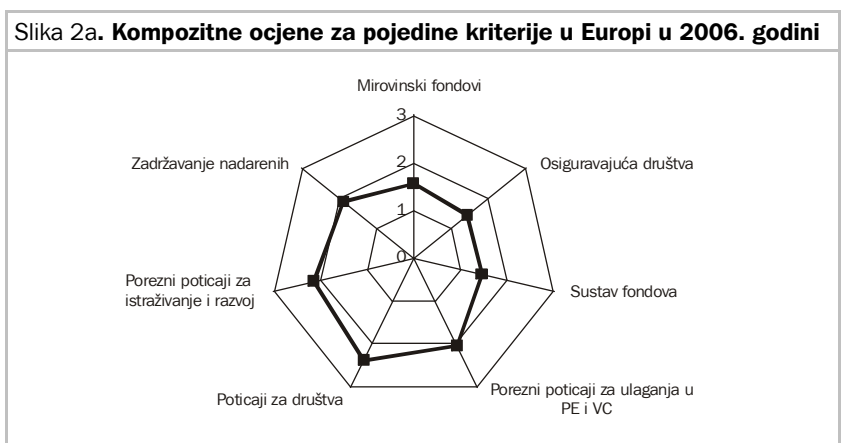
Izvori: EVCA i KPMG (2006.), EVCA (2004.), za Hrvatsku ocjene autorice.

Što se tiče ostalih zemalja, može se primijetiti da su se u 2006., u odnosu na 2004., ukupni kompozitni rezultati u prosjeku poboljšali. Očekivano, nove su

članice EU-a u prosjeku lošije rangirane od starih, ali u oči upada i nizak rang nekih starih članica Unije poput Njemačke i Švedske. Također se uočava pogoršanje rezultata nekih novih članica u odnosu na 2004., primjerice Poljske i Češke.

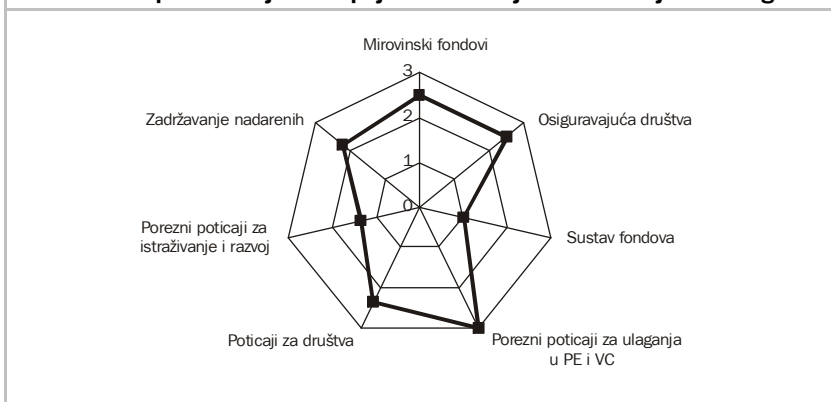
Ako se promotre kompozitni rezultati za pojedini kriterij, koji se vrednuje pri ocjeni okruženja za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital na razini prosjeka europskih zemalja, uočava se da su elementi okruženja koji utječu na ulagače i fond menadžere u Europi u prosjeku nešto bolje ocijenjeni, a nešto slabije elementi okruženja koji utječu na društva u koje se ulaže (vidjeti sliku 2a).

Istodobno se u Hrvatskoj uočavaju velika odstupanja među ocjenama i prisutnost onih elemenata okruženja koji u velikoj mjeri mogu ograničiti razvoj ulaganja u privatni vlasnički i dionički kapital (vidjeti sliku 2b). Nasuprot europskim zemljama, osobito problematičan dio okruženja predstavljaju elementi koji utječu na ulagače i fond menadžere. Usklađivanjem hrvatskih propisa s pravnom stečevinom Europske unije, koje se očekuje u razmjerno kratkom roku, i kod ovih se elemenata okruženja očekuju promjene koje će utjecati na stvaranje povoljnijeg okruženja za razvoj ovog dijela financijskog sustava.



