

## **2. LIBERALIZACIJA KRETANJA KAPITALA - Opcije za liberalizaciju kapitalnog računa Hrvatske -**

### **UVOD**

Eksterna liberalizacija - kao sastavni dio programa strukturalnih reformi ekonomije - predmijeva uz tzv. "trgovačku liberalizaciju" (engl. "trade reform") i liberalizaciju deviznog sistema (engl. "exchange reform"). S tim su povezani liberalizacija tekućeg dijela bilance plaćanja, kao i liberalizacija kapitalnog dijela platne bilance.

Hrvatska je u sklopu trogodišnjeg financijskog aranžmana sa Međunarodnim monetarnim fondom deklarirala svoju namjeru liberalizacije tokova kapitala ("Vlada i Narodna banka Hrvatske će na dnevni red svoje politike staviti liberalizaciju kapitalnog računa, uključujući i ograničenja koja se odnose na vanjski portfelj i direktne investicije, kao i transfer kapitala. Vremenski raspored ukidanja takvih ograničenja uzet će u obzir kretanja u platnoj bilanci").<sup>1</sup>

Ovaj rad sadrži dva temeljna dijela: u prvom, prezentiraju se postojeće kapitalne restrikcije koje se primjenjuju u Hrvatskoj; a u drugom dijelu, data je skica mogućeg redosljeda liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske.

---

<sup>1</sup> Točka 45. Memoranduma Vlade Republike Hrvatske o gospodarskoj politici.

## 1. OPCIJE DINAMIKE EKSTERNE LIBERALIZACIJE

Jedna od temeljnih pretpostavki u ovom radu, bila bi opcija postupnog, gradualističkog uklanjanja kapitalnih restrikcija. Pobornici gradualizma u eksternoj liberalizaciji bili bi: McKinnon (1993), Galbis (1994), Quirk (1994), Agenor i Montiel (1996), Zdunić (1996), Borak (1997) i drugi.

Mnogi ekonomisti, koji zagovaraju gradualizam u liberalizaciji deviznog sistema, zastupaju princip "current account first, capital account next". U slučaju Hrvatske, odnosno kod liberalizacije deviznog sistema i postupnog uvođenja konvertibilnosti hrvatske valute, primijenjen je upravo ovaj princip eksterne liberalizacije. Prvo je završena liberalizacija tekućeg računa - 29. svibnja 1995. godine, a onda je - početkom 1996. godine - započeta parcijalna liberalizacija kapitalnih transakcija Hrvatske sa inozemstvom. Ovdje se postavlja pitanje koje su to opcije dinamike *eksterne liberalizacije u slučaju Hrvatske?*

Prije svega, potrebno je u potpunosti završiti proces uspostave de iure konvertibilnosti hrvatske valute po tekućim transakcijama sa inozemstvom. Hrvatska je sredinom 1995. godine prihvatila de iure sve obveze po članku VIII. Statuta Međunarodnog monetarnog fonda. Koje su implikacije prihvaćanja tih obveza, te dinamika i stupanj liberalizacije tekućeg računa Hrvatske, vidjeti opširnije u Radošević (1997). Bitno je istaknuti, međutim, da je Hrvatska - uz suglasnost MMF-a - zadržala devizne restrikcije po tekućim transakcijama sa inozemstvom u obliku nepodmirenih kreditnih obveza prema pojedinim članicama Pariškog kluba (engleski, "external payments arrears"). MMF je sukcesivno, u nekoliko slučajeva, prolongirao dozvolu za održavanje navedene devizne restrikcije do zaključivanja preostalih bilateralnih sporazuma o odgodi vanjskog duga sa članicama Pariškog kluba. Po toj osnovi, Hrvatska je klasificirana u grupu od 9 zemalja (Botsuana, Gvineja, Jordan, Kenija, Mauricijus, Filipini, Sijera Leone i Zimbabve), koje imaju de iure status po članku VIII. Statuta MMF-a, ali održavaju - uz dozvolu Fonda - jednu

ili više deviznih restrikcija po tekućim međunarodnim transakcijama.<sup>2</sup> Još 12 zemalja, koje imaju de iure status po članku VIII. Statuta MMF-a, održava devizne restrikcije po tekućim međunarodnim transakcijama, ali bez dozvole MMF-a. Ostalih 117 zemalja ima potpunu de iure konvertibilnost po članku VIII. Statuta MMF-a, odnosno nemaju nikakvih restrikcija po tekućem računu.

Nakon završetka liberalizacije tekućeg računa, potrebno je pristupiti postupnoj liberalizaciji kapitalnog računa. U slučaju Hrvatske, ovaj proces započet je na nekonzistentan način. Naime, kolizijom zakona, koja je nastala donošenjem novog Zakona o trgovini krajem veljače 1996., uspostavljena je sloboda za direktna investicijska ulaganja rezidenata u inozemstvu. Opširnije o pravnim aspektima nekonzistentnosti Zakona o trgovini i Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznog poslovanja i prometu zlata, te implikacijama na liberalizaciju kapitalnih transfera hrvatskih rezidenata u inozemstvo, vidjeti u Radošević (1996a). Početkom svibnja 1997., Narodna banka Hrvatske je - uz suradnju sa Ministarstvima financija i gospodarstva i Komisijom za izdavanje vrijednosnih papira - odobrila ulaganje banaka u vlasničke vrijednosnice u inozemstvu, te su tako liberalizirane portfolio investicije hrvatskih pravnih osoba u inozemstvu. Dakle, proces liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske započet je, a da prethodno nije bila završena liberalizacija po tekućim transakcijama sa inozemstvom, te na način koji nije bio sasvim konzistentan. Po našem mišljenju, radi se o preuranjenoj liberalizaciji odljeva kapitala za rezidente - pravne osobe sa sjedištem u Hrvatskoj, što proizlazi iz nekonzistentnosti pravnih propisa.

Početkom 1997., Hrvatska je službeno preuzela obvezu gradualističke

---

<sup>2</sup> Vidjeti tablicu 12., str. 41. u: "Biennial Review of the Implementation of the Fund's Surveillance Over Members' Exchange Rate Policies and of the 1977 Surveillance Decision - Background Paper", IMF Document SM/97/53, IMF, Washington, DC, February 28, 1997.

liberalizacije kapitalnog računa u razdoblju 1997. - 1999., a u okviru novog financijskog aranžmana sa MMF-om. Ova obveza, te nedostaci koji su uočeni u eksternoj liberalizaciji, nameću potrebu formuliranja programa liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske.

Temeljni predmet ovog istraživanja analiza je mogućeg redosljeda liberalizacije kapitalnih transakcija s inozemstvom u slučaju Hrvatske, kao najvažnijeg dijela programa liberalizacije, polazeći od iskustava tržišnih ekonomija, zemalja članica EU i OECD. Ova analiza trebala bi razjasniti moguće opcije dinamike liberalizacije kapitalnog računa u slučaju Hrvatske, a napose redosljed liberalizacije kapitalnih transakcija s inozemstvom, polazeći od postojećih kapitalnih restrikcija, koje se primjenjuju u Hrvatskoj, a koje su vrlo sažeto prezentirane u ovoj analizi. Liberalizacija kapitalnih transakcija s inozemstvom kod zemalja u tranziciji, po našem mišljenju, trebala bi se provoditi sukladno fazama liberalizacije, koje su primijenile zemlje Evropske Unije i OECD-a.

Zanimljivo je da, prema empirijskoj analizi Milesi-Ferretija i Razina (1996), u uvjetima opće liberalizacije kretanja kapitala u 90-tim godinama, na primjeru grupe zemalja Istočne Azije i Latinske Amerike, preostale kapitalne kontrole primjenjuju se najvećim dijelom kako bi se limitirao obujam "priljeva kapitala", a za razliku od kapitalnih kontrola "odljeva kapitala", koje su se intenzivno primjenjivale u 70-tim i 80-tim godinama. Kontrole "odljeva kapitala" bile su primjenjivane, kako bi se osigurala tzv. "održivost", u stvari, financiranje deficita tekućeg dijela bilance plaćanja. Promjena strukture kapitalnih restrikcija, posljedica je promjena u kapitalnim tokovima, i to pomaka sa "debt-creating flows" (sindicirani krediti komercijalnih banaka i oficijelnih kreditora) na "non-debt creating flows" (strane direktne i portfolio investicije).

