

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**OBDAVČITEV IZVEDENIH FINANČNIH
INSTRUMENTOV**

Ljubljana, avgust 2009

DEJAN LOGAR

IZJAVA

Študent/ka Dejan Logar izjavljam, da sem avtor tega diplomskega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Mateja Marinča, in da dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 20.8.2009

Podpis: _____

KAZALO VSEBINE

UVOD	1
1 ZNAČILNOSTI IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	2
1.1 Osnovne oblike izvedenih finančnih instrumentov	3
1.2 Vpliv certifikatov na volatilitnost delniškega trga.....	4
1.3 Razvoj izvedenih finančnih instrumentov v svetu.....	5
1.4 Razvoj in trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti v Sloveniji	6
1.5 Negativne lastnosti izvedenih finančnih instrumentov.....	9
1.6 Teoretične osnove obdavčevanja izvedenih finančnih instrumentov	9
2 ZAKON O DAVKU OD DOBIČKA OD ODSVOJITVE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV	10
2.1 Razlogi, cilji in nameni sprejetja zakona.....	10
2.2 Kdo so zavezanci za davek?	12
2.3 Predmet obdavčitve	12
2.4 Odsvojitve ter davčna osnova.....	14
2.5 Priznavanje izgub	15
2.6 Davčna stopnja	15
2.7 Odbitek davka ter poslovanje s tujimi valutami	16
2.8 Plačilo davka	16
3 POSLEDICE ZAKONA IN PRIMERJAVA S TUJINO	17
3.1 Vpliv davka na Ljubljansko borzo	17
3.2 Slabosti zakona	18
3.3 Vpliv zakona na špekulante.....	19
3.4 Obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov v tujini	20
3.5 Rešitve	22
SKLEP.....	23
LITERATURA IN VIRI	25

KAZALO SLIK

Slika 1: Promet slovenskih gospodinjstev z izvedenimi finančnimi instrumenti.....	7
Slika 2: Vrednost izdanih izvedenih finančnih instrumentov na slovenske delnice, ki so v lasti rezidentov Republike Slovenije	8
Slika 3: Promet rezidentov Republike Slovenije z certifikati izdanimi na slovenske delnice ...	8
Slika 4: Povprečni vložek na prebivalca v certifikate	21

UVOD

V letu 2008 je bil v Sloveniji sprejet zakon o obdavčitvi izvedenih finančnih instrumentov. Zakon je tako v političnih kot tudi v strokovnih krogih povzročil veliko polemik in negotovanja. Največji, ampak ne edini srž javnih polemik, je kar 40% obdavčenje izvedenih finančnih instrumentov v primeru lastništva krajšega od enega leta. Zanimivo je tudi dejstvo, da je bil ta segment trga do sprejema tega zakona popolnoma neobdavčen. Prav ti dve dejstvi sta me spodbudili k pisanju pričujočega dela.

Diplomsko delo torej obravnava obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov. Zaradi omenjenega zakona pa se bomo v večjem delu posvetili obdavčenju izvedenih finančnih instrumentov na slovenskih tleh. Namen diplomskega dela je predstaviti zakon, njegove bistvene značilnosti ter njegove implikacije na borzno trgovanje ter trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Predstavili bomo ekonomske teorije ter spoznanja, katera so že znana na področju obdavčitve izvedenih finančnih instrumentov ter vpliv obdavčitve izvedenih finančnih instrumentov na javne finance. Poskušali bomo tudi ugotoviti, zakaj so bili doslej ti finančni produkti popolnoma neobdavčeni ter zakaj je do tega zakona prišlo ravno ob tem času.

Nameravamo ugotoviti, ali vse to že vpliva na likvidnost finančnega trga v Sloveniji. Zaradi kompleksnosti izvedenih finančnih instrumentov se poraja vprašanje, zakaj se je vlada odločila za obdavčitev take vrste, saj bo njena kontrola nad temi transakcijami verjetno zelo težka ter zapletena. Glede na veliko število različnih instrumentov, kateri so zajeti v obdavčenje pod okriljem tega zakona, se postavlja vprašanje, ali je možno učinkovito izvajanje tega zakona. Obstaja verjetnost, da je zakon napisan preveč na splošno, kar lahko privede do različnih tolmačenj posameznih členov, kar bi seveda privedlo do nedoslednosti v izvajanju zakona.

Raziskali bomo tudi, ali je v zakonu mogoče najti potencialne pomanjkljivosti, ki bi utegnile povzročiti probleme pri izvajanju tega zakona. Predstavili bomo tudi podobne zakone oziroma prakse v nekaterih drugih državah ter preučili ali v Sloveniji sledimo praksam v tujini.

Celotno delo je razdeljeno na tri glavna poglavja. V uvodnem delu bomo predstavili najbolj osnovne vrste izvedenih finančnih instrumentov, s poudarkom na najbolj prisotnih med slovenskimi vlagatelji. Na kratko bomo predstavili njihov razvoj tako v tujini kot tudi v Sloveniji. V nadaljevanju bomo predstavili teoretične osnove obdavčevanja v splošnem ter obdavčevanja teh instrumentov. Drugo poglavje bo predstavilo že omenjeni zakon, razloge za njegovo uveljavitev ter njegove značilnosti. V zadnjem poglavju bomo analitično predstavili posledice zakona na trgovanje s temi instrumenti v Sloveniji ter vpliv na delnice, s katerimi se trguje na Ljubljanski borzi. Predstavili pa bomo tudi morebitne probleme in rešitve zakona ter prakse v tujini.

1 ZNAČILNOSTI IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

Izvedeni finančni instrumenti so posebna kategorija finančnih instrumentov, ki so izpeljani iz osnovnih instrumentov (Veselinovič, 1998, str. 200), pri čemer so slednji na primer delnice, delniški indeksi ali obveznice. Vrednost izvedenih finančnih instrumentov torej določimo s pomočjo vrednosti osnovnega instrumenta. Najpomembnejša funkcija izvedenih finančnih instrumentov je upravljanje tveganja. Ti instrumenti zagotavljajo mehanizem, ki ščiti vlagatelje ter podjetja pred finančnimi tveganji. Varuje torej pred spremenljivkami, nad katerimi vlagatelji ter podjetja nimajo nadzora.

Osnovni finančni instrumenti pomenijo takojšen nakup ali prodajo, izvedeni finančni instrumenti pa so spremenjeni ali izvedeni iz osnovnih, kar je lahko storjeno le v časovni komponenti, kar pomeni, da so ti instrumenti izključno terminskega značaja, in so izvršeni nekje v prihodnosti daljši od dveh dni (Veselinovič, 1998, str. 199-201). Tudi zakon, ki ga bomo predstavili v naslednjem poglavju bo upošteval to skupno značilnost vseh izvedenih instrumentov.

Izvedeni finančni instrumenti omogočajo zavarovanje proti spremembi cene osnovnega instrumenta. Velika nestanovitnost ali velika negotovost lahko vlagatelje prisili v večjo uporabo izvedenih finančnih instrumentov z namenom zavarovanja svojih naložb in njihovih cen. Iz tega vidika so izvedeni finančni instrumenti perspektivni tudi v državah v razvoju, med drugimi tudi v Sloveniji, saj je na teh trgih prisotna večja negotovost ter volatilitnost. Seveda pa morajo obstajati tudi pogoji za njihov razvoj, med drugim tudi davčni sistem, ki ne bi smel vplivati na odločitve vlagateljev.

Rast teh instrumentov je, po mnenju Prohaske (2004, str. 24), tudi posledica sekuritizacije¹. Vodilo tega razvoja je namen povečanja razpršitve tveganja med investitorje. Razlog je tudi v povečanju likvidnosti naložb. Izvedeni finančni instrumenti po njihovi naravi niso namenjeni zbiranju sredstev ali kapitala, vendar so namenjeni predvsem za učinkovito upravljanje z že obstoječim kapitalom in naložbami ter za zmanjšanje tveganja in stroškov financiranja. Seveda pa je z njimi mogoče le špekulirati, in prav špekulanti so glavne osebe, na katere naj bi bil osredotočen zakon.

Izvedeni finančni instrumenti se v nekaterih pogledih zelo razlikujejo od osnovnih instrumentov, na katere se nanašajo. Zelo pomembna značilnost je značilnost igre z ničelno vsoto. Torej dobiček enega izmed vlagateljev je hkrati izguba drugega.

Druga zelo pomembna značilnost je dejstvo, da izvedeni finančni instrumenti ponujajo lahek način, kako priti do zaslužka, kadar cene osnovnih instrumentov padajo. Poleg tega je namen izvedenih finančnih instrumentov prenos tveganja z ene osebe na drugo. To je koristno v primeru, kadar imajo osebe ali podjetja možnost prenesti tveganje na drugega, kateri je

¹ S pojmom sekuritizacija imenujemo preoblikovanje klasičnih bančnih obveznosti oziroma naložb v druge oblike vrednostnih papirjev.

pripravljen sprejeti to tveganje. V tem primeru lahko prvi stori stvari, ki jih drugače ne bi. Vprašanje pa je, kaj se zgodi na makroekonomski ravni. Ali to pomeni, da ekonomski sistem kot celota lahko prenese več tveganja, kot če teh instrumentov ne bi bilo? Cecchetti (2006, str. 203) ugotavlja, da naj bi se to zgodilo in da naj bi izvedeni finančni instrumenti izboljšali alokacijo resursov ter povečali bruto domači proizvod. Trenutna finančna kriza pa vendarle kaže, da lahko makroekonomsko gledano izvedeni finančni instrumenti tveganje še povečajo (Brunnermeier, 2008, str. 18).

1.1 Osnovne oblike izvedenih finančnih instrumentov

V nadaljevanju bomo na kratko predstavili najbolj tipične izvedene finančne instrumente, ki so najbolj razširjeni po svetu in Sloveniji in katere obdajuje nov zakon o obdavčevanju izvedenih finančnih instrumentov. Poznamo tri najbolj osnovne oblike izvedenih instrumentov, iz katerih izhajajo preostale oblike. To so terminske pogodbe, zamenjave in opcije (United Nations Public Administration Network, 2002, str. 10-18)

Eden najbolj tipičnih izvedenih finančnih instrumentov so opcije, katere definiramo kot pogodbe, v katerih prodajalec v zameno za opcijsko premijo daje kupcu pravico do nakupa ali prodaje delnic na določen dan v prihodnosti po že vnaprej določeni ceni, ne glede na dejansko ceno delnic v prihodnosti na trgu (Prohaska, 2004, str. 169). Opcije se lahko nanašajo na različne predmete. Lahko so to raznovrstni indeksi, delnice, obrestne mere, valutne opcije, s katerimi znižujemo tveganja v zvezi s poslovanjem s tujimi valutami ter blagovne opcije.