Izvori: EVCA i KPMG (2006).

Slika 2b. Kompozitne ocjene za pojedine kriterije u Hrvatskoj u 2006. godini

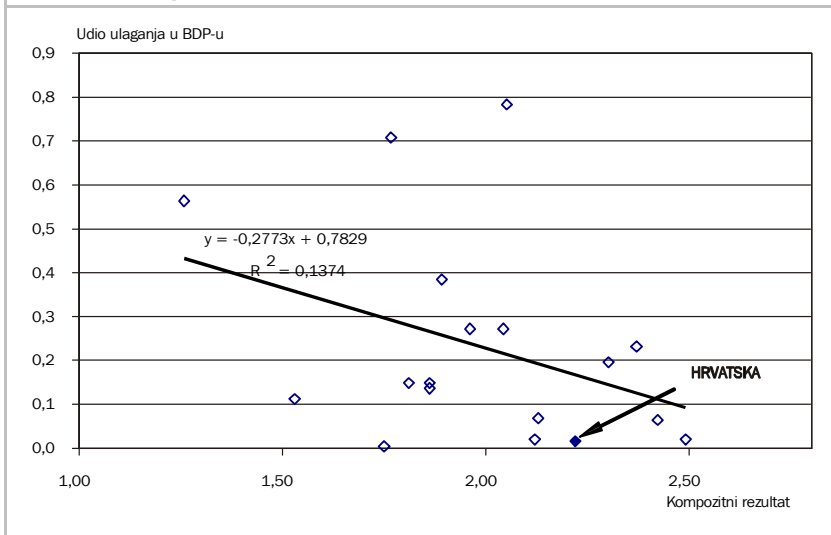


Izvor: Ocjena autorice.

Na kraju je zanimljivo provjeriti određuju li doista porezno i pravno okruženje, i u kojoj mjeri, veličinu ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital. Ako pođemo od pretpostavke da kompozitni rezultati usporedbe s mjerilima dobro odražavaju prikladnost poreznog i pravnog okruženja, može ih se staviti u vezu s udjelom ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital (slika 3). Jednostavna ocjena pokazuje, u skladu s očekivanjima, da postoji negativna veza između kompozitnih rezultata za europske zemlje i ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital, koje je mjerena udjelom u BDP-u. Ipak, ta je veza razmjerno slaba, što upućuje da na visinu ulaganja utječu i drugi čimbenici.

Što se tiče Hrvatske, ne bi se moglo zaključiti da je vrlo niska razina ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital posljedica samo nepovoljnog okruženja. Može se pretpostaviti da su uzroci takvog stanja i nedostatak prilika za ulaganje, kao i nezainteresiranost tvrtki za ovakvim oblikom financiranja.

Slika 3. Ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital i kompozitni rezultati u Europi 2004.



Izvori: KPMG i EVCA (2006), EVCA (2005).

5. Zaključak

Ocjena poreznog i pravnog okruženja za razvoj ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital, provedena u Hrvatskoj metodom EVCA-e, pokazala je da su između 2004. i 2006. nastupile promjene relevantnog zakonodavstva koje su doprinijele porastu prikladnosti poreznog i pravnog okruženja za razvoj ove industrije. Ipak, Hrvatska prema ukupnoj ocjeni i dalje pripada europskim zemljama čiji je porezni i pravni sustav razmjerno nepovoljan za ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital. Na ovakvu je ocjenu ponajprije utjecao nedostatak poreznih poticaja za ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital, a također i nemogućnost ulaganja mirovinskih fondova u društva koja ne kotiraju na organiziranom tržištu, kao i ograničenja u pogledu mogućnosti ulaganja osiguravajućih društava. Kao elementi okruženja koji u Hrvatskoj mogu pozitivno utjecati na odluke o ulaganju u privatni vlasnički i rizični kapital, ističu se zakonska mogućnost osnivanja otvorenih investicijskih fondova rizičnog kapitala te porezni poticaji za istraživanje i razvoj.

