



Часопис из области економије
менаџмента и информатике
Година 2016, волумен 7, број 1, стр. 61-73



Journal of Economics, Management
and Informatics
Year 2016, Volume 7, Number 1, pp. 61-73

Стручни рад/ Professional paper

УДК/UDC: 330.142.211:005.334
005.412:334.7

DOI: 10.5937/bizinfo1601061J

УТИЦАЈ ФОНДОВА ПРЕДУЗЕТНОГ КАПИТАЛА НА РАЗВОЈ ПРИВРЕДЕ

VENTURE CAPITAL FUNDS IMPACT ON ECONOMIC DEVELOPMENT

Давид Јововић

Универзитет у Приштини - Косовска Митровица, Пољопривредни
факултет, Лешак

Марина Јововић¹

Висока школа струковних студија, Блаце

Кристина Цветковић

Висока школа струковних студија, Блаце

Сажетак: Ризични капитал представља новац која улажу богати појединци или институционални инвеститори у компаније у различитим фазама њиховог развоја у циљу остваривања што већег профита. Venture capital је дугорочна инвестиција која носи велики ризик али потенцијално велике приносе. Venture инвестиција обезбеђује средства за развој најиновативнијих и најуспешнијих предузећа. Али venture capital је више од новца. Активно ангажовање менаџера кроз чланство у бордовима је од кључног значаја за успех предузећа. У наредних три до осам или више година вентуре фирма ради са менаџерима предузећа и предузеће расте. Након периода интензивног развоја предузећа се продају. Venture фондови улажу средства у мала и средња предузећа са потенцијалом раста и развоја и као такви веома су пожељан извор финансирања посебно у земљама у развоју. У целом свету ризични капитал се показао као покретач развоја многих земаља.

¹ marina.jovovic@vpskp.edu.rs

Кључне речи: *ризици капитал, инвестиција, најуновативнија, предузећа, развој*

Abstract: *Venture capital represents the money who invest wealthy individuals or institutional investors in companies at different stages of their development in order to achieve the greatest possible profit. Venture capital is a long-term investment that carries a great risk or potential high yields. The venture industry provides the capital to development some of the most innovative and successful companies. But venture capital is more than money. Active engagement manager funds through membership in boards of is crucial for the success of the company. Over the next three to eight or so years, the venture firm works with the managers of company to grow the company. After a period intensive development of the company they are sold. Venture funds invest in small and medium-sized companies with potential for growth and development and as such are highly desirable source of funding especially in developing countries. In the world of risk capital proved to be the driving force behind the development of many countries.*

Key words: *risk capital, investment, innovative, companies, development*

1. УВОД

Термин *private equity* се односи на улагање новчаних средстава у капитал компанија које нису листиране на берзи или компанија које престају да буду листиране на берзи након улагања фонда. Са улагањем приватни инвестициони фондови добијају уделе у капиталу предузећа и постају партнери који заједно послују и заједно сnose ризик. Приватни инвестициони фондови су обично организовани као партнерства или друштва са ограниченом одговорношћу. Средства се углавном прикупљају од богатих појединаца, инвестиционих банака, пензионих фондова, осигуравајућих компанија и других институционалних инвеститора. Овако прикупљен капитал се даље инвестира у компаније са циљем да се увећа њихова вредност и на средњи рок продају удели. У том периоду у коме се инвестира у компанију настоји се да се изврши њено реструктурирање и експанзија кроз повећање прихода, оптимизацију трошкова и развој нових технологија. Заштита инвеститора не постоји, те ако пропадне компанија пропадају и удели инвеститора.

За разлику од класичних инвестиционих фондова приватни инвестициони фондови прикупљају слободна новчана средства ради улагања и добијања удела у власништву компанија. Они се не баве прометом хартија од вредности већ подижу перформансе компанија и припремају их, током низа година заједничког рада, за извођење на берзу. Стога је једна од основних разлика између ових фондова и

класичних инвестиционих фондова у диверсификацији портфолиа. Док је за инвестиционе фондове веома важна диверсификација портфолија и управљање хартијама од вредности уз што мањи ризик и већи профит, циљ приватних инвестиционих фондова је реструктурирање и побољшање перформанси предузећа из портфолија.