Podobne opcijam so terminske pogodbe, ki pa se razlikujejo v zelo pomembnem dejstvu, da ima kupec dolžnost kupiti na primer delnico na določen dan v prihodnosti po že vnaprej določeni ceni. Terminske pogodbe ločimo glede na dejstvo ali je pogodba standardizirana ali ne. Pri prvi (futures) so datumi izvedbe, količine ter izvršne cene poenoteni in se kot takšni lahko trgujejo na borzah. Nestandardizirana terminska pogodba ali terminski posel (forward), pa se razlikuje od prve le v tem, da so elementi določeni pri tem poslu, rezultat posamičnega dogovora med dvema strankama in so kot taki manj primerni za trgovanje (Cecchetti, 2006, str. 203-204).

Tretja značilna podoba izvedenih finančnih instrumentov je v obliki zamenjav (swap). To so pogodbe med dvema strankama o zamenjavi denarnega toka v prihodnosti po vnaprej določenih pogojih. Najbolj pogoste so zamenjave z obrestnimi merami, kjer se zgodi zamenjava med fiksnimi ter variabilnimi obrestnimi merami. Pogoste so tudi zamenjave z valutami (Cecchetti, 2006, str. 219).

Med slovenskimi vlagatelji so zelo priljubljeni izvedeni finančni instrumenti imenovani certifikati. Certifikat je dolžniški vrednostni papir, ki ga izda investicijska banka. Koreliran je z določenim osnovnim instrumentom, pri čemer je to lahko delnica, indeks ali surovine (Kovačič & Munda, 2008, str. 12). Izdajatelji imetniku certifikata obljubijo določeno izplačilo

pod določenimi pogoji. V primeru, da so certifikati časovno omejeni, se izplačilo zgodi le ob zapadlosti certifikata, pri ostalih pa se izplačilo lahko zgodi kadarkoli ob želji imetnika. Denarnega toka med lastništvom v obliki, na primer dividend, ni. S certifikati je mogoče trgovanje na borzah, največ prometa v Evropi se opravi na borzah v Frankfurtu in Stuttgartu. Stroški teh instrumentov so zelo podobni kot pri vzajemnih skladih, torej ob nakupu plačamo vstopno provizijo, ter pri nekaterih certifikatih še upravljavsko provizijo. Ker so izdani v nizkih nominacijah, so primerni tudi za majhne investitorje (Kodrič, 2006).

Najbolj priljubljeni certifikati med slovenskimi vlagatelji so knock-out certifikati. To so certifikati, ki so, na primer, osnovani na določeno delnico. Oseba, katera se odloči za nakup le-teh, ne plača celotne cene delnice, ampak le razliko med aktualnim tečajem delnice ter osnovno ceno. Osnovno ceno oziroma notranjo vrednost certifikata določi in financira izdajatelj knock-out certifikata. Torej ob morebitnemu padcu osnovnega instrumenta se zgodi izguba, vendar je le-ta zaradi manjšega vložka procentualno večja. Podobno se zgodi tudi v primeru povečanja tečaja osnovnega instrumenta. Knock-out certifikati torej omogočajo nadproporcionalne dobičke ter izgube (Verbole, 2007). Obenem je značilnost teh certifikatov tudi predčasna zapadlost, če vrednost doseže že vnaprej določeno knock-out mejo (Gorišek & Leber, 2008, str. 16).

Izvedene finančne instrumente se lahko razdeli glede na veliko število kriterijev. Glavna razdelitev, na katero se bomo v nadaljevanju osredotočili, saj je bistvenega pomena v povezavi z njihovo obdavčitvijo, je glede na vsebino uporabe. Veselinovič (1998, str. 253-254) deli izvedene finančne instrumente glede na njihov namen:

- v zavarovalni namen,
- v trgovski namen, kateri je lahko investicijski, špekulativni ali arbitražni.

Pri slednjem namenu v ozadju ni »prave« potrebe, ampak je namen in cilj investitorjev doseči dobiček, pri špekulativnem namenu preko tveganja, ki ga sprejemamo v času, pri arbitražnem pa poskušamo preko razlik na različnih krajih ob istem času ustvariti dobiček brez tveganja.

Zelo pomemben je zavarovalni namen, saj vlagatelj lahko uporabi te instrumente z namenom, da se zavaruje pred spremembami deviznih tečajev, obrestnih mer ter drugimi spremembami ter tako zmanjša tveganje. Razlika med obema namenoma je dokaj očitna, v prvem primeru je edini cilj dobiček, v drugem pa le zmanjševanje tveganja neke druge transakcije s pomočjo teh instrumentov. Ta razlika pa, kot bomo spoznali v nadaljevanju, ne bo upoštevana v obdavčenju izvedenih finančnih instrumentov.

1.2 Vpliv certifikatov na volatilitet delniškega trga

Kot enega izmed glavnih vzrokov uvedbe zakona predlagatelj navaja velik vpliv najbolj

množičnega izvedenega finančnega instrumenta, torej certifikatov, na volatilnost delnic. (Predlog zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (2008), str.3). Zatorej bomo v nadaljevanju nekoliko bolje predstavili ta vpliv.

Ko določena investicijska banka izda certifikat na delnico X, mora kupiti določeno število teh delnic oziroma osnovnega instrumenta, saj si s tem zagotovi kritje. Ker so te izdajateljice velike banke, večinoma iz srednjeevropskih držav, se je na trgu naenkrat pojavilo naročilo za veliko število delnic določenega podjetja. Ker je slovenski trg kapitala zelo plitek in slabo likviden, vsako večje povpraševanje ali ponudba zelo močno vpliva na ceno te delnice. Ob izdaji certifikata na določeno delnico se zgodi povišanje cene. Vendar je ta vpliv le kratkotrajen, saj povzroči samo volatilnost tistega trgovalnega dne. Prav nasprotno se zgodi ob zapadlosti certifikata. Ob njegovi izločitvi banka proda vse delnice, katere so bile osnova za certifikat, kar seveda povzroči velik prodajni pritisk, kar povzroči znižanje cene. Prav tako kot ob nakupu, pa se tudi ob prodaji ta volatilnost umiri že naslednji trgovalni dan. Tudi podatki kažejo, da je standardni odklon delnice ob izločitvi certifikata le nekoliko večji kot ob normalnem trgovanju (Kovačič & Munda, 2008, str. 13).

Certifikati torej vplivajo na volatilnost delnice, a to naj bi se dogajalo le tisti dan, ko je certifikat izdan oziroma, ko je izločen. Veliko strokovnjakov je v poznih 80. in 90. letih prejšnjega stoletja izdelalo raziskave o vplivu izvedenih finančnih instrumentov na volatilnost osnovnih, na katere se prvi nanašajo. Izsledki raziskav so zelo različni in niso prišli do identičnih zaključkov. Nekatere raziskave so pokazale statistično značilne vzorce, da obstaja vpliv izvedenih finančnih instrumentov na osnovne instrumente, druge zopet ne (Calado et al., 2005, str. 907-909).

1.3 Razvoj izvedenih finančnih instrumentov v svetu

Prve oblike izvedenih finančnih instrumentov so se pojavile leta 1973 v Združenih državah Amerike, izdanih s strani podjetij, z namenom zmanjšanja stroškov pri servisiranju dolga. V začetku osemdesetih letih 20. stoletja so bile izdane prve terminske pogodbe, vezane na določene delniške indekse, ki pa so bile sprejete zelo slabo, saj mnogi investitorji in posredniki niso verjeli v te nove finančne produkte. V sledečih letih pa se je rast teh instrumentov krepila in vse do leta 1987, ko se je zgodil borzni zlom, dosegla tudi višino 40 milijard povprečnega dnevnega prometa. Po zlomu se je tudi trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti zmanjšalo, a se nato kmalu spet okrepilo. Povečalo se je tudi število različnih izvedenih finančnih instrumentov. Kmalu je postalo jasno, da so ti novi produkti zapolnili vrzel v finančnem svetu. V današnjih dneh so izvedeni finančni instrumenti zelo pomemben produkt v finančnem okolju (Hill, 1995, str. 33-48).

Takšna nenadna rast teh instrumentov je bila predvsem rezultat dejstva, da so takrat ti instrumenti postali učinkovito in stroškovno ugodno orodje diverzificiranja tveganja.

Dva najpomembnejša dejavnika rasti teh instrumentov po mnenju Joriona (1995, str. 22-23) sta:

- povečana volatilitnost v svetovni ekonomiji v 70. in 80. letih 20. stoletja. Pomemben dejavnik tega dejstva je bil propad Bretton-Woodsovega režima fiksnih deviznih tečajev, ko se je povečalo tveganje z vidika fleksibilnih deviznih tečajev;
- tehnološke inovacije. Inovacije lahko gledamo predvsem z dveh vidikov, kot napredovanje fizične opreme, na primer razvoja interneta, kateri je omogočil 24 urno trgovanje, ter razvoj v ekonomski teoriji, kateri je omogočil institucijam razvoj novih produktov. Pri tem je veliko prispeval Black-Scholsov model, kateri je omogočil vrednotenje opcij.

Poleg naštetih dejavnikov je k rasti izvedenih finančnih instrumentov pripomogla tudi povečana volatilitnost obrestnih mer, rast globalizacije, katera je pomenila večjo izpostavljenost deviznemu tveganju, izogibanje davkom ter izogibanje kontroli državnih institucij.

1.4 Razvoj in trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti v Sloveniji

V letu 1991 je Ljubljanska borza prvič uvedla trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti in sicer z opcijami na nekaj najbolj pomembnih obveznic. Trgovanje je trajalo do oktobra 1992, nato pa v Sloveniji ni bilo več organiziranega trgovanja s temi instrumenti, saj je bilo trgovanje tako skromno, da se organizatorji v prihodnosti niso več odločili za trgovanje z opcijami. Takšen bolj kot ne simboličen začetek, je morebiti bolj pomemben z vidika izobraževanja in spoznavanja s to obliko izvedenih finančnih instrumentov. Nato se je v letu 1995 ustanovila Blagovna borza Ljubljana, kateri prvotni namen je bil trgovanje z izvedenimi finančnimi instrumenti, ki imajo za osnovo realno blago. Za takšne vrste poslov takrat ni bilo zanimanja, bolj pogosto pa so se pojavljale terminske pogodbe na valute. To pa je bila osnova za kasnejšo Terminsko borzo, ki je organizirala trgovanje z veliko vrst različnih izvedenih finančnih instrumentov. Vendarle je tudi Terminska borza hitro zaprla svoja vrata zaradi prevelikih stroškov poslovanja. Izkazalo se je, da slovenski trg kapitala takrat še ni bil dovolj razvit za takšne vrste transakcij. Za uvedbo izvedenih finančnih instrumentov je potrebno imeti že dovolj velik in likviden trg osnovnih instrumentov, kar za slovenski trg v tistem času zagotovo ne moremo trditi (Veselinovič, 1998, str.292-296).