Slaba ocjena poreznog i pravnog okruženja djelomično objašnjava nisku razinu ulaganja u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj, ali zasigurno postoje i drugi uzroci nedovoljnog zanimanja za ova ulaganja, što može negativno utjecati na nastajanje i razvitak mladih i inovativnih tvrtki kao osobito važnog dijela gospodarstva.

Literatura

Europska komisija, 2007, *Towards a more effective use of tax incentives in favour of R&D, Communication from the Commission* (Annex: Good practice guidance for the design, implementation and evaluation of R&D incentives), Bruxelles: Europska komisija.

Europska komisija, 2006, *Screening Report Croatia*, Chapter 9 - Financial Services, 28. studeni 2006.,
http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/croatia/screening_reports/screening_report_09_hr_internet_en.pdf (pristupljeno 14. rujna 2007.).

EVCA i KPMG, 2006, *Benchmarking European Tax and Legal Environments*, Zaventem: EVCA.

EVCA, 2006, *Central and Eastern Europe Statistics 2005*, An EVCA Special Paper, Bruxelles: EVCA.

EVCA, 2005, *Central and Eastern Europe Statistics 2004*, An EVCA Special Paper, Bruxelles: EVCA.

HBOR, Programi kreditiranja: Utemeljenje malog poduzetništva,
<http://www.hbor.hr> (pristupljeno 14. rujna 2007.).

Milanov, Hana, 2005, "Examination of Foreign Venture Capitalists' Role in Developing Countries", *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 15(103), ljeto, str. 50-72.

Official Journal of the European Union L 077, 20/03/2002 P. 0017-0022, *EU Insurance Company Directive* (Directive 2002/13/EC of the European Parliament and of the Council of 5 March 2002 amending Council Directive 73/239/EEC as regards the solvency margin requirements for non-life insurance undertakings), <http://eur-lex.europa.eu> (pristupljeno 14. rujna 2007.).

Official Journal of the European Union L 235, 23/9/2003 P. 0010-0021, *EU Pension Fund Directive* (Directive 2003/41/EC of the European Parliament and of the Council of 3 June 2003 on the activities and supervision of institutions for occupational retirement provision), <http://eur-lex.europa.eu> (pristupljeno 14. rujna 2007.).

Ognjenović, Đurdica, 2007, "Neiskorištena opcija", *Banka*, br. 8, str. 37-38.

Pravilnik o porezu na dobit, *Narodne novine*, br. 95/2005.

Središnji ured Porezne uprave, *Mišljenje*, Klasa: 410-19/06-01/69, ur.broj: 513-07-21-01/06-2 od 19. 12. 2006.

Šonje, Velimir, ured., 2005, *Veza koja nedostaje, kako povezati razvitak tržišta kapitala i gospodarski rast*, Zagreb: Arhivanalitika.

Zakon o investicijskim fondovima, *Narodne novine*, br. 150/2005.

Zakon o osiguranju, *Narodne novine*, br. 151/2005.

Zakon o mirovinskom osiguranju, *Narodne novine*, br. 102/1998, 27/2000, 59/2001, 109/2001, 147/2002.

Zakon o porezu na dobit, *Narodne novine*, br. 177/2004, 90/2005, 57/2006.

Zakon o porezu na dodanu vrijednost, *Narodne novine*, 45/1995, 106/1996, 164/1998, 105/1999, 54/2000, 73/2000, 48/2004, 82/2004.

Zakon o porezu na dohodak, *Narodne novine*, br. 177/2004.

Zakon o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, *Narodne novine*, 49/1999, 63/2000, 103/2003.

Zakon o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, *Narodne novine*, 46/2007.