Приватни инвестициони фондови обично продају компаније након 5-7 година, највише 10 година, са циљем да остваре интерну стопу повраћаја од најмање 20-25% на годишњем нивоу. То у великој мери зависи и од тржишта на која излазе или такозване премије тржишног ризика који се очекује као додатни повраћај на капитал при изласку на брзорастућа тржишта.

Улагање у приватне инвестиционе фондове је високо ризично јер фондови улажу у ризичне компаније, те инвеститори могу да изгубе комплетна уложена средства. Из тог разлога само инвеститори који могу да поднесу такав губитак треба да улажу у приватне инвестиционе фондове. Обзиром да ови фондови улажу у ограничени број компанија, често и мали број индустрија, њихови портфељи нису у довољној мери диверзификовани те носе већи ризик. Улагања у хартије од вредности приватних компанија које нису листиране на берзи су дугорочна, те је ликвидност ограничена. Поред тога инвеститори у приватним инвестиционим фондовима су пасивни инвеститори и не могу да утичу на евентуално лоше пословање друштва за управљање. Од друштва за управљање у потпуности зависи пословање фонда. На крају, не постоји гаранција да ће инвеститори добити било какав профит а ни да ће повратити уложена средства.

2. ПРИВАТНИ ИНВЕСТИЦИОНИ ФОНДОВИ ПРЕДУЗЕТНОГ КАПИТАЛА – *VENTURE CAPITAL*

Приватни инвестициони фондови предузетног капитала су најчешћи и најважнији облик финансирања малих и средњих предузећа. Ови фондови улажу у нове фирме или у фирме које су у раној фази развоја, односно беби фази или *start-up* фази. *Venture capital* је ризични капитал са стратегијом инвестирања у младе компаније са високим потенцијалом раста. Углавном су затвореног карактера, фиксне су величине и улажу у високо ризичне компаније које имају потенцијал да остваре натпросечан профит.

Приватни инвестициони фондови предузетног капитала су организовани као партнерства са ограниченим веком трајања од 10 година. Најчешће коришћен модел улагања за ове фондове је англосаксонски модел фонда као партнерства са ограниченом одговорношћу (*limited*

partnership). По том моделу у фонд улажу инвеститори са ограниченом одговорношћу чије су обавезе према фонду ограничене на износ властитог улога. Воде их друштва за управљање и представљају опште партнере у фондовима, тј. менаџмент (Noir, 2009, стр. 84.).

Први фонд ризичног капитала основан је у САД 1946. године – *American Research and Development Corporation (ARD)*. Током свог постојања фонд је инвестирао у бројне компаније базиране на високој технологији. *ARD* је 1957. године инвестирао у *Digital Equipment Corporation* и вредност те инвестиције је 1971. године порасла 5 000 %. Током 70-тих и 80-тих година ризични капитал је доживео велики успех и многе данас велике компаније су настале и развиле се захваљујући ризичном капиталу (Auerswald, 2008, стр. 5).

У европским земљама ова врста фондова јавља се нешто касније. *Venture capital* се најпре појавио у Великој Британији и Ирској крајем 1970-те године. У континенталној Европи се појавио 80-тих година а у земљама Средње и Источне Европе 90-тих година (Gregoruiu, Kooli & Kraeussl, 2007, стр. 5).

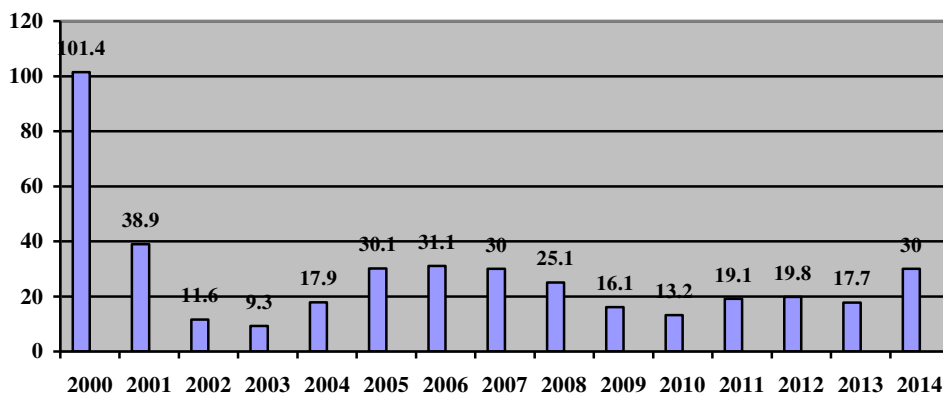
Већина инвестиционих фондова предузетног капитала улажу у компаније које се баве високим технологијама, али постоје и они који улажу у традиционалне привредне гране. Њихова методологија инвестирања започиње анализом потенцијалних кандидата за улагање. Анализирају се бизнис планови, историја фирме, финансијска ситуација, менаџмент, асортиман производа, маркетинг, конкурентност фирме, окружење, тржиште и испитује да ли фирма може да реализује високу профитну стопу и до 40%. На сваких 100 бизнис планова који конкуришу само 10 добије озбиљнији статус а коначно само један завршава са финансирањем од стране фондова *venture capital* (NVCA Yearbook 2015).