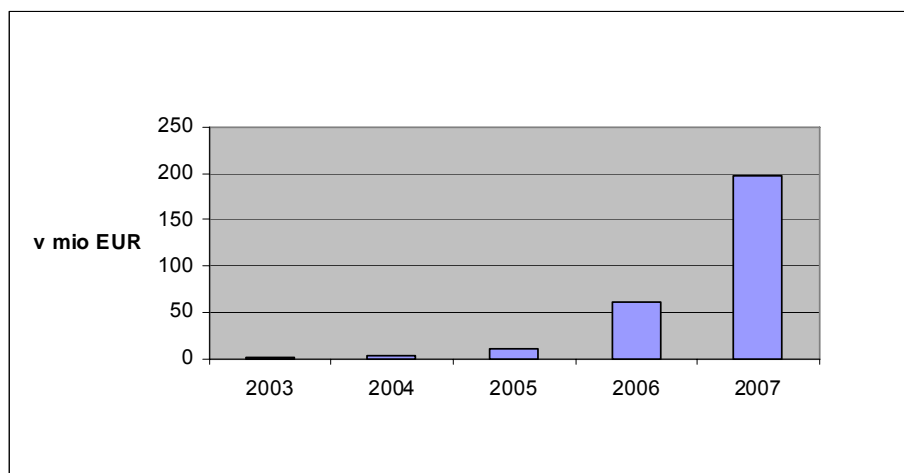
Do uvedbe novega zakona o obdavčitvi izvedenih finančnih instrumentov so bile vse odsvojitve teh finančnih produktov popolnoma neobdavčene. To dejstvo je posledica predvsem v preteklosti dokaj nerazvitega trga teh instrumentov v Sloveniji. Verjetno pa jih je prav neobdavčenje naredilo bolj dostopne, in so se vlagatelji rajši odločali za te instrumente, saj so bili edini neobdavčeni s celotnega kapitalskega trga.

Slovenski trg kapitala je v zadnjem času dosegel številne spremembe. Mnoge velike

slovenske družbe, na primer Nova kreditna banka Maribor in Telekom, so začele kotirati na Ljubljanski borzi, kar je ugodno vplivalo na likvidnost, a tudi nasprotno je bilo tudi veliko umikov delnic z borze zaradi številnih prevzemov. Eden od pomembnejših dejavnikov razvoja Ljubljanske borze in vpliv na njeno likvidnost je zagotovo priliv tujega kapitala. Na razvitost kapitalskega trga pa vpliva tudi ponudba izvedenih finančnih instrumentov. V zadnjih letih se poleg običajnih finančnih produktov, kot so delnice, obveznice ter zakladne menice, povečuje tudi povpraševanje po izvedenih finančnih instrumentov.

Kljub temu dejstvu je slovenski trg glede izvedenih finančnih instrumentov dokaj nerazvit, saj lahko Slovenci kupujemo te instrumente izključno le na tujih borzah (Kovačič & Munda, 2008, str. 12). Vendarle se je promet, kot je prikazano na sliki 1, med slovenskimi fizičnimi osebami v preteklih letih močno povečal.

Slika 1: Promet slovenskih gospodinjstev z izvedenimi finančnimi instrumenti

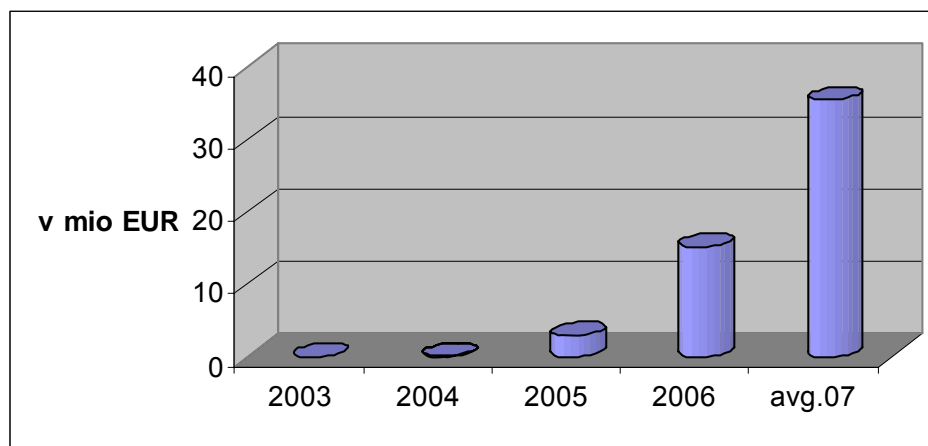


Vir: A. Gorišek & M. Leben, Certificati - naložbeni produkti, 2008, str. 21.

Med izdajatelji izvedenih finančnih instrumentov, preko katerih slovenski vlagatelji največ trgujejo, prevladujejo avstrijske, nizozemske ter nemške banke. Delež teh naložb pri tujih bankah je v letu 2007 predstavljal že 4% vseh neposrednih naložb v tujini, medtem, ko je ta delež leta 2006 znašal 2,5%. Potrebno je poudariti, da ta podatek ne vključuje poslov izvedenih preko peščice domačih posrednikov ter preko drugih trgovalnih platform. Vključujoč ostale tuje posrednike pa bi bil odstotek še večji. Po mnenju Banke Slovenije je to povečanje med drugim rezultat tudi neobdavčenja teh vrst dobičkov. Obsežnost trgovanja pri slovenskih fizičnih osebah potrjuje tudi podatek, da so imeli avgusta 2007 v lasti skoraj 35 milijonov EUR izvedenih finančnih instrumentov, od katerih kar 15,5 milijonov EUR certifikatov, kateri so bili izdani na slovenske delnice. Fizične osebe so predstavljale kar 90% vseh izdanih certifikatov na slovenske delnice, le 10% pa so predstavljale pravne osebe. Najbolj priljubljene so bile delnice Krke, katere so predstavljale kar polovico vseh certifikatov, sledita delnica Telekoma Slovenije (13%) ter delniški indeks slovenskih blue-chipov SBI TOP (9%) (Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu, 2007, str.

38-39). Na sliki 2 lahko opazimo veliko vrednostno povečanje izdanih izvedenih finančnih instrumentov izključno na slovenske delnice, kateri so v lasti slovenskih rezidentov.

Slika 2: Vrednost izdanih izvedenih finančnih instrumentov na slovenske delnice, ki so v lasti rezidentov Republike Slovenije

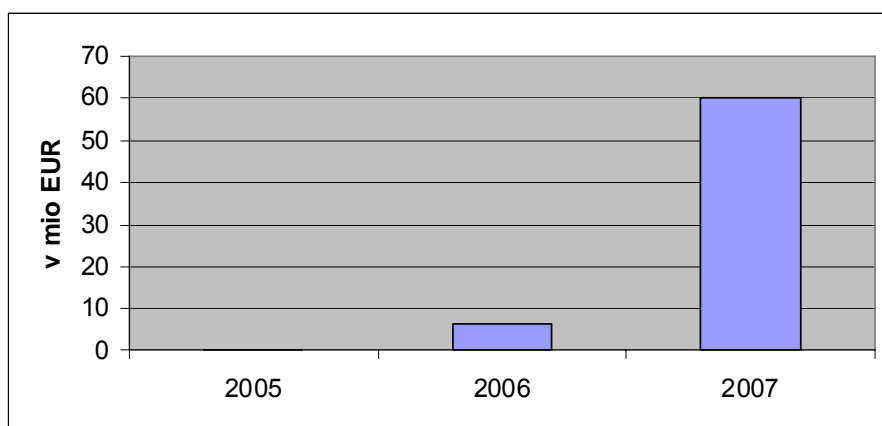


Vir: Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu, 2007, str. 39.

Slovenski vlagatelji se najraje odločajo za bolj tvegano različico certifikatov, torej certifikate z vzvodom. Ta delež naj bi znašal okrog 70%. Pri tej vrsti certifikatov prevladuje izključno špekulativni namen, saj omogoča velike dobičke ter tudi izgubo celotnega vložka (Kovačič & Munda, 2008, str. 12).

Na Stuttgartski borzi, kjer je glavnina certifikatov izdanih na slovenske delnice, je v maju 2008 kotiralo 85 certifikatov izdanih na slovenske delnice, od katerih je bilo kar 73 knock-out certifikatov (Gorišek & Leber, 2008, str. 23). Na spodnji sliki lahko opazimo velik porast trgovanja slovenskih rezidentov z certifikati osnovanimi na slovenskih delnicah.

Slika 3: Promet rezidentov Republike Slovenije z certifikati izdanimi na slovenske delnice



Vir: A. Gorišek & M. Leben, Certifikati - naložbeni produkti, 2008, str. 21.

Banke izdajateljice lahko s temi instrumenti vplivajo na volatilitnost delnic. Še posebej je to opazno pri trgih z majhno količino vrednostih papirjev. Slovenski trg kapitala je majhen ter nelikviden, zato izdaja in prodaja delnic, preko katerih so izdani certifikati, toliko bolj vpliva na tečaje delnic. V obdobju januar 2006-september 2007 so banke, katere izdajajo certifikate na slovenske delnice opravile skoraj petino prometa s temi delnicami, pri čemer se je ta delež močno povečal v zadnjem obdobju. (Gorišek & Leber, 2008, str. 21-22).

Banka Slovenije v svojem Poročilu o finančni stabilnosti (2007, str. 51) enega izmed štirih pomembnih razlogov zelo visoke rasti na Ljubljanski borzi v letu 2007 pripisuje tudi izdaji velikega števila izdanih certifikatov s strani tujih bank, kateri so bili osnovani na delnicah slovenskih podjetij. Z večanjem prepoznavnosti domačih podjetij se je povečalo povpraševanje tujcev po teh certifikatov, obenem pa se je povečalo tudi povpraševanje domačih investitorjev, med drugim tudi zaradi do nedavno neobdavčenih dobičkov.

1.5 Negativne lastnosti izvedenih finančnih instrumentov

Pri trgu izvedenih finančnih instrumentov gre za tako imenovani »zero sum game«. To pomeni, da eden investitor izvrši dobiček, drugi pa utrpí izgubo. Nevarnost, ki obstaja je, da bi se veliki in makroekonomsko pomembni igralci znašli na tisti strani, ki bi utrpela izgubo. To bi lahko povzročilo tudi propad podjetja ali celo zamajanje finančnega sistema v primeru propada pomembne finančne institucije (Veselinovič, 1998, str. 237).