U slučaju Hrvatske, redosljed liberalizacije kapitalnih transakcija s inozemstvom, determiniran je strukturom platne bilance, odnosno strukturom tokova kapitala - priljeva i odljeva kapitala, te intenzitetom i strukturom primjenjenih kapitalnih restrikcija. To je razlog da je vrlo

teško dati precizan redoslijed liberalizacije kapitalnih tokova na primjeru Hrvatske.

U nastavku se prezentira struktura primijenjenih kapitalnih restrikcija u Hrvatskoj, koja u osnovi odražava strukturu kapitalnih tokova Hrvatske sa inozemstvom.

## **2. LIBERALIZACIJA KRETANJA KAPITALA**

### **2.1. Kapitalne restrikcije koje se primjenjuju u Hrvatskoj**

Za potrebe analize ograničenja kapitalnih međunarodnih transakcija koje primjenjuje Hrvatska, koristi se metodologija klasifikacije kapitalnih restrikcija, koju je Međunarodni monetarni fond pripremio u okviru posebnog pilot - projekta,<sup>3</sup> primijenjenog na užoj grupi od 31 članice MMF-a, a u koju je bila uključena i Hrvatska. Metodologija prezentacije kapitalnih restrikcija vrlo je slična klasifikaciji kapitalnih tokova OECD-a, a sličnu strukturu kapitalnih transakcija koristi i EU. Iz ovog prikaza, moguće je - na cjelovit, transparentan i međunarodno komparabilan način - analizirati intenzitet i strukturu kapitalnih restrikcija koje se primjenjuju na transakcije Hrvatske s inozemstvom. Prikaz daje cleoviti uvid u strukturu kapitalnih restrikcija, koje se primjenjuju u Hrvatskoj. *To može predstavljati osnovu i za sagledavanje mogućeg redoslijeda liberalizacije kapitalnog računa.*

---

<sup>3</sup> Autor je bio Koordinator grupe hrvatskih stručnjaka, koji su pripremili poseban izvještaj za MMF o kapitalnim restrikcijama koje se primjenjuju u Hrvatskoj. Kao podloga za izradu ovog dokumenta, poslužila je ranija analiza kapitalnih restrikcija, opširnije vidjeti u: Radošević (1996).

**Hrvatska**  
**Pregled deviznog sustava i kapitalnih restrikcija**

Predmetna mjera	Da/Ne	Opis
<b>Status prema Statutu MMF-a</b>		
Članak VIII.	Da	Datum prihvatanja: 29. svibnja 1995.god.
Članak XIV.	Ne	
<b>Devizni aranžman</b>		
Valuta	Da	Hrvatska valuta je Kuna.
Drugo zakonsko sredstvo plaćanja	Ne	
Struktura tečaja		
Unitarna	Da	
Dualna	Ne	
Višestruka	Ne	
Klasifikacija		
Vezana uz neku drugu valutu	Ne	
Ograničena fleksibilnost s obzirom na jedinstvenu valutu	Ne	
Zajednički aranžmani	Ne	
Usklađivana prema nizu pokazatelja	Ne	
Vođeno plivanje tečaja	Da	Tečaj Kune formira se na međubankarskom deviznom tržištu. Narodna banka Hrvatske (NBH) može utvrđivati intervencijske tečajeve, koje će se primijenjivati u transakcijama s bankama izvan međubankovnog tržišta da bi se riješile prekomjerne fluktuacije u tečaju.

Samostalno plivanje	Ne	
Devizni porez	Ne	
Devizna subvencije	Ne	
Devizno terminsko tržište	Da	
Službeno pokriće terminskih poslova	Da	Povremeno NBH osigurava swap sredstva po nominalnoj vrijednosti za banke na vrlo ograničenom terminskom tržištu.
<b>Aranžmani o dugovanju i potraživanju</b>		
Propisivanje uvjeta glede valute	Ne	
Bilateralni aranžmani o plaćanju	Da	
U primjeni	Da	Postoji aranžman s Italijom
Izvan primjene	Ne	
Ostali aranžmani o plaćanju	Ne	
Aranžmani regionalnog tipa	Ne	
Sporazumi o prijeboju	Ne	
Sporazumi o barter poslovima i otvoreni računi	Ne	
Vođenje kontrole	Da	

Organi devizne kontrole	Da	NBH oblikuje i vodi tečajnu politiku te može izdavati devizne propise u skladu sa Zakonom o deviznom sustavu, deviznim poslovima i prometu zlata. Zakon o trgovini donesen je 17. veljače 1996. godine. Tvrtke, koje se žele baviti vanjskom trgovinom, moraju se registrirati kod trgovačkih sudova. Predstavnički uredi inozemnih tvrtki moraju se registrirati kod Ministarstva gospodarstva (MG).
Restrikcije glede deviznog osiguranja	Da	
U skladu s Odlukom Izvršnog odbora br.144-(52/51)	Da	
Ostale	Ne	
U skladu sa sankcijama UN	DA	
Dospjela a nenaplaćena potraživanja	Da	
Službena	Da	Prema suglasnosti MMF i prema statusu iz Članku VIII.
Privatna	Ne	
Kontrola nad trgovinom zlatom (kovanice i/ili poluge)	Da	
Kontrola nad imovinom u zemlji i/ili razmjenom	Ne	



Kontrole nad razmjenom s inozemstvom	Da	Izvoz neobrađenog zlata i zlatnih kovanica od strane proizvođača zlata ili ovlaštenih poslovnih banaka podliježe pribavljanju suglasnosti od NBH. Uvoz zlata podliježe pribavljanju suglasnosti od Ministarstva gospodarstva.
Kontrola nad izvozom i uvozom novčanica	Da	
Nad izvozom	Da	
-domaće valute	Da	Iznošenje iz zemlje hrvatske valute, i od strane rezidenata i nerezidenata, ograničava se na HRK 2.000.- po osobi.
-strane valute	Da	Domaće fizičke osobe mogu iznijeti u inozemstvo sredstva u visini protuvrijednosti njemačkih maraka 1.000.-. Dodatni iznos u visini protuvrijednosti do DM 2.000.- može se iznijeti s tim da je povučen s deviznih računa, odnosno otkupljen od banaka radi putničkih troškova. U oba slučaja NBH može dozvoliti iznošenje većih iznosa ovisno o svakom pojedinačnom slučaju.
Nad uvozom	Da	
-domaće valute	Da	Unošenje hrvatske valute, i od strane rezidenata i nerezidenata, ograničava se na HRK2.000.- po osobi.
-strane valute	Da	I rezidenti i nerezidenti slobodno unose stranu valutu u zemlju.

<b>Računi rezidenata</b>		
Pravo držanja računa	Da	Domaće fizičke i pravne osobe mogu u načelu otvarati devizne račune i po njima poslovati samo u Hrvatskoj. Međutim, NBH ima pravo dopustiti domaćoj pravnoj osobi, da drži devize na računima kod inozemnih banaka da bi iste mogle pokrivati troškove poslovanja i ispunjavati zakonske obveze glede redovnog deviznog poslovanja u inozemstvu. U Zakonu također postoje posebne odredbe za domaće pravne osobe, koje se bave izgradnjom investicijskih projekata u inozemstvu, a prema kojima iste imaju pravo držanja računa kod inozemnih banaka ovisno o dozvoli, koju je izdala NBH.
Pravne osobe	Da	
Fizičke osobe	Da	
Dopušteno držanje deviznih računa	Da	
u zemlji	Da	
-Neophodna suglasnost	Ne	
u inozemstvu	Da	
-Neophodna suglasnost	Da	
Računi u domaćoj valuti koja se može konvertirati u stranu valutu	Da	

<b>Računi nerezidenata</b>		
Pravo na držanje računa	Da	Nerezidenti mogu u Hrvatskoj otvarati devizne račune kod banaka s velikim ovlaštenjem. Slobodno je odobravanje deviznih iznosa u korist ovih računa kao i njihovo zaduživanje radi plaćanja u inozemstvo radi konverzije u domaću valutu; dozvoljena je konverzija domaće valute u stranu valutu. Pravne osobe ne smiju polagati na ove račune deviznu gotovinu do iznosa od USD20.000 ako prethodno nisu pribavili posebnu dozvolu NBH ( mjera protiv "pranja novca").
Pravne osobe	Da	
Fizičke osobe	Da	
Pravo na držanje deviznih računa	Da	
Neophodna suglasnost	Ne	
Računi u domaćoj valuti	Da	Strane fizičke i pravne osobe mogu otvarati račune u domaćoj valuti, na koj će sjedati sredstva od prodaje roba i usluga, odnosno devize doznačene iz inozemstva.
Konvertibilni u devize	Da	Dozvoljeno je bez ograničenja sa sredstvima na ovim računima kupovati devize.
Neophodna suglasnost	Ne	
Blokirani računi	Da	Salda na deviznim računima, čiji su vlasnici bili domaće (fizičke) osobe za vrijeme bivše Socijalističke Federativne Republike Jugoslavije, bila su blokirana i zamijenjena su potraživanjima od Hrvatske vlade.

