

## Fondovi rizičnoga kapitala

### *Venture capital funds*

dr.sc. <sup>1</sup>Damir Ribić, prof.v.š., <sup>2</sup>Ljiljana Krnjaić, struc.spec.oec

<sup>1</sup>Veleučilište u Virovitici, Matije Gupca 78, 33 000 Virovitica

<sup>2</sup>Student Veleučilišta u Virovitici, Matije Gupca 78, 33 000 Virovitica

e-mail: <sup>1</sup>damir.ribic@vuv.hr, <sup>2</sup>lilikrnjaic3@gmail.com

**Sažetak:** *Suvremeno gospodarstvo za većinu gospodarskih subjekata donosi brojne izazove posebice u pogledu pribavljanja dostatnoga financijskoga kapitala. Rješenje za navedene izazove, među ostalim, mogu pružiti i fondovi rizičnoga kapitala. Za neke druge sudionike s viškom financijskih resursa fondovi rizičnoga kapitala mogu predstavljati investicijsku priliku i model diverzifikacije portfelja. Fondovi rizičnoga kapitala značajno potiču rast i razvoj poduzetništva te u konačnici gospodarski rast zemalja u kojima se primjenjuju. Venture capital (VC) i Private equity (PE) fondovi su rizičnoga kapitala kojima se financiraju brojna poduzeća koja imaju značajan potencijal za rast. Praksa financiranja poduzeća navedenim fondovima u SAD-u prisutna je desetljećima, a sada se počinje primjenjivati i na domaća poduzeća. Financiranje fondovima rizičnoga kapitala donosi mnogobrojne prednosti za poduzeća, ali i poneke nedostatke. Svrha rada je prikazati glavne karakteristike investicijskih fondova rizičnoga kapitala, odnosno VC/PE fondova, točnije na koji način je strukturirano njihovo ulaganje te kakvo je stanje na tržištu rizičnoga kapitala u Republici Hrvatskoj. Za potrebe istraživanja korištena je metodologija analize i sinteze sekundarnih izvora podataka te deskripcije analiziranih pojmova.*

**Ključne riječi:** *rizični kapital, investicijski fondovi, Venture capital fond, Private equity fond*

**Abstract:** *The modern economy poses numerous challenges for its subjects, especially regarding raising financial capital. The solutions for these challenges, among others, could be offered by venture capital funds. For other participants with a surplus of financial resources, venture capital funds can represent an investment opportunity and a model for portfolio diversification. Venture capital funds significantly stimulate growth and the development of entrepreneurship and by extension the economic growth of countries where they are utilised. Venture capital (VC) and Private equity (PE) funds are venture capital funds which finance many enterprises with a considerable growth potential. The practice of financing enterprises with these funds has been present in the USA for decades and is beginning to be applied on domestic enterprises. Venture capital fund financing brings a plethora of advantages for enterprises, but a couple of disadvantages too. The goal of the paper is to showcase the main characteristics of venture capital funds, i.e., VC/PE funds, specifically the investment structure and the state of the venture capital market in the Republic of Croatia.*

**Key words:** *venture capital, investment funds, Venture capital fund, Private equity fund*

## **1. Uvod**

U današnje vrijeme, fondovi rizičnoga kapitala, sve su češće predmet zanimanja u domeni poduzetništva posebice iz razloga dostupnosti i proširenja područja primjene. Nakon desetljeća svoga razvitka konačno su postali dostupni svima koji imaju dobru poslovnu ideju, svim poduzećima koja imaju potencijal za rast i razvoj te želju za značajnim napretkom u svom području djelovanja. Fondovi rizičnoga kapitala ustvari su investicijski fondovi koji svoja znatna financijska sredstva ulažu u pomno odabrana poduzeća i poslovne pothvate s ciljem ostvarivanja znatnoga kapitala ili postizanja udjela u takvom poduzeću ili potpunoga preuzimanja poduzeća. Specifičnost ovakvoga načina financiranja proizlazi iz toga što rizik snose ulagači fondova rizičnoga kapitala, a ne poduzetnici što je slučaj kod tradicionalnih načina financiranja poduzeća kao što je bankarski sustav.