Nekateri investitorji se zaradi morebitnega hitrega zaslužka odločajo za nakup teh instrumentov, četudi se morda niti ne zavedajo njihovih osnovnih ekonomskih vsebin, zavarovanja pred tveganjem ali celo samim tveganjem, ki jih prinašajo izvedeni finančni instrumenti (Veselinovič, 1998, str. 235).

Eden glavnih očitkov uporabe izvedenih instrumentov je sistematičen prenos tveganja, kateri se prenese k tistim osebam, ki to tveganje zavarujejo. To se še posebej dogaja na neformalnih in zunaj borznih trgih (Veselinovič, 1998, str. 236).

1.6 Teoretične osnove obdavčevanja izvedenih finančnih instrumentov

Novi finančni produkti so vedno povzročali težave za davčne urade, saj tradicionalne metode, uporabljene pri osnovnih instrumentih, pogosto ne učinkujejo pri prvih. To se zgodi predvsem zaradi dejstva, da pri nekaterih bolj zapletenih izvedenih finančnih instrumentih ni mogoče preprosto izračunati razlike med nakupno in prodajno ceno instrumenta, Glede na dejstvo, da so ti novi instrumenti zelo pomembno orodje pri obvladovanju tveganja, mora biti tendenca davčnega sistema takšna, da zmanjšuje ali celo odpravi vse morebitne ovire pri učinkoviti uporabi instrumentov (Innovative financial transactions, 2001, str. 25).

Glavna napotka oziroma priporočili (Jorion, 1995, str. 40) v zvezi z obdavčitvijo izvedenih finančnih instrumentov sta:

- transakcije s podobnimi ekonomskimi nameni naj bi bile enako obdavčene. Obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov bi morala biti takšna, da ne bi favorizirala trgov, na katerih so osnovani, na primer delniškega trga. Najbolj pomembno priporočilo je, da je zaželeno ločiti izvedene finančne instrumente glede na namen, vsaj kar se zadeva davčnega vidika transakcije ter
- ob razvijanju domačega trga z temi instrumenti, kar slovenski nedvomno je, obstaja velika nevarnost, da bi se ob preveliki obdavčitvi zgodil beg tega segmenta trga na tuje trge zaradi nizkih transakcijskih stroškov. Vse to povzroči nerazvitost dela kapitalnega trga, kar neugodno vpliva na lokalno gospodarstvo.

V praksi po svetu, obdavčenje fizičnih oseb ne predstavlja velikih problemov. Prvi razlog je v tem, da velika večina držav prejme zelo majhen delež prihodkov v državne proračune pri obdavčenju izvedenih instrumentov pri lastništvu fizičnih oseb, saj se zelo majhen odstotek ljudi ukvarja s tem segmentom trga in se posledično s tem ne ukvarja zelo podrobno (Thuronyi, 2001, str. 5).

Finančni trgi v večini držav v razvoju še niso razviti do takšne mere kot v razvitih državah, zato je tudi število izvedenih finančnih instrumentov in trgovanja z njimi dosti manj. Tudi v bolj razvitih državah, ki so članice OECD, so ti trgi najbolj razviti le v teh, kjer imajo zelo razvite in dovršene finančne trge. Relativno majhna količina trgovanja s temi instrumenti v nerazvitih državah in državah v razvoju pa pomeni, da bo vsakršna izguba ali povzročitev anomalij v davčnem sistemu manjša kot v primeru velikega števila prometa. Seveda pa to pomeni lahko nepopravljive posledice v prihodnosti, ko z nepravilnim davčnim prijemom onemogočimo nadaljno rast teh trgov (Thuronyi, 2001, str. 5).

2 ZAKON O DAVKU OD DOBIČKA OD ODSVOJITVE IZVEDENIH FINANČNIH INSTRUMENTOV

V tem poglavju bomo predstavili glavne značilnosti Zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (2008, v nadaljevanju ZDDOIFI). Najprej bomo predstavili poglobitve razloge, cilje ter namene zakona ter se kasneje podrobneje spoznali z vsemi podrobnostmi zakona. Spoznali bomo kdo je zavezan k plačilu davka, katere finančne produkte zakon obdavčuje ter kako se izračuna davčna osnova ter znesek davka. Izvedeli pa bomo tudi, kakšna je davčna obravnava prihodkov prejetih z izvedenimi finančnimi instrumenti v tujini ter nenazadnje tudi kakšen je postopek prijave tega davka.

2.1 Razlogi, cilji in nameni sprejetja zakona

Zakon je bil sprejet v Državnem zboru Republike Slovenije dne, 18. junija 2008, in bil objavljen v Uradnem listu št. 65/08. Začel je veljati 15. julija 2008. Zakon obravnava in ureja obdavčitev dobička fizičnih oseb od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov. Uvaja novo obveznost plačevanja davka od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov za

fizične osebe in je popolnoma ločen od dohodnine ter je oblika davka na dohodek.

Glavni cilji zakona so, po mnenju predlagatelja, predvsem zagotovitev večje enakosti obdavčitve med kapitalskimi dobički, pri čemer naj bi bili podobni dohodki približno enako obdavčeni (Predlog zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (2008), str.3). Velika javna polemika o tem zakonu se je pričela zaradi 14. člena, kateri opredeljuje stopnje davka. Najbolj sporna je obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov, katere imajo v lasti vlagatelji manj kot eno leto, saj morajo plačati davek od dobička v višini kar 40%.

Predlagatelj zakona utemeljuje visoko obdavčitev znotraj enega leta lastništva s špekulativnimi nameni hitrih prodaj. Namen tega zakona je, po njihovem mnenju, zajezi turbo dobičke posameznikov, ki se dogodijo pri špekulativnih poslih, obenem pa škodijo kapitalskemu trgu, saj nanj vplivajo prekomerno ter povzročajo prevelika nihanja na kapitalskem trgu (Državni sekretar ministrstva za finance mag. Andrej Šircelj komentiral očitke glede Zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov, 2008). Kakšna je povezava med izvedenimi finančnimi instrumenti ter borzo, bomo predstavili v naslednjem poglavju.

Davki, kateri zadevajo obdavčitev fizičnih oseb, so opredeljeni v Zakonu o dohodnini (2006, v nadaljevanju Zdoh-2). V prvi točki 32. člena Zdoh-2 je določeno, da se dohodnina ne plača od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov, razen dobička iz kapitala delojemalca, ki odsvoji pravico do nakupa delnic ali pravico do pridobitve drugega premoženja. Zakon torej določa, da so dohodnine oproščeni samo dobički od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov in ne morebitni drugi dohodki iz teh izvedenih finančnih instrumentov (obresti, rente).

Razlog v dosedanjem neobdavčevanju je v dejstvu, da v času sprejemanja zakona trg izvedenih instrumentov ni bil zelo razvit in strukturiran ter so se ga posluževale večinoma le gospodarske družbe. Poleg tega pa je zahtevnost obdavčevanja ter administracije teh instrumentov zelo velika. Zaradi vseh teh razlogov so bili izvedeni instrumenti izključeni iz Zdoh-2. Vendar se je v zadnjih nekaj letih, med drugim mogoče prav zaradi neobdavčenega dobička, promet med fizičnimi osebami z izvedenimi finančnimi instrumenti zelo povečal (Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu, 2007, str. 38).

Daleč najbolj pomembni izvedeni finančni instrumenti, s katerimi je v Sloveniji največ prometa, so že omenjeni certifikati. Tako so v prvem delu leta 2007 imeli velik vpliv na višanje tečajev na slovenski borzi ter kasneje tudi na njihovo padanje (Gorišek & Leber, 2008, str. 14). Zatorej se je Vlada Republike Slovenije odločila za obdavčitev tudi tega področja finančnega trga.

2.2 Kdo so zavezanci za davek?

Zavezanec za plačilo davka je fizična oseba, rezident Republike Slovenije. V skladu s 6.členom ZDoh-2 velja za rezidenta države oseba, katera izpolnjuje katerega izmed naslednjih pogojev:

- oseba ima uradno prijavljeno stalno prebivališče v Republiki Sloveniji,
- oseba, katera biva izven Republike Slovenije zaradi zaposlitve v tujini v funkciji javnega uslužbenca oziroma funkcionarja ter njegovi ožji družinski člani, kateri prebivajo s to osebo,
- oseba, katera ima svoje običajno bivališče oziroma središče svojih ekonomskih interesov v Sloveniji ter
- oseba, ki preživi več kot polovico davčnega leta v Republiki Sloveniji.

Kadar oseba izpolni le enega izmed naštetih pogojev, se ga upošteva kot rezidenta države in je zavezanec za plačilo tega davka.

4.člen ZDDOIFI določa, da je zavezanec dolžan plačati davek pri tistih transakcijah, katere imajo vir v Republiki Sloveniji, kot tudi za tiste vire izven nje. To pomeni, da velja načelo svetovnega dohodka, katero je upoštevano tudi pri ZDoh-2. V praksi to pomeni, da so obdavčeni vsi dohodki ne glede na njihov kraj nastanka, kar povzroči manj administrativnih težav, kadar v državi poslujejo državljani drugih držav.

Nov zakon o obdavčevanju izvedenih finančnih instrumentov ne omenja obdavčevanja vlagateljev, ki so pravne osebe. Za te osebe torej velja Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb (2006). V primeru odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov ter drugih kapitalskih dobičkov torej zakon ZDDOIFI ne vpliva na njihovo obdavčitev. Ti dobički pa se obdavčijo posredno preko davčne osnove, v skladu z 12. členom Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb, kateri definira davčno osnovo kot presežek prihodkov nad odhodki.

2.3 Predmet obdavčitve

Zelo pomemben del vsakega davčnega zakona je njegov predmet obdavčitve. Ključnega pomena je natančna opredelitev, na katere stvari se obdavčitev nanaša. Ker Zdoh-2 ne obdavčuje izvedenih instrumentov, jih tudi ne opredeljuje zelo natančno. Zatorej se zakonodajalec na tem področju sklicuje na Zakon o trgu finančnih instrumentov (2007, v nadaljevanju ZTFI), v katerem so za namen opredelitev finančnih storitev izvedeni finančni instrumenti natančneje opredeljeni.

Izvedenih finančnih instrumentov je mnogo vrst in se zelo hitro razvijajo ter prilagajajo davčnemu okolju, zato jih je pomembno natančno opredeliti, ter zagotoviti, da bodo tudi nove vrste teh instrumentov, ki se bodo v prihodnosti pojavile, vključene v obdavčitev.