<b>Uvoz i plaćanje uvoza</b>		
Devizni budžet	Ne	
Uvjeti za financiranje uvoza	Ne	
Minimalni uvjeti za financiranje uvoza	Ne	
Obvezno avansno plaćanje	Ne	Avansna plaćanja za izvoz su dopuštena osim u slučajevima kad dobavljač zahtijeva učešće, u skladu s uobičajenom praksom u svijetu.
Avansni uvozni depoziti	Ne	
Obvezna dokumentacija radi osiguravanje deviza za izvoz	Ne	
Obvezni domicil	Ne	
Kontrola prije isporuke	Ne	
Akreditivi	Ne	
Uvozne dozvole korištene kao devizne dozvole	Ne	
Ostalo	Da	Dokument (faktura ili ugovor) za postupanje po tekućim transakcijama putem transfera deviznih sredstava.

Uvozne dozvole i ostale netarifne mjere	Da	Uvozne kvote ukinute su uredbom sa zakonskom snagom od 12. srpnja 1996. godine premda se u načelu takve kvote dozvoljavaju temeljem zakona o trgovini, a prema uvjetima sličnim pravilima WTO-a (Svjetske trgovinske organizacije). Nema potrebe za izdavanje dozvola za uvoz osim kad je riječ o popisu proizvoda, čiji se uvoz kontrolira u skladu s međunarodnim sporazumom zbog nepostojanja za to gospodarskih razloga (kao što je oružje, zlato, nezakoniti lijekovi i narkotici, te umjetnička i povijesna djela), te malog broja ostalih proizvoda (posebno čeličnih cijevi u komadima). Uvoz ovih artikala dopušta se ovisno o slučaju.
Pozitivni popisi	Ne	
Negativni popisi	Da	
Otvorene opće dozvole	Ne	
Dozvole uz kvote	Ne	
Ostale netarifne mjere	Ne	

Porezi na uvoz i /ili tarife	Da	<p>Uvoz podliježe carinskim tarifama do 25 % uz nekoliko izuzetaka. Izuzeci za bescarinski uvoz od strane putnika odnose se na \$100. Roba, koju uvoze putnici te poštanske pošiljke do vrijednosti od \$500.- podliježu pojednostavljenom carinskom postupku uz jednoobraznu tarifnu stopu od 8%. Za uvoz iznad te vrijednosti primjenjuju se redovne uvozne tarife i porezi. Građanin povratnik može u zemlju unijeti bez ograničenja kućanske potrepštine, a da ne plaća carinu , u iznosu koji odgovara vremenu provedenom u inozemstvu kad je trošio za te potrepštine te u svrhu privatnog poslovanja, međutim podliježe pribavljanju suglasnosti od Ministarstva financija po osnovi svakog pojedinačnog slučaja. Prema stanovitim uvjetima, roba koju uvoze stranci u svrhu investiranja izuzeta je od uvoznih pristojbi i poreza pod uvjetom da je dodana vrijednost izvoznog proizvoda barem 30 % vrijednosti uvezenih artikala te da su sredstva od izvoza u konvertibilnoj valuti.</p>
Porezi naplaćeni putem deviznog sustava	Ne	
Državni izvozni monopol	Ne	

<b>Izvoz i sredstva od izvoza</b>		
Obvezna repatrijacija kapitala	Da	Sredstva ostvarena od izvoza moraju se naplatiti i u cijelosti realizirati njihova repatrijacija u roku 90 dana od datuma izvoza. Ovo razdoblje se može produžiti do 150 dana uz suglasnost pribavljenu od NBH. Ukoliko se sa stranim uvoznicima dogovore o rokovima plaćanja iznad 90 dana, posao se mora registrirati kod NBH kao kreditni aranžman.
Obvezno odustajanje	Ne	
Obvezno financiranje	Ne	
Obvezna dokumentacija	Ne	
Akreditivi	Ne	
Garancije	Da	
Domicil	Ne	
Kontrola prije isporuke	Ne	
Ostali	Ne	
Izvozne dozvole	Ne	Nema ograničenja na izvoz osim za <i>stanovite proizvode, za koje je neophodno pribaviti suglasnost</i> (napr. oružje, lijekovi, umjetnički predmeti), te za neke osnovne prehrambene proizvode da bi se osigurala prikladna ponuda u zemlji, za neobnovljive izvore (nafta, prirodni plin); te za kožu i drvo.
Bez kvota	Ne	
S kvotama	Ne	
Izvozni porezi	Ne	

Porezi naplaćeni putem deviznog sustava	Ne	
Ostali izvozni porezi	Ne	
<b>Plaćanja za nematerijalne transakcije i tekuće transfere</b>		
Kontrole po ovim plaćanjima	Ne	
Vozarina/ osiguranje	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja / bona fide test	Ne	
Istovar/troškovi skladištenja	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Administrativni troškovi	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	



Provizije	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Plaćanje kamata	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Profit / dividende	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Plaćanja za putovanja	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	

Medicinski troškovi	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Troškovi istraživanja u inozemstvu	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Pretplate i članarine	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Honorari za savjete/ sudski troškovi	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	

Plaće stranih radnika	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Mirovine	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Kockanje/dobijanje nagrada	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	
Udržavanje obitelji/ alimentacije	Ne	
-Prethodna suglasnost	Ne	
-Ograničenja količine	Ne	
-Aktivna ograničenja/ bonafide test	Ne	

Korištenje kreditnih kartica u inozemstvu	Ne	
<i>-Prethodna suglasnost</i>	Ne	
<i>-Ograničenja količine</i>	Ne	
<i>-Aktivna ograničenja/ bonafide test</i>	Ne	
<b>Sredstva od nematerijalnih transakcija i tekućih transfera</b>		
Obvezna repatrijacija	Da	U načelu isti propisi, koji se primjenjuju na izvoz robe, primjenjuju se i na sredstva ostvarena od usluga.
Obveza odustajanja	Ne	
Ograničenja na korištenje sredstava	Ne	
<b>Transakcije glede unošenja i iznošenja kapitala</b>		
Kontrole nad instrumentima tržišta kapitala i novca	Da	Nema ograničenja za poslove <i>inverstiranja</i> u portfelj u zemlju, osim za kratkoročne vrijednosnice središnje banke na primarnom tržištu. Općenito postoje ograničenja na ulaganja u portfelj u inozemstvo.
Nad vrijednosnicama tržišta kapitala	Da	
<i>-Kupnja od strane nerezidenata u zemlji</i>	Ne	
<i>-Prodaje ili lokalna izdanja od strane nerezidenata</i>	Ne	

<i>-Kupnje u inozemstvu od strane rezidenata</i>	Da	Ograničenja se odnose samo na fizičke osobe.
<i>-Prodaja ili izdanje u inozemstvu od strane rezidenata</i>	Ne	
Nad instrumentima novčanog tržišta	Da	
<i>-Kupnja od strane nerezidenata u zemlji</i>	Da	Ograničenja se odnose na kupnje samo na primarnom tržištu.
<i>-Prodaje ili lokalna izdanja od strane nerezidenata</i>	Da	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa, premda se propisima iz Zakona o deviznom sustavu, deviznim poslovima i prometu zlata ograničava rezidentima (samo fizičkim osobama) odljev kapitala.
<i>-Kupnje u inozemstvu od strane rezidenata</i>	Da	Ograničenja se odnose samo na fizičke osobe
<i>-Prodaja ili izdanje u inozemstvu od strane rezidenata</i>	Ne	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa.