Rizični kapital još se naziva pothvatni, strpljivi ili poduzetnički kapital. On najjednostavnije rečeno predstavlja fond nekoga društva koje upravlja znatnim kapitalom, a taj kapital je namijenjen za srednjoročno i dugoročno investiranje u poduzeća koja ne kotiraju na burzi, ali imaju veliki potencijal za rast (Cvijanović i sur., 2008; Brown i sur., 2021). Rizični kapital može se definirati i kao vrsta privatnoga kapitala (eng. Private equity), odnosno vlasničko (dioničko) ulaganje u nove poduzetničke pothvate koji se nazivaju start-up poduzećima (Šimić, 2015).

Prikupljanje financijskih sredstava te ulaganje u rizični kapital predstavlja međunarodni posao jer opći partneri prikupljaju financijska sredstva za svoje fondove u inozemstvu te u konačnici ulažu u poduzeća koja djeluju u inozemstvu što čini međunarodne aktivnosti kojima se jača poduzetništvo na globalnoj razini (Groh i Liechtenstein, 2010).

Uspješnost rizičnoga kapitala i poduzetništva čini veliki značaj za razvoj gospodarstva određene zemlje, ali i stvaranje sve značajnijih inovacija koje će omogućiti konkurentnost na sve zahtjevnijem globalnom tržištu te će dovesti do stvaranja novih i boljih radnih mjesta (Cumming, 2006., Stulz, 2020).

Ulaganja u rizični kapital u najvećoj su mjeri usmjerena prema inovativnim poduzećima, mladim poduzetnicima te novim obećavajućim poduzetničkim pothvatima. Kada je riječ o rizičnom kapitalu i poduzetništvu važno je znati kako je za razvoj poduzetništva neophodno osigurati dostupnost kapitala i ulaganja, ali isto tako je za razvoj industrije privatnoga vlasničkoga i rizičnoga kapitala važna razvijenost poduzetništva i inovacijska sposobnost poduzeća (Milanov, 2005).

## **2. Vrste rizičnoga kapitala**

Rizični kapital može se podijeliti na dvije vrste, odnosno na formalni i neformalni rizični kapital koji se naposljetku dijeli na podvrste (Park i LiPuma, 2020). Formalni rizični kapital odnosi se na poduzeća ili partnerstva od dvoje pa sve do više od trideset profesionalnih poslovnih ljudi koji su stručnjaci za određeno područje. Formalni rizični kapital definira se kao ostvarenje što većega mogućega doprinosa na uložena financijska sredstva. Dijeli se na dvije vrste, a to su; Venture capital (VC) i Private equity (PE) fondovi (Piketty, 2014).

Venture capital i Private equity mogu se objasniti na sljedeći način, naime VC predstavlja užu pojam, a PE širi pojam rizičnoga kapitala. Nadalje, VC predstavlja financijska ulaganja u poduzeća koja su u početnoj fazi ranoga razvoja i ekspanzije, a PE predstavlja kapital koji se ulaže u vlasničku glavnica drugih poduzeća bez obzira na stadij razvoja poduzeća u koje se uložilo (Gladstone i Gladstone, 2002). U početnoj fazi tipične investicije u Republici Hrvatskoj kreću se okvirno između 250 i 500 tisuća Eura (Cvijanović i sur, 2008).

Osnovna razlika između VC i PE fonda je u tome što kod je kod Venture capitala naglasak stavljen na aktivno sudjelovanje u području menadžmenta poduzeća, a kod Private equityja doprinos ulagača u menadžment poduzeća može biti aktivni ili pasivni. To će ovisiti o procjeni PE ulagača i strategiji ulaganja. Naime, ako ulagači PE fonda uoče kako menadžment poduzeća u koji su uložili svoja financijska sredstva nije dovoljno iskusan te zaključuje kako bi svojim poslovnim odlukama mogli

ugroziti poslovanje poduzeća, tada ulagači PE fonda preuzimaju svu kontrolu kako bi poduzeće ostvarilo svoj potencijal. Dakle angažman PE ulagača u menadžment poduzeća ne mora nužno biti značajan ponajviše kada mu je horizont ulaganja relativno kratak, odnosno motiviran jednostavnom razlikom u cijeni poduzeća u koju je ulagač uložio prije i nakon završene investicije, dok je angažman VC ulagača uvijek aktivan (Šonje, 2005).