V delu 7. člena v točkah 4. do 11. drugega odstavka ZTFI natančneje določa, da so izvedeni finančni instrumenti:

- opcije, terminske pogodbe, posli zamenjave in drugi izvedeni posli v zvezi z vrednostnimi papirji, valutami, obrestnimi merami ali donosi kot osnovnimi instrumenti ali drugi izvedeni finančni instrumenti, finančni indeksi ali druga finančna merila, ki jih je mogoče poravnati bodisi s prenosom osnovnega instrumenta bodisi z denarnim plačilom,
- opcije, terminske pogodbe, menjalni posli in drugi izvedeni posli v zvezi z blagom kot osnovnim instrumentom, ki so poravnani z denarnim plačilom,
- opcije, terminske pogodbe, posli zamenjave in drugi izvedeni posli v zvezi z blagom kot osnovnim instrumentom, ki se lahko poravnajo s prenosom osnovnega instrumenta (blaga), pod pogojem, da se z njimi trguje na organiziranem trgu,
- opcije, terminske pogodbe, menjalni posli in drugi izvedeni posli v zvezi z blagom kot osnovnim instrumentom:
 - ki se lahko poravnajo fizično in niso navedeni v predhodni alineji,
 - ki nimajo komercialnih namenov in
 - ki imajo značilnosti drugih izvedenih finančnih instrumentov,
- izvedeni finančni instrumenti za prenos kreditnega tveganja,
- finančne pogodbe na razlike,
- opcije, terminske pogodbe, menjalni posli in drugi izvedeni posli v zvezi s spremenljivkami ozračja, prevoznimi stroški, emisijskimi pravicami ali stopnjami inflacije ali drugi uradni ekonomskimi statističnimi podatki, ki so poravnani z denarnim plačilom,
- katerikoli drug izveden posel v zvezi s premoženjem, pravicami, obveznostmi, indeksi in ukrepi, ki ni naveden zgoraj in ki ima značilnosti drugih izvedenih finančnih instrumentov

Poleg definicij v ZTFI se za izvedene finančne instrumente upoštevajo tudi dolžniški vrednostni papirji, katerih donos se ne izplača v obliki vnočitve kuponov ali v obliki diskonta. Za izvedene instrumente se torej ne smatrajo klasični dolžniški papirji, pri katerih se donos izplača v obliki obresti, kot so na primer obveznice in zakladne menice. Potrebno pa je poudariti, da se ne glede na navedene definicije, za izvedene finančne instrumente ne štejejo instrumenti, kateri imajo za svoj osnovni instrument blago in je tudi poravnava posla določena z blagom. Takšen posel, kateri ni obdavčen po tem zakonu, pa se šteje kot dohodek iz dejavnosti po Zdoh-2, če ga fizična oseba ustvari v okviru svojega opravljanja dejavnosti.

Posebni pogoji veljajo, tako kot tudi pri drugih obdavčitvah, za primere transakcij med povezanimi osebami. Te so natančneje navedene v 16. členu Zdoh-2, povzeto pa velja za povezano osebo ožje sorodstvo ter lastniška povezanost. V tem primeru se ne upoštevajo dejanske izvršene cene med povezanimi osebami ampak se izračunajo nove cene, s katerimi

skuša Davčna uprava Republike Slovenije priti do cen, katere bi se izvršile ob transakcijah med nepovezanimi osebami (7. člen ZDDOIFI, 2008).

Možne metode za izračun primerljivih tržnih cen glede na Pravilnik o določanju primerljivih tržnih cen so (2004):

- metoda primerljivih prostih cen, pri kateri se cene storjene pri poslih z povezanimi osebami primerjajo s cenami, katere bi se zgodile med nepovezanimi osebami,
- metoda preprodajnih cen, katera izhaja iz prodaje podjetja B nepovezanemu podjetju C, pri čemer je prvi kupil isto blago od povezanega podjetja A, pri čemer se tržna cena izračuna kot razlika med prodajno ceno in nakupno ceno podjetja B,
- metoda dodatka na stroške, pri kateri so bistvenega pomena za primerljive cene dodatki na stroške, kateri znižajo dobiček podjetja pri poslu z povezano osebo,
- metoda porazdelitve dobička, s pomočjo katere dobiček ene osebe razdelimo med vse povezane osebe, vključene v posel ter
- metoda stopnje čistega dobička, s katero se ugotovi primerljiva tržna cena s pomočjo dobička, kateri bi se dogodil ob podobnem poslu z nepovezano osebo.

2.4 Odsvojitve ter davčna osnova

Za odsvojitve instrumenta se šteje vsako dejanje, ki ima za svojo posledico dobiček ali izgubo. Obstajajo pa tudi izjeme. Če odsvojitve opravi fizična oseba v okviru svojega opravljanja dejavnosti (npr. s.p.), potem ta oseba ni zavezana plačilu davka po tem zakonu, odsvojitve izvedenih instrumentov pa preko višjih prihodkov zvišujejo davčno osnovo, preko katere ta oseba plača višji davek. Poleg tega pa se za odsvojitve ne šteje in ni predmet obdavčitve po tem zakonu odsvojitve pravice do nakupa delnic ali pravice do pridobitve drugega premoženja, ki je pridobljena na podlagi zaposlitve (Predlog zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (2008), str.13-14).

Davčna osnova za odmero davka od dobička je definirana kot razlika med vrednostjo ob prodaji izvedenega finančnega instrumenta ter vrednostjo ob njegovem nakupu. V tem pogledu se torej kaj bistveno ne razlikuje od ugotavljanja davčne osnove pri kapitalskih dobičkih. Ob izračunu davka se upoštevajo normirani stroški, ki so določeni na višini 1% od vrednosti prodaje oziroma nakupa. To pomeni, da se ob nakupu izvedenega finančnega instrumenta naša nakupna vrednost za potrebe plačevanja davka poveča za 1% od vrednosti instrumenta, kar zmanjša našo davčno osnovo. Podobno se zgodi tudi ob prodaji instrumenta, ko se ob obdavčenju naša prodajna vrednost zmanjša za 1%, kar obenem zmanjša davčno osnovo. Zaradi odmerjenih normiranih stroškov se dejanski stroški transakcije, kot so stroški financiranja ali provizij, ne morejo uveljavljati kot zmanjšanje davčne osnove (Predlog zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (2008), str.14).

Formula za izračun davčne osnove je sledeča:

$Davčna\ osnova = (prodajna\ vrednost - (prodajna\ vrednost \times 0,01)) - (nakupna\ vrednost + (nakupna\ vrednost \times 0,01))$

2.5 Priznavanje izgub

Kadar je razlika med vrednostjo ob odsvojitvi in pridobitvi negativna in se torej realizira izguba, se lahko v istem davčnem letu v vrednosti izgube zmanjša davčna obveznost pri transakcijah, ki so bile izvedene pri drugih poslih in pri katerih je bil zabeležen dobiček. Vse to velja le do vrednosti pozitivne davčne osnove.

Pobot pa se lahko zgodi le znotraj transakcij opravljenih z izvedenimi instrumenti in ne z odsvojitvijo kapitala (Predlog zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (2008), str. 14). Velja tudi nasprotno, torej izgubo pridelano z ostalimi vrednostnimi papirji ne moremo upoštevati pri zmanjšanju davčne osnove pri dobičkih realiziranih pri izvedenih finančnih instrumentih. To pomeni na primer, da z delniškimi posli z izgubo ne moremo zmanjšati davčne obveznosti pri dobičkih s certifikati.

Velja tudi nezmožnost prenosa neizkoriščenih izgub v enem obdobju v naslednja davčna obdobja, kakor to velja pri kapitalskih dobičkih. Ta možnost obstaja, če je izguba v davčnem obdobju večja kot dobiček. Ker ne dobimo davkov od države, nam ostane del izgub, katerih nismo mogli uporabiti za zmanjšanje davčne osnove. V tem primeru lahko s temi izgubami pri kapitalskih dobičkih zmanjšamo davčno osnovo tudi v naslednjih davčnih obdobjih.

Ob uveljavitvi zakona pa je potrebno poudariti, da z izgubo, ki jo zavezanec realizira pred uveljavitvijo zakona, torej pred 15. julijem 2008, ne more zmanjšati davčne osnove ne glede na to, kdaj je bil izvedeni finančni instrument odsvojen.

2.6 Davčna stopnja

Obdavčenje izvedenih finančnih instrumentov lahko primerjamo z cedularno obdavčitvijo kapitala, ki je zapisana v Zakonu o dohodnini (2006), kjer se osnovna 20% obdavčenost dobičkov zmanjša vsakih pet let za 5%, z občutno razliko, to je z obdavčenjem lastništva znotraj enega leta, ki je obdavčeno z 40%.

Davek je obračunan po cedularni metodi, kar pomeni, da se plača davek neodvisno od dohodnine, torej neodvisno od drugih dohodkov, ki jih prejme zavezanec. Cedularna obdavčitev velja v Republiki Sloveniji tudi v primeru kapitala ter bančnih obresti.

Davek se obračuna glede na davčno osnovo, izračun katere sem že predstavil. Stopnje davka so različne glede na čas imetništva (14. člen ZDDOIFI, 2008):

- če je odsvojitve izvedena v manj kot dvanajstih mesecih od nakupa, je ugotovljena

- davčna osnova obdavčena z 40% davka,
- če je odsvojitve izvedena med dvanajstimi meseci ter petimi leti po 20%,
 - če je odsvojitve izvedena po dopoljenih desetih letih 10%,
 - če je odsvojitve izvedena po dopoljenih petnajstih letih 5%,
 - če je odsvojitve izvedena po dopoljenih dvajsetih letih je zavezanec davka oproščen.

2.7 Odbitek davka ter poslovanje s tujimi valutami

Mednarodna uporaba izvedenih finančnih instrumentov zadeva pravna reda dveh držav. To lahko povzroči potencialno dvojno obdavčitev teh instrumentov (Oestreicher & Haun, 1998, str.13), zato zakon točno določa, v kateri državi se zgodi obdavčitev.

Zavezanec ima možnost, da od odmerjenega davka po tem zakonu lahko uveljavlja odbitek morebitnega plačanega davka z virom izven Republike Slovenije. Kot smo že omenili za dobičke z virom izven Slovenije veljajo dobički, ki so se realizirali pri izdajateljih ali ponudnikih, katere niso ustanovljene z predpisi, kateri veljajo v Republiki Sloveniji.

Vse zgoraj pa seveda ne velja, če ima Republika Slovenija z drugo državo sklenjen sporazum o izogibanju dvojnega obdavčevanja dohodka. Če je namreč, z državo podpisan sporazum o izogibanju dvojnega obdavčevanja, potem ta država ne odvede davka, državljanu pa je v Sloveniji odveden davek, zavezanec pa seveda ne more uveljavljati odbitka. Če ta sporazum med državama ne obstaja, je bil davek že odmerjen v državi, kjer je bil dobiček realiziran, in mora zavezanec v svoji državi uveljavljati odbitek v svoji državi.