Nad zajedničkim investicijskim jamstvima	Da	
<i>-Kupnja od strane nerezidenata u zemlji</i>	Ne	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa.
<i>-Prodaje ili lokalna izdanja od strane nerezidenata</i>	Da	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa premda se propisima iz Zakona o deviznom sustavu, deviznim poslovima i prometu zlata ograničava rezidentima (samo fizičkim osobama) odljev kapitala.
<i>-Kupnja u inozemstvu od strane rezidenata</i>	Da	Pravne osobe bez pribavljanja odobrenja, a fizičke osobe samo uz suglasnost NBH.
<i>-Prodaja ili izdanje od strane rezidenata u inozemstvu</i>	Ne	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa.

Kontrole nad izvedenicama i ostalim instrumentima	Da	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa.
Kupnja od strane nerezidenata u zemlji	Ne	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa.
Prodaje ili lokalna izdanja od strane nerezidenata	Ne	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa premda se propisima iz Zakona o deviznom sustavu, deviznim poslovima i prometu zlata ograničava rezidentima (samo fizičkim osobama) odljev kapitala.
Kupnja od strane rezidenata u inozemstvu	Da	Ograničenja se odnose samo na fizičke osobe.

Prodaja ili izdanja od strane rezidenata u inozemstvu	Ne	Trenutno postojećim Zakonom o vrijednosnicama i Zakonom o investicijskim fondovima nisu obuhvaćene ove transakcije. Uskoro će Hrvatska komisija za vrijednosnice i njihovu razmjenu donijeti propise i za ovu vrstu kapitalnih transakcija unutar zakonskog okvira novih pravilnika i propisa.
Kontrole nad kreditnim poslovima	Da	Domaće pravne osobe, uključujući komercijalne banke, mogu se zaduživati u inozemstvu, međutim obvezne su registrirati zajmove uključujući i komercijalne kredite, uz registraciju kod NBH, što služi kao mjera kontrole kapitalnih tokova.
Komercijalni krediti		
-Rezidenata nerezidentima	Ne	
-Nerezidenata rezidentima	Ne	
Financijski krediti	Da	
-Rezidenata nerezidentima	Da	Pravne osobe (rezidenti) mogu odobravati financijske kredite nerezidentima kao osnivači.
-Rezidentima od nerezidenata	Ne	Dopušta se fizičkim osobama pribavljanje ovih kredita.
Jamstva, osiguranja i financijske garancije		
-Rezidenata nerezidentima	Da	Ali samo ako rezident uzima kredit od nerezidenta za svoju osnovnu poslovnu djelatnost.
-Rezidentima od nerezidenata	Ne	



Kontrole nad direktnim investicijama	Da	
Direktno investiranje u inozemstvo	Da	Takve investicije se mogu općenito poduzimati putem zajmova u inozemstvu, ili putem reinvestiranja profita. Direktna devizna investiranja u inozemstvo od strane rezidenata moraju se registrirati kod Ministarstva za gospodarstvo u roku 30 dana od potpisa ugovora.
Direktno investiranje u zemlju	Da	Investicije se moraju registrirati samo kod trgovačkih sudova.
Kontrole nad likvidiranjem direktnih investiranja	Ne	Međutim prije likvidiranja direktnog investiranja strani investitor obavezan je ispuniti sve svoje zakonske obveze u Republici Hrvatskoj (porezi, itd.)
Kontrole nad transakcijama s nekretninama	Da	
Kupnja od strane rezidenata u inozemstvu	Da	Rezidenti mogu stjecati nekretnine u inozemstvu na temelju reciprociteta, međutim u praksi im se u ovu svrhu ne dopušta kupovati devize na deviznom tržištu; u ovu svrhu zabranjeno je korištenje sredstava na deviznim računima.

Kupnja u zemlji od strane nerezidenata	Da	Strane fizičke osobe mogu stjecati nekretnine u Hrvatskoj putem naslijeđa tako dugo dok zemlja, u kojoj imaju mjesto boravka, osigurava reciprocitet u odnosu na rezidente iz Hrvatske. Strane fizičke osobe, koje se ne bave gospodarskim poslovanjem u Hrvatskoj, mogu kupiti nekretnine samo uz iste uvjete. Strane fizičke ili pravne osobe, koje se bave gospodarskim poslovanjem u Hrvatskoj, mogu također kupovati nekretnine prema ovim uvjetima te ih mogu prodati domaćim i stranim pravnim osobama.
Prodaja od strane nerezidenata u zemlji	Ne	
Odredbe koje se odnose na poslovne banke i ostale kreditne institucije	Ne	
Uzimanje kredita u inozemstvu	Ne	
Držanje računa u inozemstvu	Ne	
Odobranje zajmova nerezidentima (financijski ili komercijalni krediti)	Ne	
Odobranje zajmova u zemlji u devizama	Ne	
Kupnja u zemlji izdanih vrijednosnica denominiranih u devizama	Ne	

Različito tretiranje depozitnih računa nerezidenata i/ili deviznih depozitnih računa nerezidenata	Ne	
-Obvezne rezerve	Ne	
-Uvjet za likvidnost aktive	Ne	
-Kontrole kamatne stope	Ne	
-Propisi o investiranju	Ne	
-Kreditne kontrole	Ne	
-Ograničenja za otvorene devizne pozicije	Da	Do 30 % kapitala banke - Tier 1
Odredbe koje se odnose na institucionalne ulagače	Ne	

Ograničenja (maksimalna) za portfelj investiran u inozemstvu.	Da	Najviše 5 % vrijednosti investicijskog fonda može se investirati u vrijednosnice istog ulagača, iznimno, 10% aktive investicijskog fonda može se investirati u vrijednosnice istog izdavača uz uvjet da ukupna vrijednost takvih vrijednosnica drugih izdavača ne prelazi 40 % aktive investicijskog fonda. Obveznice Hrvatske države i zemalja članica Evropske unije i ostalih zemalja članica OECD procjenjuje se na pol vrijednosti s obzirom na ova ograničenja, koja se tiču investiranja. Investicijski fond može stjecati obveznice istog izdavača samo ako njihova ukupna nominalna vrijednost ne prelazi 10 % ukupne nominalne vrijednosti svih obveznica istog izdavača, ukoliko su one u opticaju.
Ograničenja (minimalna) za portfelj investiran u zemlji	Ne	
Propisi o valutnoj podudarnosti u sastavu aktiva/pasiva	Ne	
Ostala ograničenja propisana zakonima o vrijednosnicama	Ne	

Navedeni prikaz omogućava cjelovit uvid u strukturu kapitalnih restrikcija Hrvatske. Inače, struktura kapitalnih tokova, točnije neto kapitalnih tokova (neto priljev u zemlju/neto odljev iz zemlje), determinira strukturu kapitalnih restrikcija, i vice versa. Ovdje ćemo prezentirati temeljne karakteristike kapitalnih restrikcija koje se trenutačno primjenjuju u

Hrvatskoj. Opća ocjena intenziteta primjene kapitalnih ograničenja koje se primjenjuju u Hrvatskoj, bila bi da su kapitalne transakcije Hrvatske sa inozemstvom u znatnoj mjeri već liberalizirane. Ovu tvrdnju potkrijepit ćemo analizom kapitalnih ograničenja/kontrola po pojedinim vrstama tokova kapitala.

### **Kontrole nad instrumentima tržišta kapitala i tržišta novca -**

općenito, portfolio investicije nerezidenata u zemlju, ne ograničavaju se, izuzev kod kratkoročnih investicija, gdje nerezidenti ne mogu kupovati hrvatske vrijednosnice na primarnom novčanom tržištu, ali mogu takve transakcije ostvarivati na sekundarnom tržištu vrijednosnica. Ova ograničenja odnose se na sve instrumente novčanog tržišta i tržišta kapitala, koji su navedeni u prikazanom Pregledu kapitalnih restrikcija. Prikaz restrikcija daje se prema kriteriju nerezident/ rezident.

**Nerezidenti:** Pojedine kapitalne transakcije - prodaja ili lokalna izdanja instrumenata novčanog tržišta od strane nerezidenata; kupovina zajedničkih investicijskih jamstava od strane nerezidenata u zemlji; prodaja ili lokalna izdanja zajedničkih investicijskih jamstava (engleski, "collective investment securities") od strane nerezidenata u zemlji - nisu zakonski limitirane, ali su ograničene, uslijed toga što Hrvatska komisija za vrijednosnice još uvijek nije regulirala uvjete i načine za obavljanje ovih transakcija. Slobodne su slijedeće transakcije na tržištu kapitala - kupnje vrijednosnica od strane nerezidenata u zemlji; te, prodaje ili lokalna izdanja od strane nerezidenata.