Kad je riječ o razlikama između VC i PE fondova, važno je napomenuti kako ulagači VC fondova mogu ostvariti izlaz u slučaju neuspjeha. Naime, postoji takozvana izlazna strategija za VC fondove u takvoj fazi. VC fondovi najčešće će ostvariti izlaz iz svojih investicija na sljedeće načine; prodaja strateškom partneru, prodaja menadžerskom timu, ili prodaja dionica na burzi (IPO). Kod Private equityja često dolazi do faze preuzimanja, odnosno kupnje većinskog udjela poduzeća postojećega menadžerskog tima (Lerner i sur, 2012).

Formalni oblik rizičnoga kapitala, odnosno Venture capital dijeli se na dvije vrste, a to su; korporativni Venture capital i poslovni anđeli. Kod korporativnoga Venture capitala razlikujemo direktni i indirektni oblik. Direktni korporativni Venture capital najčešće se koristi kao naziv za fondove kojima se stječe udjel u profitabilnim mikro, malim i srednjim poduzećima u njihovoj početnoj fazi ekspanzije s ciljem poboljšanje konkurentne pozicije matične organizacije. Indirektni korporativni Venture capital odnosi se na ulaganje nekoga poduzeća u jedan VC fond koji zatim dalje investira taj kapital (Lerner i sur, 2012).

Poslovni anđeli predstavljaju neformalni Venture capital i naziv su za pojedince na tržištu rizičnoga kapitala. Neformalno tržište rizičnoga kapitala najlošije je shvaćen tip takvoga kapitala, koji se sastoji od takozvane „nevidljive“ skupine bogatih investitora, odnosno poslovnih anđela koji su u potrazi za dobrom poslovnom prilikom u koju mogu uložiti. Oni u pravilu ulažu između 10.000 i 50.000 dolara te omogućuju pristup financijskim sredstvima u svim fazama financiranja, a ponajviše u početnoj fazi (Hisrich i sur, 2008).

## **2.1. Prednosti i nedostaci financiranja uz pomoć fondova rizičnoga kapitala**

Financiranje poduzeća putem VC/PE fondova rizičnoga kapitala donosi mnogobrojne prednosti za poduzeća, ali i poneke nedostatke. Jedna od najvećih prednosti financiranja poduzeća VC/PE fondovima rizičnoga kapitala ogleđa se u odnosu investicijskih menadžera prema poduzeću. Oni ne ulažu samo kapital već osiguravaju strateško i operativno iskustvo i znanje kako bi poduzetnici što brže ostvarili svoje ciljeve (Cvijanović i sur, 2008). Također VC/PE fondovi ulažu u edukaciju zaposleniku, istraživanje i razvoj, brand equity te intelektualno vlasništvo (Hisrich i sur, 2008). Moguće je navesti mnogobrojne prednosti za poduzeća financirana VC/PE fondovima. Prije svega osiguravaju prijeko potrebni radni kapital, a prisustvo VC/PE fondova u vlasničkoj strukturi poduzeća znatno poboljšava odnose s bankarima, dobavljačima te klijentima. Nadalje, pružaju podršku poduzećima u pronalaženju budućih izvora financiranja za buduće poduzetničke projekte, ustraju na većim standardima vezanima za kontrolu budžeta i financija u poduzeću što dovodi do boljih financijskih rezultata. Stoga, VC/PE fondovi predstavljaju snažnoga partnera koji će svojom prisutnošću u društvu zasigurno povećati vrijednost poduzeća. (Cvijanović i sur, 2008).

Glavni nedostatak poslovanja s VC/PE fondovima proizlazi iz svojevrsnoga gubitka neovisnosti u odlučivanju poduzetnika jer se za svaku važniju odluku treba suglasiti s ulagačima navedenih fondova koji mogu ustrajati na odlukama s kojima se poduzetnici ne slažu ili su protivne njihovim stavovima što će dovesti do nezadovoljstva poduzetnika (Cumming, 2006).