Драматичне су промене у нивоу прикупљања средстава фондова ризичног капитала када се упореди период пре и после финансијске кризе на глобалном нивоу. Дошло је до значајног пада у прикупљању средстава од 63,6 милијарди \$ прикупљеног капитала од стране 259 фондова 2007. године на 32,3 милијарде \$ 2011. године колико је прикупило 133 фондова. Значајан пад је изазван чињеницом да су институционални инвеститори почели масовно да зазиру од улагања у *venture capital* фондове. Број активних фондова ризичног капитала је драстично опао због неизвесне ситуације те су опстали само најспособнији. Институционални инвеститори у великој мери инвестирају само у најбољим и најугледнијим фондовима (Vermeulen & Diogo 2012, стр. 15.).

Предузетнички капитал у САД обезбеђује капитал за стварање неке од најиновативнијих и најуспешнијих фирми. Међутим предузетнички капитал је више од новца јер он обезбеђује активно ангажовање професионалаца што је кључно за успех компанија. То је концепт који обећава 10 до 20 одсто побољшања у раду компаније у односу на постојеће стање.

Током 2014. године у САД активности предузетног капитала и даље представљају изазов мада је њихов ниво далеко мањи него што је био 2000. године када је био на врхунцу. У 2014. години предузетнички капитал је повећан на 30,00 милијарди долара, односно за скоро 70% у односу на претходну годину. Од укупних инвестиција у 2014. години чак 54% су уложиле компаније са седиштем у Калифорнији а водећи сектор је софтвер који је примио 41% од укупних инвестиција (NVCA Yearbook 2015).

Графикон 1. Тотал venture capital у САД
(млрд. \$)



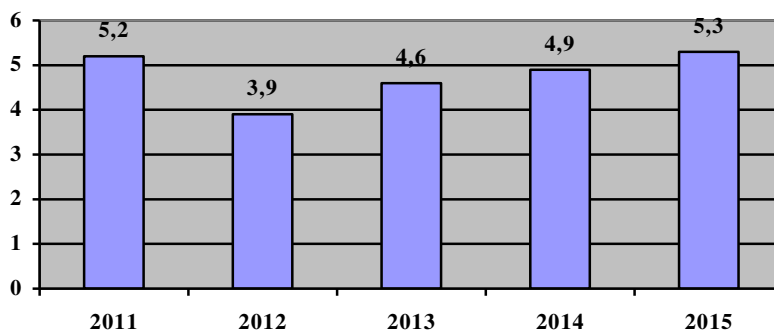
Извор: 2015 NVCA Yearbook

Смањење у броју фондова указује на укидање најслабијих фондова. Институционални инвеститори све више улажу у мање групе афирмисаних, квалитетних фондова. Тако је 80% капитала прикупило 11 реномираних фондова у првој половини 2012. У исто време долази до раста средње величине фонда. Средња величина фондова ризичног капитала у 2010. и 2011. години је била 121 милион \$ и 140 милиона \$, а у првој половини 2012 је износила 150 милиона \$ (Vermeulen & Diogo, стр. 18.). Оптимална величина фонда ризичног капитала је између 100 и 400 милиона долара. Фондови величине до 250 милиона долара су стабилнији и мање су погођени недавном финансијском кризом. Фондови величине преко 500 милиона долара

често се боре да одрже своје перформансе (Vermeulen & Diogo, 2012, стр. 20.).