**Rezidenti:** S druge strane, ograničene su portfolio investicije hrvatskih rezidenata - fizičkih osoba u inozemstvu (kupovine instrumenata novčanog tržišta i instrumenata sa tržišta kapitala; te, kupnja u inozemstvu zajedničkih investicijskih jamstava). Slobodne su slijedeće transakcije rezidenata: prodaja ili izdanje u inozemstvu instrumenata novčanog tržišta, tržišta kapitala i zajedničkih investicijskih jamstava.

**Kontrole nad izvedenicama/derivatima** - restrikcije koje se primjenjuju, slične su kapitalnim restrikcijama nad instrumentima tržišta kapitala. U Hrvatskoj, u stvari, i ne postoji tržište izvedenicama, pa primjena kapitalnih restrikcija, trenutačno, nema praktičnog značenja.

**Nerezidenti:** Pojedine kapitalne transakcije - kupnja izvedenica od strane nerezidenata u zemlji; te, prodaja ili lokalna izdanja od strane nerezidenata - nisu zakonski limitirane, ali su ograničene, uslijed toga što Hrvatska komisija za vrijednosnice još uvijek nije regulirala uvjete i načine za obavljanje ovih transakcija.

**Rezidenti:** Ograničene su transakcije - prodaje ili izdanja izvedenica od strane rezidenata u inozemstvu - uslijed toga što Hrvatska komisija za vrijednosnice još uvijek nije regulirala uvjete i načine za obavljanje ovih transakcija. Također, limitirane su transakcije kupnje izvedenica u inozemstvu od strane hrvatskih fizičkih osoba.

**Kontrole nad kreditnim poslovima** - zaduživanje rezidenata u inozemstvu (kod nerezidenata), u principu, slobodno je za sve vrste kredita (komercijalni kredit, financijski kredit, korištenje jamstava i garancija u inozemstvu). Kreditiranje inozemstva (nerezidenta) od strane pravne osobe - rezidenta, u obliku financijskog kredita, moguće je samo ako je rezident osnivač tog nerezidenta.

**Kontrole direktnih investicija** - direktne investicije rezidenata (pravnih osoba) u inozemstvu i nerezidenata u zemlju, slobodne su od ikakvih kapitalnih restrikcija.

**Kontrole nad likvidiranjem direktnih investicija** - slobodne su od ikakvih kapitalnih restrikcija.

**Kontrole nad transakcijama sa nekretninama** - kupnja od strane rezidenata u inozemstvu podliježe reciprocitetu, a u ovu svrhu se ne dopušta kupnja deviza na deviznom tržištu, te je zabranjeno korištenje

sredstava na deviznim računima. Kupnja u zemlji od strane nerezidenta, ograničava se posebnim uvjetima i reciprocitetom. Prodaja nekretnina u zemlji od strane nerezidenata, ne ograničava se.

**Odredbe koje se odnose na poslovne banke i ostale kreditne institucije** - slobodne su sve navedene kapitalne transakcije (zaduživanje u inozemstvu; odobravanje kredita inozemstvu; držanje računa u inozemstvu; kupnja u zemlji vrijednosnica denominiranih u devizama). Ne primjenjuje se diferencirani tretman depozitnih računa nerezidenata i to - po osnovi obvezne rezerve; kontrole kamatnih stopa; držanja određene razine likvidnosti na računima; te kreditnih kontrola. Postoji mjera prudencijalne kontrole - otvorena devizna pozicija banaka ne smije prijeći 30 % jamstvenog kapitala.

**Odredbe koje se odnose na institucionalne ulagače** - ulaganja institucionalnih ulagača slobodna su i bez ograničenja za portfelj investiran u zemlji, te ne postoje propisi o usklađenosti valutne strukture između aktive i pasive. Jedina kapitalna restrikcija odnosi se na limitiranje portfelja investiranog u inozemstvu (do 5% vrijednosti investicijskog fonda u vrijednosnice istog ulagača), radi disperzije rizika ulaganja.

Evidentan je visoki stupanj liberalizacije kapitalnih transakcija Hrvatske sa inozemstvom (kreditnih poslova; direktnih investicija; likvidacije direktnih investicija; operacija komercijalnih banaka i ostalih kreditnih institucija), ali transakcije sa instrumentima na novčanom tržištu i tržištu kapitala, te sa derivatima nisu transparentne, uslijed nedostatka odgovarajućih podzakonskih propisa, kojima bi se regulirale ove kapitalne transakcije. Intenzivno se koriste restrikcije transakcija sa nekretninama, te se primjenjuju određene restrikcije kod institucionalnih ulagača. Kapitalne restrikcije koje se primjenjuju u Hrvatskoj, prema odredbama važećeg Zakona o osnovama deviznog sustava, poslovanju banaka i prometu zlata, klasificirane su prema kriteriju rezidenta - nerezidenta. S tog aspekta, može se konstatirati da Hrvatska primjenjuje

kapitalne restrikcije na iznošenje kapitala u inozemstvu od strane **rezidenata** - fizičkih osoba. Pravne osobe - rezidenti Hrvatske mogu slobodno iznositi kapital u formi direktnih i portfolijo ulaganja. Unošenje kapitala u zemlju u korist hrvatskih rezidenata, slobodno je.

Kapitalni transferi **nerezidenata**, i u slučaju unošenja i kod iznošenja kapitala iz Hrvatske, slobodni su i bez ikakvih restrikcija. Ograničenja se primjenjuju kod polaganja efektivnog stranog novca u korist nerezidenta na njegov račun kod hrvatske banke; na kupovinu kratkoročnih hrvatskih vrijednosnica i to samo na primarnom tržištu; te kod kupovine nekretnina u Hrvatskoj, kada se primjenjuje "princip reciprociteta".

## 2.2. Redoslijed liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske

Kapitalne restrikcije koje se primjenjuju u Hrvatskoj, prema odredbama važećeg Zakona o osnovama deviznog sustava, poslovanju banaka i prometu zlata, klasificirane su prema kriteriju rezidenta - nerezidenta. Temeljni nedostatak hrvatskog zakonodavstva iz oblasti deviznog sustava je u tome što nisu inkorporirani međunarodni standardi glede kapitalnih transakcija. Ovdje se posebno misli na klasifikaciju kapitalnih transakcija prema Sporazumu OECD-a o liberalizaciji kapitalnih tokova i nerobnih plaćanja ( vidjeti, OECD (1995)); i Smjernice Europske Unije iz 1988. (vidjeti, u Ćurković i Miletić, (1993)).

Osnovne značajke sporazuma OECD, EU i drugih regionalnih i multilateralnih sporazuma o reguliranju tokova kapitala, vidjeti detaljnije u Quirk i Ewans (1995), te u IMF (1997).

Liberalizacija kapitalnih transakcija s inozemstvom kod zemalja u tranziciji, po našem mišljenju, trebala bi se provoditi sukladno fazama liberalizacije, koje su primijenile zemlje Evropske Unije.



Europska Unija predviđa postupnu liberalizaciju kapitalnih međunarodnih transakcija, i to u slijedećim fazama:

- prvo, liberalizacija tokova kapitala/ kapitalnih transakcija, povezanih sa direktnim ulaganjima (pravo osnivanja korporacija, likvidaciju korporacija i repatrijaciju kapitala);
- otklanjanje restrikcija za kapitalne transakcije koje se odnose na kreditno zaduživanje po osnovi komercijalnih transakcija (tzv. robni krediti) ili u obliku finansijskih kredita; i,
- treće, liberalizacija kapitalnih transakcija koje se odnose na portfolio investicije. Za sve transakcije predviđeno je konvertibilno plaćanje, a nacionalne monetarne vlasti mogu intervenirati u tokove kapitala, u slučaju pogoršanih monetarnih kretanja.