Če je znesek davka pred odbitki manjši od morebitnih zahtevanih odbitkov, slednje lahko uveljavljamo le do zneska davka. Pri tem moramo upoštevati, da odbitkov, kateri presegajo znesek davka, ne moremo uveljavljati v prihodnjih davčnih obdobjih. Odbitki plačani v tujini morajo biti predloženi v napovedi za odmero davka, ki jo mora zavezanec predložiti po preteku vsakega davčnega leta. Dokazila morajo jasno dokazovati, da je bil davek že plačan v tuji državi. Kot ustrezna dokazila se štejejo le uradne listine davčnih organov tujih držav.

V primeru trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti, kateri so izraženi v tujih valutah se za pretvorbo v evre preprosto upošteva dan pridobitve ter odsvojitve. Preračun iz tuje valute v evro se opravi glede na referenčni tečaj Evropske centralne banke, katerega objavlja Banka Slovenije. V evrih se nato opravi obračun dobička ali izgube ter posledično davka.

2.8 Plačilo davka

Podobno kot pri dohodnini ter drugih cedularnih davkih, morajo tudi pri davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov izdajatelji, ponudniki in posredniki teh instrumentov Davčni upravi posredovati vse podatke o pridobitvah in odsvojitvah instrumentov ter identifikacijo zavezancev do 31. januarja tekočega leta za preteklo davčno

leto. Podatkov ni potrebno posredovati le v primerih dedovanja, sodne odločbe ali upravne izvršbe.

Zakon nima učinka na preteklost, kar pomeni, da dobički pred začetkom tega zakona ne bodo naknadno obdavčeni. Tudi odprodaje instrumentov, katerih pridobitev se je zgodila pred začetkom veljavnosti zakona, odsvojitvev pa se bo zgodila po začetku veljavnosti zakona, ne bodo obdavčeni. V letu 2008 bodo tako obdavčene le transakcije, pri katerih je bila pridobitev ter hkrati tudi odsvojitvev instrumentov storjena med vključno 15. julijem 2008 ter vključno 31. decembrom 2008.

Rok za oddajo napovedi za odmero davka je 28. februar tekočega leta za davek za preteklo leto. Če zavezanec še ne razpolaga z podatki do tega datuma, lahko podatke predloži naknadno. Če se to ne zgodi do 30. aprila, davčna uprava izda začasno odločbo, ki pa se razveljavi, ko zavezanec dostavi nove podatke. Davčna uprava ima po zakonu dolžnost izdati odločbo o višini davka do 30. aprila tekočega leta za preteklo leto.

Po zakonu je zavezanec sam dolžan voditi svoje evidence zaloge istih izvedenih finančnih instrumentov. Zaloge se morajo voditi po metodi zaporednih cen (FIFO-first in first out).

Zakon naj bi v državni proračun priskrbel okoli 10 milijonov evrov letno. Vendar se porajajo dvomi v takšen prihodek proračuna zaradi medsebojnega pobotanja dobičkov in morebitnih izgub, kar zelo zmanjša davčno obveznost zavezanca do države.

Če povzamemo dve glavni značilnosti zakona je prva kar 40% obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov znotraj enega leta imetništva. Ter drugo dejstvo, da zakon ne vpliva na obdavčenje pravnih oseb, kar utegne pripeljati do davčnih izogibanj, kar pa bomo podrobneje predstavili v naslednjem poglavju.

3 POSLEDICE ZAKONA IN PRIMERJAVA S TUJINO

Po pregledu zakona se bomo nekoliko podrobneje spoznali s posledicami zakona na Ljubljansko borzo ter spoznali, kakšen bo nadzor nad davkoplačevalci. Zelo pomemben z vidika uspešnosti zakona bo vpliv tega zakona na špekulante. Nato bomo primerjali slovensko obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov s tujino ter na koncu predstavili rešitve morebitnih problemov tega zakona.

3.1 Vpliv davka na Ljubljansko borzo

Po več kot pol leta od uvedbe se že kažejo prvi rezultati in posledice uvedbe novega zakona na Ljubljansko borzo.

Izdajanje naložbenih certifikatov ima za investicijske banke nizke stroške, kar pomeni, da

kljub zmanjšanju povpraševanja po njihovih produktih s strani slovenskih vlagateljev, ne bodo drastično zmanjšali svoje ponudbe. V primeru, če bi slovenske banke že ponujale takšne produkte vezane na slovenske delnice, bi uvedba davka zelo zmanjšala povpraševanje po teh produktih, saj je dokaj verjetno, da bi bila velika večina vlagateljev iz Slovenije, kar bi posledično zmanjšalo tudi njihovo ponudbo (Kovačič & Munda, 2008, str.13).

Ker pa so izdajateljice tuje banke, so slovenski vlagatelji le del vseh vlagateljev, in bodo banke skoraj v enaki meri izdajali svoje produkte zaradi potenciala povpraševanja kupcev iz ostalih držav. Iz tega sklepamo, da se bodo še naprej pojavljala nihanja zaradi izdaj in izločitev, z nepomembno razliko, da bo zaradi nove obdavčitve manj slovenskih vlagateljev. To potrjuje dejstvo, da število certifikatov, kateri se nanašajo na slovenske delnice, ostaja približno enako, v Sloveniji pa je uvedba davka povzročila zmanjšanje sklenjenih poslov (Kovačič & Munda, 2008, str.13).

Ljubljanska borza je junija 2008 s spremembo pravilnika omogočila tudi kotacijo naložbenih certifikatov, kar bi seveda, po mnenju strokovnjakov, zelo pozitivno vplivalo na likvidnost Ljubljanske borze (Kovačič & Munda, 2008, str.14). Vendarle se s pojavom nove obdavčitve porajajo močni dvomi o razmahu tovrstnega trgovanja na slovenskih tleh. Zaradi želje uvrstitve izvedenih finančnih instrumentov na Ljubljansko borzo pa se bodo lastniki v pogajanjih z Vlado Republike Slovenije poskušali prizadevati za nižjo obdavčitev (Svenšek, 2008, str. 18).

3.2 Slabosti zakona

V tem delu bomo podrobneje predstavili vse slabosti in morebitne probleme zakona in njegovega izvajanja.

Zaradi kompleksnosti izvedenih finančnih instrumentov se poraja vprašanje, kako bo Davčna uprava nadzorovala trgovanje in posledično izplen davka. Še posebej bo verjetno problem pri elektronskem trgovanju, preko katerega trgujejo tudi slovenski vlagatelji. Ti vlagatelji bodo morali po zakonu sami prijaviti svoje dobičke, za kar pa obstaja dvom, ali bodo to res storili (Kovačič & Munda, 2008, str.13-14).

Trg teh instrumentov in njegove zakonitosti delovanja so zelo specifične, kar posledično pomeni, da je tudi nadzor nad temi posli zelo težak, ter seveda tudi stroškovno drag. Izvedeni finančni instrumenti so namreč nastali predvsem zaradi iznajdljivosti ponudnikov izvedenih finančnih instrumentov (Černe, 2008a), med drugim tudi pred davčnimi primeži, kar jih naredi davčno zelo težko preverljive.

James in Nobes (1997/98, str. 101) navajata glavne vzroke, kateri so najpogostejši ob izogibanju plačevanja davkov in davčnih utaj. To so: visoke davčne stopnje, nenatančni in slabo definirani zakoni, nezadostne kazni ter nepravilnost davkov.

Izogibanje davkov se največkrat pojavlja ob visokih davčnih stopnjah, saj tako lahko privarčujemo največ, če se uspemo izogniti plačevanju davkov. Ob visokih stopnjah se tudi toliko bolj splača plačati za morebitne pravne nasvete, saj je cena plačevanja davka zelo velika. Zaradi morebitne velike davčne obveznosti, se pojavi tudi večja nagnjenost k neplačevanju davkov, saj je ob davčni utaji neplačan davek velik. Zaradi tega ob višji davčni stopnji ljudje sprejmemo večje tveganje (James & Nobes, 1997/98, str. 101). Ob sprejetju novega zakona o obdavčitvi izvedenih finančnih instrumentov so se pojavljali takšni pomisleki, saj je ob visoki davčni stopnji verjetnost, da se bodo pojavljale davčne utaje, dosti bolj verjetna kot ob nižjih stopnjah.

Slabo definirani zakoni dopuščajo različne interpretacije, kar lahko povzroči veliko problemov pri izvajanju zakonov (James & Nobes, 1997/98, str. 102). Ko zakon obravnava obdavčevanje še posebej tako zahtevnih in kompleksnih stvari, kar izvedeni finančni instrumenti nedvomno so, je seveda zelo težko napisati zelo podroben in obenem funkcionalen zakon. Zelo pomembno pa je tudi hitro reagiranje zakonodajalca na morebitne spremembe na trgu ali na ostale pomanjkljivosti zakona, kateri se pokažejo šele ob izvajanju le-tega.

Če so kazni neplačevanja davkov zelo majhne v primerjavi z morebitnem neprijavljenim dobičkom, se verjetnost davčne utaje poveča. Prav tako se verjetnost davčne utaje zgodi ob obdavčevanju, ob katerem se pojavlja v družbi mišljenje, da je nepravičen. V Sloveniji je kazen za neprijavo 200 evrov, za prijavo nepravilnih ali nepopolnih podatkov pa od 400 do 1200 evrov (Zdoh-2), kar sta precej nizki kazni, če upoštevamo morebitne visoke dobičke posameznikov.

Negativna lastnost tega zakona je tudi neločevanje med vlagatelji, ki trgujejo z namenom špekulativnega trgovanja, ter ostalimi, ki s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov zavarujejo svoje osnovno premoženje.

Največja slabost tega zakona pa je vendarle izogibanje plačila davka s poslovanjem preko d.o.o., saj pravne osebe, kot smo že omenili, niso zavezanci za plačilo tega davka. Tako lahko predpostavljamo, da bodo, še posebej tisti vlagatelji, ki veliko trgujejo z izvedenimi finančnimi instrumenti, začeli izvajati svoje trgovanje preko že obstoječih d.o.o. ali celo ustanovili nove prav zaradi tega vzroka. V tem primeru se bodo izognili plačilu 40% davka.

3.3 Vpliv zakona na špekulante

Glavni vzrok uvedbe visokega obdavčenja izvedenih finančnih instrumentov ob njihovi odsvojitvi pred enim letom od nakupa, je po mnenju predlagatelja zakona njihov špekulativni namen (Državni sekretar ministrstva za finance mag. Andrej Šircelj komentiral očitke glede Zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov, 2008).