Prednosti i nedostaci ovakvoga načina financiranja mogu se promatrati i iz druge perspektive, odnosno perspektive VC/PE investitora. U nastavku teksta bit će navedene prednosti kao i nedostaci s kojima se mogu susresti investitori fondova rizičnoga kapitala. Prednosti ovakvog načina ulaganja za VC/PE fondove proizlaze iz mogućnosti ostvarivanja znatnoga kapitala, kao i stjecanja udjela u uspješnom poduzeću. No za investitore VC/PE fondova javljaju se i mnogi nedostaci ovakvoga načina ulaganja kapitala. Riječ o rizičnim fondovima, a njihova rizičnost proizlazi u prvom redu iz

njihovih ulaganja. VC/PE fondovi ulažu u poduzeća za koja smatraju kako će postići značajan rast i razvoj, no to može biti pogrešna procjena te brojna ulaganja ne uspijevaju zbog loše procjene, netransparentnosti informacija, loše suradnje s upravom ciljanog društva, lošem tržišnom ili gospodarskom trenutku (Derenčinović Ruk, 2020).

### **3. Investicijski fondovi**

Fond sam po sebi nije pravna osoba, već fond kao pojam predstavlja društvo ili partnerstvo koje upravlja tim fondom kojim se ulažu financijska sredstva društva u određeni poslovni pothvat (Cvijanović i sur, 2008).

Svi fondovi registrirani su kod Komisije za vrijednosne papire te podliježu njezinoj regulaciji i kontrolama (Graham, 2006). Fondovi služe u korisne svrhe, pomoću njih pokreće se poduzetništvo, gospodarstvo te društvo u cjelini što je cilj svake zemlje koja teži napretku i uspješnom konkuriranju na globalnom tržištu. Važno je znati kako fondovi promoviraju dobru naviku ulaganja jer svojim članovima donose profite usporedive s ukupnim prinosima na obične dionice (Foley, 1998).

Investicijski fondovi predstavljaju iznimno važan segment financijskoga tržišta. Najjednostavnije rečeno njihov osnovni zadatak je prikupljanje financijskih sredstava od investitora kako bi se taj novac investirao u vrijednosne papire ili neku drugu imovinu koja će fondu ostvariti znatni prinos. Zamjetno je kako je u svijetu značenje investicijskih fondova u stalnom porastu, ponajviše otvorenih investicijskih fondova. Postoje različiti tipovi investicijskih fondova kao što su već spomenuti otvoreni, zatim postoje zatvoreni, privatizacijski, investicijski fondovi rizičnoga kapitala prema kojima je ovaj rad i usmjeren te mnogi drugi (Čulinović-Herc, 2007). Svaki od navedenih tipova investicijskih fondova važan je za ekonomski razvoj zemlje.

Investicijski fondovi osnivaju se i vode pomoću društva koje je specijalizirano za takvu vrstu djelatnosti. Društvo za upravljanje investicijskim fondovima jest društvo kapitala, kojem je predmet poslovanja isključivo osnivanje i upravljanje investicijskim fondovima. Obavljanje takve specifične gospodarske djelatnosti uvjetuje posebnosti u pravnom uređenju položaja društva za upravljanje fondom. Značajnu ulogu u nadzoru nad radom društva za upravljanje snose nacionalna regulatorna tijela (Jurić, 2008).

#### **3.1. Investicijski fondovi u Republici Hrvatskoj**

Prvo društvo za upravljanje investicijskim fondovima u Republici Hrvatskoj dobilo je odobrenje za rad 1997. godine, a tek nakon dvije godine, odnosno 1999. godine počinje stvarni razvoj fondovske industrije u našoj zemlji kada se osnovalo sedam privatizacijskih investicijskih fondova (Morić Milovanović i Galetić, 2006). Iz navedenoga može se zaključiti kako je razvoj sve važnije fondovske industrije u našoj zemlji započeo relativno kasno u odnosu na ostatak svijeta u kojemu investicijski fondovi imaju dugu tradiciju ulaganja, a što je dovelo do znatnoga ekonomskoga napretka mnogih zemalja, ponajviše SAD-a. Prema Hanfi u Republici Hrvatskoj je u 2021. godini registrirano jedanaest društava za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima s javnom ponudom (UCITS fondovi) te devetnaest društava za upravljanje alternativnim investicijskim fondovima (<https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/>).