U nastavku se daje prikaz svih vrsta kapitalnih transakcija prema klasifikaciji EU, radi uvida u neophodnost recepcije ovih standarda u hrvatsku deviznu legislativu:

## I. NEPOSREDNA ULAGANJA

1. Osnivanje i proširenje podružnica ili novih poduzeća, koja potpuno pripadaju ulagaču, i potpuno preuzimanje postojećih poduzeća;
2. Sudjelovanje u novim ili postojećim poduzećima, s ciljem utemeljenja i održavanja trajnih gospodarskih odnosa;
3. Dugoročni zajmovi za stvaranje i održavanje trajnih gospodarskih odnosa;
4. Ponovno ulaganje (reinvestiranje) profita radi održavanja trajnih gospodarskih odnosa;

A. Neposredna ulaganja u tuzemstvu od strane nerezidenata;

B. Neposredna ulaganja u inozemstvu od strane stanovnika - rezidenata;

## **II. ULAGANJA U NEKRETNINE (ukoliko nisu uključena u I.)**

- A. Ulaganja u nekretnine u tuzemstvu od strane nerezidenata;
- B. Ulaganja u nekretnine u inozemstvo od strane rezidenata;

## **III. POSLOVI S VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA, KOJIMA SE NORMALNO TRGUJE NA TRŽIŠTU KAPITALA (ukoliko nisu uključeni u I, IV. i V)**

- a) Dionice i ostali vrijednosni papiri, koji imaju značaj sudjelovanja (vlasnički značaj);
- b) Obveznice

### **A. Transakcije s vrijednosnim papirima na tržištu kapitala;**

1. Pribavljanje domaćih vrijednosnih papira kojima se trguje na burzi od strane nerezidenata;
2. Pribavljanje inozemnih vrijednosnih papira kojima se trguje na burzi od strane rezidenata;
3. Pribavljanje domaćih vrijednosnih papira kojima se ne trguje na burzi od strane nerezidenata;
4. Pribavljanje inozemnih vrijednosnih papira kojima se ne trguje na burzi od strane rezidenata;

### **B. Dopuštanje vrijednosnih papira na tržište kapitala:**

- I) Uvođenje na burzu;
- II) Izdavanje i plasiranje na burzu;
  1. Dopuštanje domaćih vrijednosnih papira na inozemno tržište kapitala;
  2. Dopuštanje inozemnih vrijednosnih papira na domaće tržište kapitala.

## **IV. POSLOVI S POTVRDAMA O UDJELU ORGANIZACIJA ZA ZAJEDNIČKA ULAGANJA**

- a) Potvrde o udjelima organizacija za zajednička ulaganja u vrijednosne papire, kojima se uobičajeno trguje na tržištu kapitala

- (dionice, ostali vlasnički papiri - papiri o sudjelovanju i obveznice);
- b) Potvrde o udjelima organizacija za zajednička ulaganja u vrijednosne papire ili instrumente, kojima se uobičajeno trguje na tržištu novca;
  - c) Potvrde o udjelima organizacija za zajednička ulaganja u druge imovinske vrijednosti;

**A. Transakcije s potvdama o udjelima organizacija za zajednička ulaganja;**

- 1. Pribavljanje od strane nerezidenata potvrda o udjelima domaćih organizacija kojima se trguje na burzi;
- 2. Pribavljanje od strane rezidenata potvrda o udjelima inozemnih organizacija kojima se trguje na burzi;
- 3. Pribavljanje od strane nerezidenata potvrda o udjelima domaćih organizacija kojima se ne trguje na burzi;
- 4. Pribavljanje od strane rezidenata potvrda o udjelima inozemnih organizacija kojima se ne trguje na burzi;

**B. Dopuštanje potvrda o udjelima organizacija za zajednička ulaganja na tržištu kapitala;**

- I) Uvođenje na burzu;
- II) Izdavanje i plasiranje na burzu;
  - 1. Dopuštanje potvrda o udjelima domaćih organizacija za zajednička ulaganja na inozemnom tržištu kapitala;
  - 2. Dopuštanje potvrda o udjelima inozemnih organizacija za zajednička ulaganja na domaćem tržištu kapitala;

**V. POSLOVI S VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA I DRUGIM INSTRUMENTIMA, KOJIMA SE UOBIČAJENO TRGUJE NA TRŽIŠTU NOVCA:**

**A. Transakcije s vrijednosnim papirima i instrumentima na tržištu novca;**

- 1. Pribavljanje domaćih vrijednosnih papira i instrumenata na tržištu novca od strane nerezidenata;
- 2. Pribavljanje inozemnih vrijednosnih papira i instrumenata na tržištu novca od strane rezidenata;

B. Dopuštanje vrijednosnih papira i drugih instrumenata na tržištu novca;

- I) Uvođenje na službeno priznato tržište novca;
- II) Izdavanje i plasiranje na službeno priznato tržište novca;
  - 1. Dopuštanje domaćih vrijednosnih papira i instrumenata na inozemno tržište novca;
  - 2. Dopuštanje inozemnih vrijednosnih papira i instrumenata na domaće tržište novca;

## **VI. POSLOVI S KONTOKORENTNIM I DEPOZITNIM RAČUNIMA S FINANCIJSKIM INSTITUCIJAMA:**

- A. Poslovi nerezidenata s domaćim financijskim institucijama;
- B. Poslovi rezidenata s inozemnim financijskim institucijama;

## **VII. KREDITI U SVEZI S TRGOVAČKIM POSLOVIMA ILI PRUŽANJEM USLUGA U KOJIMA SUDJELUJE REZIDENT:**

- 1. Kratkoročni (manje od jedne godine);
- 2. Srednjoročni (između jedne i pet godina);
- 3. Dugoročni (pet godina i dulji);

- A. Krediti odobreni od nerezidenata rezidentima;
- B. Krediti odobreni od rezidenata nerezidentima;

## **VIII. FINANCIJSKI ZAJMOVI I KREDITI (ukoliko nisu uključeni u I, VII. i XI)**

- 1. Kratkoročni (kraći od jedne godine);
- 2. Srednjoročni (pet godina i dulji);

- A. Zajmovi i krediti odobreni od nerezidenata rezidentima;
- B. Zajmovi i krediti odobreni od rezidenata nerezidentima;

## **IX. JAMSTVA, DRUGE GARANCIJE I ZALOŽNA PRAVA:**

- A. Odobreni od nerezidenata rezidentima;
- B. Odobreni od rezidenata nerezidentima;

## **X. TRANSFERI PRI ISPUNJENJU OSIGURATELJNIH UGOVORA:**

A. Premije i činidbe na temelju ugovora o osiguranju života:

1. Ugovori zaključeni između domaćih osiguratelja života i nerezidenata;
2. Ugovori zaključeni između inozemnih osiguratelja života i rezidenata;

B. Premije i činidbe na temelju ugovora o osiguranju kredita;

1. Ugovori zaključeni između domaćih osiguratelja kredita i nerezidenata;
2. Ugovori zaključeni između inozemnih osiguratelja kredita i rezidenata;

C. Ostali promet kapitala povezan s ugovorima o osiguranju.

## **XI. PROMET KAPITALA OSOBNOG ZNAČAJA:**

- A. Zajmovi;
- B. Pokloni i zaklade;
- C. Mirazi;
- D. Nasljedstva i ostavštine;
- E. Podmirivanje dugova useljenika u zemljama njihova ranijeg prebivališta;
- F. Prijenos imovine rezidenata u slučaju iseljavanja, u vrijeme njihova smještaja i za vrijeme njihova boravka u inozemstvu;
- G. Prijenos ušteda useljenika za vrijeme njihova boravka u zemlju njihova ranijeg prebivališta;

## **XII. FIZIČKI UVOZ I IZVOZ FINACIJSKE IMOVINE:**

- A. Vrijednosni papiri;
- B. Sredstva plaćanja svih vrsta;

### XIII. OSTALI PROMET KAPITALA:

- A. Porezi na nasljedstvo;
- B. Naknade šteta (ukoliko imaju kapitalni značaj);
- C. Povrati kod poništenja ugovora i povrati plaćanja učinjenih bez temelja (ukoliko imaju značaj kapitala)
- D. Autorska prava: patenti, uzorci, zaštitni znaci i izumi (ustupanja i plaćanja za takva ustupanja);
- E. Transferi - prijenosi sredstava potrebitih za pružanje usluga (ukoliko nisu uključeni u VI.);
- F. Razno.

Klasifikacija kapitalnih transakcija sa inozemstvom, prema odredbama odgovarajuće Smjernice EU, prezentirana je kako bi se sagledala sva kompleksnost izrade programa gradualističke liberalizacije kapitalnih tokova.