Zakon bo zelo verjetno povzročil zmanjšanje špekulativnega trgovanja, kar lahko slabo vpliva na nadaljno razvijanje in likvidnost slovenskega kapitalskega trga. Špekulanti se bodo poskušali izogniti davku, kar bo lahko zmanjšalo prihodke v državni proračun.

Špekulant je oseba, ki nadpovprečno tvega in si ob tem lahko obeta tudi večji zaslužek. Če ne bi obstajal večji zaslužek, ta oseba razumljivo ne bi hotela sprejemati večjega tveganja, kar potrjujejo vse ekonomske teorije. Te pravijo, da se višji dobiček praviloma realizira le ob višjem tveganju. Obstaja pa tudi možnost velikih izgub. Nerazumljivo je torej dejstvo visoke obdavčitve kratkega lastništva izvedenih instrumentov, saj vlagatelji zavestno sprejmejo višje tveganje, ki pa je lahko nagrajeno z višjimi zaslužki. Velika pozitivna lastnost špekulantov je v tem, da povečujejo likvidnost ter tako zmanjšujejo razliko med povpraševanjem in ponudbo, kar seveda poveča zanimanje tudi drugih vlagateljev (Tomažin, 2008, str.16). Likvidnost pa je, kot smo že omenili, velik problem slovenskega kapitalskega trga.

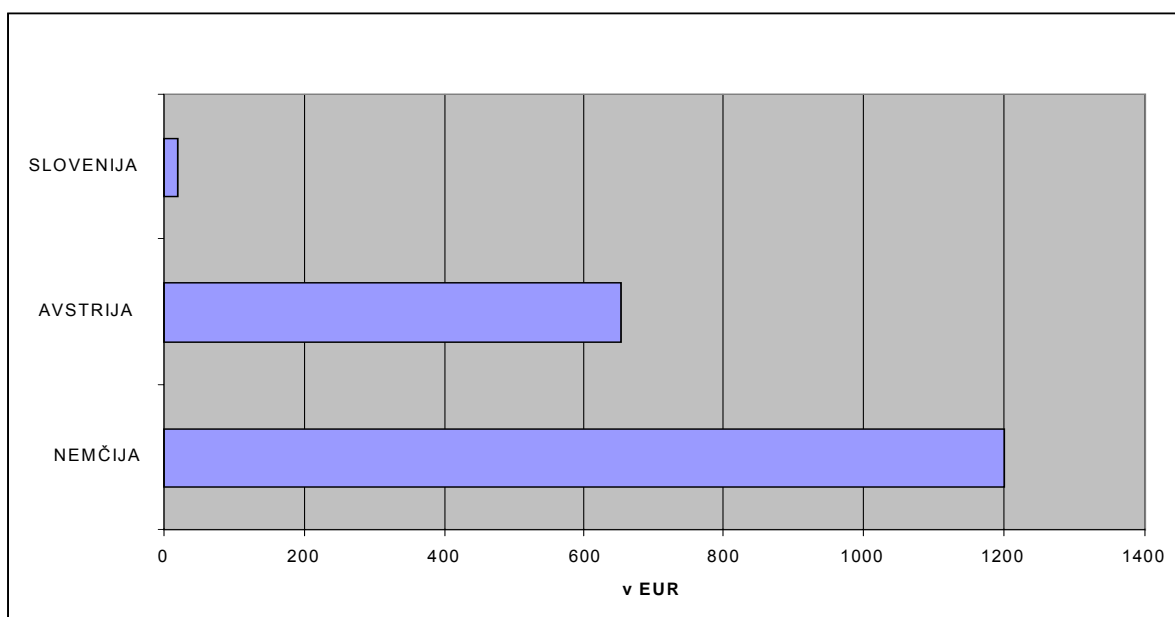
Nasprotniki izvedenih finančnih instrumentov menijo, da ravno ti instrumenti iz trga osnovnih instrumentov potegnejo ves špekulativni kapital, kar posledično zmanjša likvidnost na trgu osnovnih instrumentov (Veselinovič, 1998, str. 236).

Mnoge študije pa vendarle poudarjajo velik pomen špekulantov na trgu izvedenih finančnih instrumentov. Po takšni razlagi je trg v ravnotežju, ko se na njem srečajo tako špekulanti kot tudi trgovci, ki se zavarujejo pred tveganji. Te študije celo priporočajo ustanovitev borz, na katerih bi se trgovalo z izvedenimi finančnimi instrumenti, preko katerih bi se lažje reguliralo špekulante ter povečalo likvidnost (Veselinovič, 1998, str. 236).

3.4 Obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov v tujini

Trgovanje s temi instrumenti v Evropi že počasi prehitava trgovanje v Združenih državah Amerike, ki je zelo omejeno, in se večinoma trguje z opcijami. V nekaterih državah OECD so kapitalski dobički obdavčeni preko dohodninskega sistema, medtem ko druge, med njimi tudi Slovenija, loči kapitalske dobičke od vseh ostalih dohodkov. Le majhno število držav članic ima še dodatno posebno obdavčitev za izvedene finančne instrumente (Oestreicher & Haun, 1998, str.15-17). V Evropi glede trgovanja s temi instrumenti daleč najbolj prevladujeta Avstrija in Nemčija. Če primerjamo ti dve državi s Slovenijo, vidimo, da glede na povprečne vloške prebivalstva zelo zaostajamo za najbolj razvitima državama.

Slika 4: Povprečni vložek na prebivalca v certifikate



Vir: D. Kovačič & G. Munda, *Sporna obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov*, 2008, str.12.

Glede na dejstvo, da se največji trg z izvedenimi finančnimi instrumenti nahaja v Nemčiji, bomo podrobneje predstavili obdavčitev v tej državi.

V Nemčiji, kjer je tradicija trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti že zelo dolga, so v letu 2009 uvedli novo obdavčenje izvedenih finančnih instrumentov. Stopnja davka znaša 25%, ob tem pa je potrebno plačati še za 5,5% dodatnih taks (Feyerabend & Aussendahl, 2008, str. 6). Pred tem pa so bili izvedeni finančni instrumenti neobdavčeni. Na prvi pogled lahko torej zaključimo, da Slovenija sledi največji državi s tem segmentom trgovanja, saj je v Nemčiji tovrstno trgovanje preseglo število 300.000 izdanih izvedenih finančnih instrumentov.

Če pa se nekoliko poglobimo, moramo poudariti, da je prišla ta obdavčitev šele po 18 letih po začetku trgovanja s temi instrumenti (Verbole, 2008). V Nemčiji to pomeni veliko razvitost trga ter s tem tudi veliko količino pobranih davkov. Medtem pa se je trgovanje med slovenskimi fizičnimi osebami šele dobro začelo in bo obdavčitev zelo verjetno negativno vplivala na zanimanje za te instrumente v prihodnosti. Država torej preferira manjše prihodke v sedanjosti pred višjimi davčnimi prihodki v prihodnosti. Ob hipotetični nadaljni neobdavčitvi bi se zanimanje za te instrumente po vsej verjetnosti še povečalo, vlagatelji bi se nekoliko bolj spoznali s temi instrumenti, kar bi v prihodnosti povzročilo večji davčni izplen. Kljub temu je določena obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov smiselna, saj s tem preprečimo izogibanje plačila davka na kapitalski dobiček preko nakupa izvedenih finančnih instrumentov. Še ena pomembna razlika v obdavčenju obeh držav je tudi enaka davčna stopnja v Nemčiji ne glede na čas lastništva, medtem ko v Sloveniji 40% obdavčitev v prvem letu lastništva izrazito vpliva na dejanja investorjev.

V večini držav po Evropi velja davčno pravilo, da so izvedeni finančni instrumenti davčno obravnavani enako kot ostale kapitalske naložbe. Kot primer lahko navedemo samo nekaj držav in praks v tujini. Na Poljskem in Slovaškem imajo enotno obdavčitev 19%, ne glede na čas imetništva. Na Češkem so izvedeni finančni instrumenti v prvih šestih mesecih lastništva obdavčeni po 15% stopnji, kasneje pa so neobdavčeni. Podobno obdavčitev kapitalskih dobičkov kot Slovenija ima Madžarska, torej 20%, obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov pa v višini 25% (Kovačič & Munda, 2008, str.12).

3.5 Rešitve

V tem delu bomo predstavili predloge rešitev za probleme z izvajanjem zakona v praksi.

S poročanjem v zvezi z napovedjo teh dobičkov utegnejo biti težave. Izkušnje z napovedjo drugih kapitalskih dobičkov kažejo na to, da mnogi vlagatelji niso dovolj seznanjeni s postopkom in izpolnjevanjem obrazcev in tako prihaja do težav in mnogo število odločb pa je neustrezno rešenih. Takšne vrste težav se največkrat pojavljajo zaradi ne dovolj natančno napisanih navodil za izpolnitev obrazca (Šuligoj, 2008). Če upoštevamo dejstvo, da so izvedeni finančni instrumenti kompleksnejši kot na primer delnice in jih je veliko vrst, pa so težave le še večje.

Največji problem je, kot smo že omenili, prevelika obdavčenost znotraj enega leta lastništva. Zelo preprosta rešitev je znižanje davka iz 40% na 20% znotraj enega leta lastništva, vse ostale davčne stopnje pa ostanejo nespremenjene. S tem predlogom bi se obdavčitev dobičkov iz naslova izvedenih finančnih instrumentov izenačila z obdavčitvijo dobičkov iz naslova preostalih kapitalskih naložb. To bi povzročilo enostavnejše poročanje vlagateljev, saj bi bile vse prodane naložbe zbrane na enem mestu. Seveda bi bil tudi nadzor s strani Davčne uprave enostavnejši in preglednejši. Največja koristna lastnost takšne rešitve pa bi bilo prenehanje zanimanja vlagateljev za poslovanje preko d.o.o. ter posledično izogibanje davku. Obdavčitev bi namreč bila enaka kot je obdavčen dobiček od dohodka pravnih oseb.

Kljub zmanjšanju davčne stopnje pa lahko sklepamo, da se davčni priliv ne bi proporcionalno zmanjšal s stopnjo, saj vlagatelji ne bi bili več motivirani za davčno izmikanje ali utajo. 20% obdavčitev je namreč v Sloveniji zelo pogosta.

Težave se utegnejo pojaviti tudi zaradi velikega števila transakcij, ki se zgodijo s temi instrumenti v enem letu, in bo s tem potrebno opraviti veliko več administrativnega dela. Ena izmed možnosti obdavčitve ter rešitve tega problema je tudi obdavčitev ob trgovanju. Torej, da bi ob vsaki transakciji morali odvesti določen odstotek davka. V tem primeru bi bili bolj obdavčeni špekulantje, ki veliko bolj trgujejo (Rosenzweig, 2008, str. 42), kar pa je bil tudi namen vlade, torej obdavčiti predvsem špekulante. Obdavčenje takšne vrste, pa kot bomo več kot očitno predstavili, ni primerno za takšno vrsto izvedenih finančnih instrumentov.