Nažalost, većina poduzetnika u Republici Hrvatskoj nije upoznata s terminima Venture capital i Private equity te općenito s tržištem rizičnoga kapitala. Pošto su fondovi rizičnoga kapitala u Republici Hrvatskoj vrlo rijetki, VC/PE investitori uspijevaju pronaći dovoljan broj kvalitetnih hrvatskih poduzeća u koja su voljni uložiti svoj kapital (Švaljek, 2007). Ovakvo stanje svijesti zadržalo se i danas te mnogi poduzetnici u Republici Hrvatskoj nemaju saznanja o VC/PE fondovima, što oni točno predstavljaju, kako mogu pomoći, na koji način im se obratiti i sl.

### 3.2. Investicijski fondovi rizičnoga kapitala – VC/PE fondovi

Razvoj Private equity industrije doveo je do visokoga stupnja institucionalizacije procesa VC/PE investicija te su investitori takvih fondova postali vrlo sofisticirani kada je riječ o odabiru strukture i načinu ulaganja. Gotovo je nemoguće zamisliti osnivanje VC/PE fondova bez mnogobrojnih savjetnika kao što su pravni, porezni i mnogi drugi (Bygrave i Timmons, 1992., Stofa i Soltes, 2020).

Logično je kako VC/PE fondovi imaju dosta kapitala kojim raspolažu, i u EU djeluje stotine takvih fondova. Kako bi fondovi uspjeli oploditi svoj kapital potreban im je kvalitetan projekt. Fondovi zaprimaju mnogobrojne zahtjeve i poslovne planove poduzetnika s ciljem privlačenja fondova kao ulagača, ali može se dogoditi kako niti jedan zahtjev nije dovoljno dobar, odnosno da ulagači ne vide potencijal rasta i razvoja (Čulinović-Herc i sur, 2017). „Činjenica da manje od 5 % zaprimljenih zahtjeva i poslovnih planova poduzetnika rezultira ulaganjem u poduzetničku kompaniju pokazuje koliko je zapravo selektivan proces odabira investicija.“ (Cvijanović i sur, 2008: 103). U Republici Hrvatskoj prva kompanija za upravljanje fondovima rizičnog kapitala bila je „Quaestus Private Equity d.o.o.“ osnovana 2003. godine. Navedena kompanija još uvijek upravlja fondom rizičnoga kapitala s privatnom ponudom naziva „Quaestus Private Equity Kapital“ (Šimić, 2015). Od ostalih fondova koji su na određeni način zabilježili djelovanje na prostoru Republike Hrvatske možemo izdvojiti Nexus Private Equity, koji upravlja fondom, Nexus Alpha (Jurić, 2008), Poljski Private equity fond, naziva „Enterprise Investors“ te Britanski investicijski fond Mid Europa Partners.

### 4. Zaključak

Temeljem analize recentne literature, moguće je zaključiti kako je fondovska industrija, odnosno industrija fondova rizičnoga kapitala znatno napredovala te kako je riječ o brzo- rastućoj industriji koja donosi mnogobrojne prednosti za poduzeća, ali i poneke nedostatke. Navedena industrija postala je dostupna svim poduzetnicima diljem svijeta koji su pomoću ovakvog načina financiranja dobili mogućnost ostvarivanja svojih poslovnih ambicija koje će rezultirati mnogim koristima za društvo, ponajviše otvaranjem novih i boljih radnih mjesta. Razvojem Venture capitala i Private equityja kao novijega oblika imovine dostupne u Republici Hrvatskoj zasigurno je potaknut rast i razvoj djelatnosti povezanih s fondovima rizičnoga kapitala. Nadalje s ovakvim načinom financiranja poduzeća potrebno je upoznati poduzetnike u Republici Hrvatskoj u što većoj mjeri s ciljem pojačanoga razvijanja poduzetništva kako bi se stvorila prilika za širenjem domaćih poduzeća na međunarodna tržišta. S druge strane hrvatska poduzeća trebala bi težiti razvijanju inovativnosti koja će zasigurno privući strane VC/PE fondove koji će potaknuti gospodarski razvitak zemlje.