Klasifikacija kapitalnih međunarodnih transakcija, pak, prema metodologiji OECD-a relativno je još kompleksnija, ali vrlo slična onoj iz EU. Detaljniji uvid u odredbe Sporazuma OECD-a, može se steći u OECD (1995)<sup>4</sup> i u IMF (1997a). Popis kapitalnih transakcija, koje su predmet sporazuma OECD-a, nalazi se u Listi A, a u Listi B nalazi se popis nerobnih plaćanja (engleski, "Invisible Transactions"), koja se reguliraju ovim Sporazumom, kao posebni dodaci Sporazuma OECD. Mogućnost izuzetaka od primjene Sporazuma OECD, za razne vrste kapitalnih transakcija, omogućuje članicama OECD-a postupnu primjenu liberalizacije po kapitalnim transakcijama i nerobnim plaćanjima, uz uvažavanje specifičnog platnobilančnog položaja svake zemlje. U Aneksu (B.) Sporazuma OECD-a, popis je tzv. "rezervacija" - koje mogu biti "preventivne" (engleski, "precautionary reservations"), potpune (engleski, "full reservations"), ili djelomične (engleski, "limited reservations"), odnosno popis kapitalnih transakcija koje nisu liberalizirane od strane

---

<sup>4</sup> Klasifikacija svih vrsta kapitalnih transakcija, bez dodataka, nalazi se u: OECD (1995), str. 37- 59.

svake pojedine zemlje, tj. za koje su zadržane odgovarajuće kapitalne restrikcije. Aneks (B.) objavljuje se svake godine, kako bi sadržavao ažuriranu listu izuzetaka od mjera liberalizacije, odnosno predstavlja popis kapitalnih restrikcija koje se trenutačno primjenjuju. U Aneksu (E.) Sporazuma OECD, sadržane se one kapitalne transakcije na koje se primjenjuje "uvjet uzajamnosti", tj. reciprociteta u odnosima između članica OECD.

Program postupne liberalizacije, trebao bi sadržavati pregled svih vrsta kapitalnih transakcija, i to prema metodologiji EU i/ili OECD-a, te transparentan popis postojećih kapitalnih restrikcija, kako bi se moglo pristupiti procesu postupnog uklanjanja tih restrikcija. U tom smislu, u ovom trenutku nije moguće izraditi takav detaljni program liberalizacije kapitalnog računa, jer devizno zakonodavstvo Hrvatske ne sadrži međunarodne standarde po uzoru na EU ili/i OECD. Primjerice, važeći Zakon o osnovama deviznog sustava, deviznom poslovanju i prometu zlata, ne sadrži preciznu definiciju tekućih transakcija sa inozemstvom, kako je to definirano odredbama članka XXX.(d) Statuta MMF-a, a koje su bile predmet liberalizacije po tekućem računu. Ova pravna nekonzistentnost bila je prevladana ekspertskim usaglašavanjem, odnosno oficijelnom izjavom Hrvatske da su tekuće transakcije iz članka 28. Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznom poslovanju i prometu zlata konzistentne sa tekućim transakcijama iz članka XXX.(d) Statuta MMF. Ovakav modalitet, međutim, neće se moći primijeniti kod liberalizacije kapitalnih transakcija, jer u Statutu MMF-a ne postoji definicija kapitalnih transakcija sa inozemstvom. Evans (1968) je pokušao dati definiciju tekućih i kapitalnih transakcija. Evidentno je da će za liberalizaciju kapitalnih tokova Hrvatske sa inozemstvom, biti neophodne znatne zakonodavne promjene, primarno donošenje potpuno novog Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznom poslovanju i prometu zlata, koji bi sadržavao međunarodne standarde OECD-a i/ili EU glede kapitalnih tokova. U MMF-u se intenzivno radi na usaglašavanju definicija "kapitalnih transakcija sa inozemstvom" i "kapitalnih restrikcija", kako bi se Statut MMF-a dopunio posebnim Amandmanom, koji bi -

osim definicija kapitalnih transakcija i restrikcija - utvrdio i novi mandat, nove ovlasti Međunarodnog monetarnog fonda u nadzoru kapitalnih tokova između članica Fonda, po uzoru na tekuće transakcije i članak VIII. Statuta Fonda (o tome, vidjeti opširnije u: IMF (1997c)).

### **3. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA I PREPORUKE**

Na temelju uvida u postojeće kapitalne restrikcije, koje se primjenjuju u Hrvatskoj, i u međunarodne sporazume, posebice EU i OECD, bilo bi moguće definirati okvirni program liberalizacije kapitalnih transakcija Hrvatske sa inozemstvom. Program postupne liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske, morao bi sadržavati kombinaciju različitih mjera, koje će se primjenjivati kako na priljeve kapitala, tako i na odljeve kapitala. Strategija, program gradualističke liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske, trebao bi sadržavati mjere za bržu liberalizaciju kapitalnih priljeva, dok bi se restrikcije kapitalnih odljeva morale uklanjati uz relativno sporiju dinamiku. Temeljni principi liberalizacije kapitalnog računa Hrvatske, po našem mišljenju, mogli bi se definirati kako slijedi:

Prvo, potrebno je u potpunosti završiti proces uspostave *de iure* konvertibilnosti hrvatske valute po tekućim transakcijama sa inozemstvom. Ukratko, neophodno je ukloniti preostale devizne restrikcije po tekućim transakcijama sa inozemstvom (neizvršene obveze prema inozemnim kreditorima), zaključivanjem nekoliko preostalih bilateralnih sporazuma o odgodi vanjskog duga sa članicama Pariškog kluba.

Drugo, za liberalizaciju kapitalnih tokova Hrvatske sa inozemstvom, bit će neophodne znatne zakonodavne promjene, primarno donošenje potpuno novog Zakona o osnovama deviznog sustava, deviznom poslovanju i prometu zlata, koji bi sadržavao međunarodne standarde OECD-a i/ili EU glede kapitalnih tokova. Potrebno je, naime, izvršiti recepciju standarda EU i/ili OECD-a u hrvatsko nacionalno zakonodavstvo, uz istovremenu reviziju postojećih kapitalnih restrikcija.



Prema stanju u bilanci plaćanja Hrvatske, neophodno je razmotriti strukturu kapitalnih restrikcija. S aspekta vrste kapitalnih tokova - priljev ili odljev kapitala - neophodno je razmotriti ukidanje ili uvođenje restrikcija po pojedinim vrstama kapitalnih tokova.

Primjerice, kod priljeva kapitala, bilo bi oportuno razmotriti potrebu uvođenja restrikcija na zaduživanje rezidenata u inozemstvu; daljnje ograničavanje priljeva kratkoročnog kapitala; te kontrole portfolio investicija nerezidenata u zemlju. Ove mjere kontrole priljeva kapitala mogle bi se uvoditi samo privremeno, a zbog povećavanja stupnja autonomnosti domaće monetarne politike i aprecijacije realnog deviznog tečaja u uvjetima snažnog priljeva kapitala u Hrvatsku.

Kod odljeva kapitala iz Hrvatske, trebalo bi razmotriti rizike liberalizacije direktnih i portfolio ulaganja rezidenata - domaćih pravnih osoba u inozemstvu.

Liberalizacija kapitalnih međunarodnih transakcija, implementirala bi se po fazama koje su primjenjivale članice EU - prvo, liberalizacija tokova kapitala/ kapitalnih transakcija, povezanih sa direktnim ulaganjima (pravo osnivanja korporacija, likvidaciju korporacija i repatrijaciju kapitala); otklanjanje restrikcija za kapitalne transakcije koje se odnose na kreditno zaduživanje po osnovi komercijalnih transakcija (tzv. robni krediti) ili u obliku financijskih kredita; i, na kraju, treće, liberalizacija kapitalnih transakcija koje se odnose na portfolio investicije - ali, pri čemu *treba uzeti u obzir da su kapitalni tokovi Hrvatske s inozemstvom već u znatnoj mjeri liberalizirani, pa se neke faze mogu i preskočiti*. Naime, platnobilančni položaj Hrvatske takav je da bi proces liberalizacije (kod "odljeva kapitala", posebice za rezidente - hrvatske fizičke osobe) trebalo kombinirati sa uvođenjem novih restrikcija (na "priljev kapitala" nerezidenata u zemlju). U procesu liberalizacije kapitalnog računa vrlo je važan redosljed uklanjanja kapitalnih restrikcija. Čini se da bi neke vrste kapitalnih transakcija, trebalo liberalizirati tek u zadnjoj fazi otvaranja kapitalnog računa, 1999. godine. To se odnosi na kratkoročne priljeve