Pobude takšne vrste so se pojavile 1990 v Združenih državah Amerike, kjer je bil predlog obdavčitve v višini 0,5 % za vse transakcije. Do uresničitve tega predloga ni prišlo, saj so ekonomski modeli pokazali velik padec cen delnic ter zmanjšanje trgovanja. Na Švedskem najdemo primer dejanske uveljavitve leta 1987, kjer je bila maksimalna obdavčitev 0,15% vrednosti transakcije. Po uveljavitvi se je trgovanje zmanjšalo za 98%. Zaradi premajhnih davčnih prihodkov je dve leti kasneje obdavčitev prenehala (Jorion, 1995, str. 38-39). Takšna vrsta obdavčitve je torej manj primerna za ta segment kapitalskega trga..

SKLEP

Dejstvo, da je prišlo do obdavčitve izvedenih finančnih instrumentov v Sloveniji, ni presenetljiva, saj je bil to izjemno redek segment kapitalskega trga, kjer obdavčitve sploh ni bilo. Vprašanje pa je, ali ni sedaj prišlo do pretirane obdavčitve, ki bo po vsej verjetnosti imela še nadaljni vpliv na trgovanje, saj je velika večina trgovanja s temi instrumenti opravljenih prav znotraj enega leta lastništva.

Zakon bo po vsej verjetnosti imel vpliv na širjenje in razvitost slovenskega trga kapitala, saj bo marsikoga odvrnil od trgovanja s temi instrumenti. Poleg tega so enako obdavčeni vsi vlagatelji ne glede na namen: poleg špekulantov, zakon po enaki stopnji obdavčuje tudi tiste, ki si s pomočjo izvedenih finančnih instrumentov le znižujejo obstoječa tveganja.

Poleg tega zakon, s padajočimi davčnimi stopnjami glede na čas lastništva, vzpodbuja dolgoročne naložbe, čeprav so ti instrumenti namenjeni skoraj izključno za kratkoročne posle. Vpliva torej na dejanja vlagateljev, česar bi se moral vsak davčni zakon izogibati. Predvsem je problematična 40% obdavčitev v prvem letu trgovanja. Z znižanjem 40% davčne stopnje na 20% davčno stopnjo, bi Davčna uprava dosegla harmonizacijo z ostalimi kapitalskimi dobički. To bi olajšalo nadzor nad transakcijami, hkrati pa bi preprečili izogibanja temu davku. Možnost izogibanja pa je možna z poslovanjem preko pravnih družb, kjer bi se vlagatelji izognili visoki davčni stopnji. Prav možnost poslovanja preko pravnih družb je glavna pomanjkljivost oziroma slabost te obdavčitve.

Namen zakona je bil med drugim tudi zmanjšanje vpliva izvedenih finančnih instrumentov na delniški trg, a kot smo že ugotovili, bo zakon vplival le na slovenske vlagatelje, tuji vlagatelji pa bodo nespremenjeno vlagali v izvedene finančne instrumente osnovane na slovenskih delnicah. To bo imelo za posledico skoraj nespremenjen vpliv izvedenih finančnih instrumentov na slovenski kapitalski trg.

Vpliv trgovanja z izvedenimi finančnimi instrumenti ima vpliv na borzo vrednostnih papirjev, še posebej na zelo plitvih trgih, a po drugi strani zagotavlja likvidnost, zato ga ne bi smeli zatreti s tako veliko obdavčitvijo. Z umikom domačih špekulantov se bo zagotovo zmanjšala likvidnost na slovenskem kapitalskem trgu. Obdavčitev je zelo verjetno pretirana in predstavlja velik poseg na kapitalski trg, še posebej, če upoštevamo relativno majhne davčne

prilive. Zakon bo po vsej verjetnosti povzročil tudi davčne utaje, saj bo Davčna uprava verjetno zelo težko in z velikimi stroški kontrolirala veliko število transakcij. Poleg tega pa so kazni razmeroma majhne, kar ne bo ravno spodbudilo vlagateljev, da prijavijo svoje dobičke za opravljene transakcije v tujini. Zakon ima torej kar nekaj pomanjkljivosti, ki bi jih bilo potrebno odpraviti, če bi želeli imeti učinkovito obdavčitev s čim manj negativnimi posledicami na državni proračun in slovenski kapitalski trg.

LITERATURA IN VIRI

1. Brunnermeier, M.K. (2008, december). Deciphering the liquidity and credit crunch 2007-08. *National bureau of economic research*. Najdeno 7. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.nber.org/papers/w14612.pdf>
2. Calado, J.P.T., Garcia, M.T.M. & Pereira, S.E.T.M. (2005). An empirical analysis of the effects of options and futures listing on the underlying stock return volatility: the Portuguese case. *Applied Financial Economics*, 15, 907-913.
3. Cecchetti, S.G. (2006). *Money, banking and financial markets*. Boston: McGraw-Hill/Irwin.
4. Černe, M. (2008a, 8. julij). Nesmiselnosti obdavčitve izvedenih finančnih instrumentov. *Poslovna akademija Finance*. Najdeno 5. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance-akademija.si/?go=article&artid=217797>
5. Černe, M. (2008b, 8. julij). Kakšen je postopek obdavčitve finančnih instrumentov? *Poslovna akademija Finance*. Najdeno 7. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance-akademija.si/index.php?go=article&artid=217804>
6. Državni sekretar ministrstva za finance mag. Andrej Šircelj komentiral očitke glede Zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov. (2008). *Pojasnilo Ministrstva za finance o Zakonu o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov*. Najdeno 12. marca 2009 na spletnem naslovu http://www.mf.gov.si/slov/mediji/2008/2008-06-11_1.htm
7. Feyerabend, H.J., & Aussendahl, F. (2008). Germany. Najdeno 20. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.kpmg.com/SiteCollectionDocuments/Derivative_Tax_Handbook/13.Germany.pdf
8. Gorišek, A., Leber, M. (2008). Certifikati - naložbeni produkti. *Poročilo o finančni stabilnosti. Strokovni članki s področja finančne stabilnosti*. (str. 13-25). Banka Slovenije.
9. Hill, M.J. (1995). The history of equity derivatives. V J.C. Francis, W.W. Toy, J.G. Whittaker (ur), *The Handbook of equity derivatives* (str. 33-50). Chicago: Irwin.
10. Innovative Financial Transactions: Tax Policy Implications (A Report by the Special Sessions on Innovative Financial Transactions of the OECD, 19. julij 2001). Geneva: Organization for Economic Cooperation and Development.
11. James, S.R., & Nobes, C. (1997/98). *The economics of taxation: principles, policy and practice*. New York: Prentice Hall Europe.
12. Jorion, P. (1995). *Derivatives markets: Economic implications for taxation*. Najdeno 8. novembra 2008 na spletnem naslovu unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/UN/UNPAN004134.pdf

13. Kodrič, S. (2006, 6. marec). Naložbeni certifikati – kaj so in za koga so aktualni. *Finančna točka*. Najdeno 11. maja 2009 na spletnem naslovu <http://www.financa-tocka.si/text.php?id=3606>
14. Kovačič, D. & Munda, G. (2008). Sporna obdavčitev izvedenih finančnih instrumentov. *Bančni vestnik*, 57(9), 11-14.
15. Mramor, D. (2000). *Poglavja iz poslovnih financ*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
16. Oestreicher, A., Haun, J. (1998). Implications of the international use of interest rate derivatives on taxation. *The International Tax Journal*, 24 (3), 12-34.
17. Pojasnilo v zvezi z izvajanjem Zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov. (2008). *Pojasnilo DURS*. (Št. 42153-147/2008, 25. november 2008).
18. *Poročilo o finančni stabilnosti*. (2007). Ljubljana: Banka Slovenije.
19. *Poročilo o poslovanju bank in gibanja na kapitalskem trgu*. (2007). Ljubljana: Banka Slovenije.
20. Povzetek Zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov. Najdeno 12. novembra 2008 na spletnem naslovu http://www.data.si/index.php?Task=news&news_id=53
21. Pravilnik o določanju primerljivih tržnih cen. *Uradni list RS*, št. 130/2004, (3. december 2004).
22. Predlog zakona o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov (2008). Vlada Republike Slovenije. Najdeno 11. decembra 2008 na spletnem naslovu [193.2.236.95/dato3.nsf/OC/080625075828E/\\$file/172v4.doc](http://193.2.236.95/dato3.nsf/OC/080625075828E/$file/172v4.doc).
23. Prohaska, Z. (2004). *Finančni trgi*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
24. Rosenzweig, H. A. (2008, 31. januar). Taxation, Risk and Derivatives: Does an Income Tax Subsidize Hedge Funds?. Najdeno 6. novembra 2008 na spletnem naslovu www.law.northwestern.edu/colloquium/tax/Rosenzweig.pdf
25. Svenšek, K. (2008, 15. julij). »Špekulanti« od danes obdavčeni po 40-odstotni stopnji. *Poslovni dnevnik*, str. 18.
26. Šuligoj, M. (2008, 24. junij). Posledice obdavčitve finančnih instrumentov. *Poslovna akademija Finance*. Najdeno 7. oktobra 2008 na spletnem naslovu <http://www.finance-akademija.si/?go=article&artid=216735>
27. Thuronyi, V. (2001, 17. avgust). Taxation of New Instruments. Najdeno 15. decembra 2008 na spletnem naslovu unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/UN/UNPAN004463.pdf
28. Tomažin, M. (2008, 21. julij). Špekulant kot gasilec. *Delo*, str.16.

29. Verbole, M. (2007, 15. januar). Certifikati s finančnim vzvodom. Najdeno 14. aprila 2009 na spletnem naslovu <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=6494>
30. Verbole, T. (2008, 13. junij). Ko se predlagatelj obdavčitve sam ustrel v nogo. Najdeno 16. decembra 2008 na spletnem naslovu http://www.finance.si/215723/Ko_se_predlagatelj_obdaveitve_dobiekov_sam_ustrel_v_nogo
31. Veselinovič, D. (1998). *Opcije in drugi terminski (izvedeni) finančni instrumenti*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
32. Zakon o davku od dobička od odsvojitve izvedenih finančnih instrumentov. *Uradni list RS*, št. 65/2008, (30. junij 2008).
33. Zakon o dohodnini. *Uradni list RS*, št. 117/06, (26. oktober 2006).
34. Zakon o trgu finančnih instrumentov. *Uradni list RS*, št. 67/2007, (27. julij 2008).