### Literatura

1. Bygrave, W.D.; Timmons, J.A. (1992). *Venture capital at the crossroads*. Harvard, Business School Press.
2. Brown, G., Harris, R., Hu, W., Jenkinson, T., Kaplan, S.N., Robinson, D.T. (2021). Can investors time their exposure to private equity?, *Journal of financial economics*, Volume 139, Issue 2, Page 561-577
3. Cumming, D.J. (2006). „The Determinants of Venture Capital Portfolio size: Empirical Evidence.“ *The Journal of Business*. Vol.79, No.3, pp 1083-1126.
4. Cvijanović, V., Marović, M., Sruk, B. (2008). *Financiranje malih i srednjih poduzeća*. Zagreb, GIPA d.o.o.
5. Čulinović-Herc, E. (2007). Investicijski fondovi koji ulažu u nekretnine prema Zakonu o investicijskim fondovima. U: *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*. Vol.28, No.1, str. 75-106.
6. Čulinovec-Herc, E., Braut Filipović, M., Audić Vuletić, S. (2017). Novo pravno

- uređenje Private equity i Venture capital fondova i otvorena pitanja. U: *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*. Vol.38, No.1, str. 51-89.
7. Derenčinović Ruk, M. (2020). Private equity fondovi i hrvatsko iskustvo. U: *Zbornik Pravnog fakulteta u Zagrebu*. Vol.70, No.6, str. 783-824.
  8. Enterprise Investors. <https://www.ei.com.pl/en/about/> (20.11.2021).
  9. Foley, B.J. (1998). *Tržište kapitala*. Zagreb, Mate d.o.o.
  10. Gladstone, D.; Gladstone, L. (2002). *Venture Capital Handbook – An Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
  11. Graham, B. (2006). *Inteligentni investitor*. Zagreb, Masmedia.
  12. Groh, A.; Liechtenstein, H. (2006). *The Global Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*. IESE Business School University of Navarra.
  13. Hanfa.hr. <https://www.hanfa.hr/investicijski-fondovi/> (17.11.2021).
  14. Hisrich, R., Peters, M., Shepherd, D. (2008). *Poduzetništvo*. Zagreb, Mate d.o.o.
  15. Jurić, D. (2008). Društva za upravljanje investicijskim fondovima i njihove statusne posebnosti. U: *Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci*. Vol.29, No.1, str. 149-185.
  16. Kranjajić, Lj. (2021). Fondovi rizičnog kapitala, diplomski rad, Veleučilište u Virovitici.
  17. Lerner, J., Leamon, A., Hardymon, F. (2012). *Venture Capital, Private Equity, and the Financing of Entrepreneurship*. Wiley; 1st edition.
  18. Mid Europa, <https://www.mideuropa.com/> (22.8.2022.)
  19. Milanov, H. (2005). Istraživanje uloge inozemnih ulagača rizičnog kapitala u zemljama u razvoju. U: *Privredna kretanja i ekonomska politika*. Vol.15, No.103, str. 50-71.
  20. Morić Milanović, B., Galetić, F. (2006). Otvoreni investicijski fondovi u Hrvatskoj. U: *Financijska teorija i praksa*. Vol.30, No.1, str. 79-91.
  21. Park, S., LiPuma, J. A. (2020). New venture internationalization: The role of venture capital types and reputation, *Journal of world business*, Volume 55, Issue 1, Article Number 101025.
  22. Piketty, T. (2014). Kapital u 21. stoljeću. Zagreb, Profil International.
  23. Stofa, T., Soltes, M. (2020). Private Equity Determinants In European Union, *Montenegrin journal of economics*, Volume 16, Issue 2, Page 131-141
  24. Studenac. <https://www.studenac.hr/en/history-of-studenac> (17.11.2021).
  25. Stulz, R.M. (2020). Public versus private equity, *Oxford review of economic policy*, Volume 36, Issue 2, Page 275-290.
  26. Šimić, M. (2015). Atraktivnost Hrvatske u privlačenju ulagača rizičnog kapitala. U: *Ekonomski misao i praksa*. No.1, str. 267-294.
  27. Šonje, V. (2005). *Veza koja nedostaje – kako povezati razvitak tržišta kapitala i gospodarski rast*. Zagreb, Arhivanalitika.
  28. Švaljek, S. (2007). Ulaganje u privatni vlasnički i rizični kapital u Hrvatskoj. U: *Porezno i pravno okruženje. Privredna kretanja i ekonomska politika*. Vol.17, No.113, str. 52-84.