kapitala i portfolio investicije nerezidenata, te na odljeve kapitala (po svim vrstama transakcija) od strane domaćih rezidenata - hrvatskih fizičkih osoba. Indikativan je primjer Tajvana i Portugala, kao malih otvorenih ekonomija. U BIS (1996), navode se ovi primjeri liberalizacije. Tajvan je - polazeci od svoje platnobilančne pozicije (vanjskotrgovački suficit u tekućem dijelu bilance plaćanja, snažni priljev kapitala) - želio stimulirati odljev kapitala iz zemlje, pa je liberalizacija imala slijedeći redoslijed: uklanjanje svih restrikcija po tekućim transakcijama sa inozemstvom; liberalizacija restrikcija po dugoročnim direktnim ulaganjima; i, u završnoj fazi, djelomična liberalizacija portfolio i kratkoročnih investicija nerezidenata u zemlju. U stvari, većina kapitalnih kontrola koja se još primjenjuju, odnose se na portfolio i kratkoročnih investicija nerezidenata u zemlju. Portugal je primjenio program postupne liberalizacije kapitalnog računa, koji se je temeljio na Smjernici EU iz 1988: uklanjanje restrikcija po tekućim međunarodnim transakcijama, uključujući i kupovinu domaćih vrijednosnica od strane nerezidenata; utvrđivanje razdoblja tranzicije, u kojem je trebalo liberalizirati priljeve kapitala u zemlju; i, odgoda liberalizacije onih kapitalnih transakcija, koje su imale značajne implikacije na vođenje monetarne politike i politike deviznog tečaja, tj. na one tokove kapitala koji su bili izrazito senzitivni na razlike u kamatnim stopama (engleski, "interest rate differentials vis-a-vis the rest of the world"). Liberalizacija je imala nekoliko značajnijih faza: 1986 - 88, 1990 - 91, kolovoz 1991 - ožujka 1992, te je liberalizacija potpuno završena krajem 1992.

Nesporno je da je program postupne liberalizacije kapitalnih transakcija, vrlo kompleksan i važan element srednjoročne gospodarske politike Hrvatske.

**REFERENCE :**

Agenor Pierre - Richard and Montiel J. Peter, (1996): Development Macroeconomics, Princeton University Press, Princeton, New Jersey

Agenor Pierre and Hoffmaister W. Alexander, (1996): Capital Inflows and the Real Exchange Rate - Analytical Framework and Econometric Evidence, IMF Working Papers WP/96/137, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Articles of Agreement, (1993), International Monetary Fund, Washington, D.C.

Bank for International Settlements, (1996): Changing Financial Systems in Small Open Economies, BIS Policy Papers, No. 1, Monetary and Exchange Department, Bank for International Settlements, Basle, prosinac 1996

Begg K. H. David, (1996): Monetary Policy in Central and Eastern Europe - Lessons After Half a Decade of Transition, IMF Working Papers WP/96/108, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Borak Neven, (1997): Predpodružitvena strategija, "Finance", Ljubljana, br. 5, 22. siječanj 1997.

Dooley P. Michael, (1996): A Survey of Literature on Controls Over International Capital Transactions, IMF Staff Papers, Vol. 43, No. 4, International Monetary Fund, Washington, D.C.

European Commission, (1994): The Economic Interpenetration Between the European Union and Eastern Europe, EU Directorate - General for Economic and Financial Affairs, Reports and Studies, No. 6, Bruxelles

Evans G. James, Jr. , (1968): Current and Capital Transactions - How the Fund Defines Them?, Finance and Development, Vol. 5, No. 3, The World Bank and IMF, Washington, D.C.

Frenkel A. Jacob and Goldstein Morris, (1996): Functioning of the International Monetary System, Volume 1 - 2, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Galbis Vicente, (1994): Sequencing of Financial Sector Reforms - A Review, IMF WP/94/101, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Galbis Vicente, (1996): Currency Convertibility and the Fund - Review and Prognosis, IMF WP/96/39 International Monetary Fund, Washington, D.C.

Hanson A. James, (1992): Opening the Capital Account - A Survey of Issues and Results, The World Bank Working Papers, WPS 901/92, The World Bank, Washington, D.C.

International Monetary Fund, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 1993, 1994 and 1995

International Monetary Fund, (1995): International Capital Markets - Developments, Prospects and Policy Issues, World Economic Surveys, IMF, Washington, D.C. (especially Chapter V. - "Controls on Capital Flows: Experience with Quantitative Measures and Capital Flow Taxation", pp. 95 - 108)

International Monetary Fund, (1996): Selected Decisions and Selected Documents of the International Monetary Fund, Twenty - First Issue, International Monetary Fund, Washington, D.C.

International Monetary Fund, (1997a): Multilateral, Regional and Bilateral Agreements and Initiatives in capital Account Liberalization, IMF Document SM/97/32, Supplement 2, Washington, D.C., veljača 14, 1997

International Monetary Fund, (1997b): Special Supplement to the 1996 Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 1997

International Monetary Fund, (1997c): Capital Movements Under an Amendment of the Articles - Concepts of "International Capital Movements" and "Restrictions", IMF Document SM/97/146, Washington, D.C., lipanj 10, 1997

Mathieson Donald and Lilliana Rohas - Suarez, (1993): Liberalization of the Capital Account, International Monetary Fund, IMF Occassional paper No. 103, Washington, D.C.

McKinnon Ronald, (1993): The Order of Economic Liberalisation - Financial Control in the Transition to a Market Economy, John Hopkins University Press, Baltimore

Memorandum Vlade Republike Hrvatske o gospodarskoj politici, "Privredna kretanja i ekonomska politika", Ministarstvo financija Republike Hrvatske i Ekonomski institut, Zagreb, broj 56., travanj 1997.

Milesi - Ferretti Gian Maria and Razin Assaf, (1996): Current Account Sustainability - Selected East Asian and Latin American Experiences, IMF Working Papers WP/96/110, International Monetary Fund, Washington, D.C.

OECD, (1987): Introduction to the OECD Codes of Liberalization, Paris

OECD, (1990): Liberalization of Capital Movements and Financial Services in the OECD Area, Paris

OECD, (1995): Introduction to the OECD Codes of Liberalization of Capital Movements and Current Invisible Transactions, Paris

Radošević Dubravko, (1996): Capital Restrictions in Croatia - Summary, Zagreb Stock Exchange World Wide Web Server, URL: <http://www.zse.hr>

Radošević Dubravko, (1996a): Kapitalni transferi hrvatskih rezidenata u inozemstvo, "Računovodstvo, Revizija i Financije", broj 4., Zagreb

Radošević Dubravko, (1997): Konvertibilnost valuta, "MASMEDIA" dd, Zagreb

Siklos L. Pierre, (1996): Capital Flows in a Transitional Economy and Sterilization Dilemma - The Hungarian Case, IMF Working Papers WP/96/86, International Monetary Fund, Washington, D.C.

Smjernica Vijeća EZ od 12. lipnja 1988. godine za provođenje članka 67. Ugovora (88/361/EEZ), citirano prema zborniku Ćurković Marijana i Miletić Vladimira, "Pravo osiguranja Evropske Ekonomske Zajednice", Croatia Osiguranje, dd, Zagreb, 1993.

Quirk J. Peter, (1994): Capital Account Convertibility - A New Model for Developing Countries, in "Frameworks for Monetary Stability", Balino and C. Cotarelli, eds. (Washington, D.C., International Monetary Fund)

Quirk J. Peter i Herman Cortes, (1995): Issues in International Exchange and Payments System, u World Economic and Financial Surveys, International Monetary Fund, Washington, D.C., (posebno poglavlja II. i III. o konvertibilnosti po tekućim i po kapitalnim transakcijama)

Quirk J. Peter, Owen Evans et al., (1995): Capital Account Convertibility - Review of Experience and Implications for IMF Policies, International Monetary Fund, IMF Occasional paper No. 131, Washington, D.C.,

Zdunić Stjepan i Grgić Mato, (1996): Monetarni faktor u politici razvoja, Privredna kretanja i ekonomska politika, broj 49., (posebno III. dio - "Liberalizacija kapitalnih transakcija i pitanje redoslijeda faza liberalizacije u uvjetima tranzicije"), Ministarstvo financija Republike Hrvatske i Ekonomski institut, Zagreb