У Европи предузетни капитал је у паду у прикупљању капитала због финансијске кризе која га је озбиљно угрозила али и због превише регулативе које су уследиле након кризе. Ипак током наредног периода показују се знаци опоравка, те се прикупљање капитала повећавало из године у годину. У 2015. години *venture capital* је повећан на 5,3 милијарди еура са 4,9 милијарди еура у 2014. години (EVCA 2015).

Графикон 2. Тотал *venture capital* у Европи
(млрд. еура)



Извор: EVCA 2015

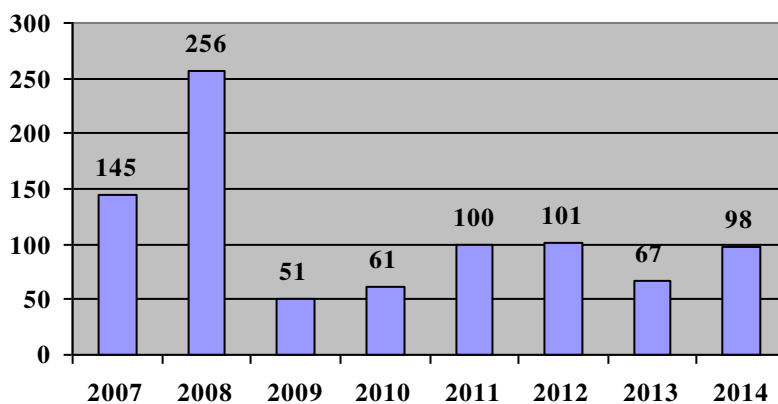
Фондови ризичног капитала у Европи све више зависе од државне подршке јер су после кризе владе постале највећи инвеститори. Према подацима *European Venture Capital Association* од 5,3 милијарде еура колики је прикупљени *venture capital* у Европи у 2011. чак 39,1% долази од владиних агенција. Влада је постала веома атрактиван партнер у *venture capital* индустрији чиме враћа поверење у индустрију ризичног капитала што је неопходно за стимулисање приватног сектора (Vermeulen & Diogo, стр. 25.).

У 2015. години 31% предузетног капитала долази из владиних агенција. Други важан извор финансирања су фондови фондова (23%), затим корпоративни инвеститори (14%) и породичне фирме и приватна лица (12%). Већи део капитала ових фондова је уложено у биолошке науке (34%), компјутере и електронику (20%) и сектор комуникација 19% (EVCA 2015).

У 2014. години преко 98 милиона еура предузетног капитала је уложено у 210 предузећа која се налазе у региону Централне и

Источне Европе. Укупна вредност *venture* инвестиција у Централној и Источној Европи порасла је за 38% у 2014. години у односу на претходну годину. Истовремено се и број компанија које су добиле *venture* капитал повећао са 154 на 210 (EVCA 2015).

Графикон 3. Тотал *venture capital* у Централној и Источној Европи (милиони еура)



Извор: EVCA 2015

Приватни инвестициони фондови су најпре узели учешће у приватизацији државних предузећа у многим бившим социјалистичким земљама. Следећу фазу карактерише улагање у развој малих и средњих предузећа, изградња нових компанија и развој предузетништва. Затим следи кредитна куповина фирми у последњој фази приватизације. Приватни инвестициони фондови су кроз улагања утицали на унапређење и развој појединих индустријских области, промену модела пословања, побољшање управљања и организовања, иновације, доношење стручности и стварања бенефиција за запослене и читаву локалну економију (Јововић, 2015, стр. 332).

Мађарска је остала водећа дестинација која генерише највећи износ инвестиција предузетног капитала у Централној и Источној Европи од 32 милиона еура и са 33% учешћа у укупном улагању у регион. Следи Пољска са 23% учешћа, односно 22 милиона еура. Ове две земље заједно чине више од половине укупних улагања *venture* капитала. Следе Литванија са 9,7 милиона еура и Чешка Република са 9 милиона еура вредности инвестиција *venture* капитала (EVCA 2015).

Највећа улагања *venture* капитала су била у предузећа која се баве комуникацијама, компјутерима и електроником као и робом широке

потрошње, што чини 55% укупних улагања у регион Централне и Источне Европе (EVCA 2015).

Venture capital припада групи алтернативних инвестиционих фондова. Настојање да се *venture capital* у САД укључи под *Investment Advisers Act* из 1940. није успело зато што они не користе дуг и зато што су релативно мали (Vermeulen & Diogo, 2012, стр. 6.). Сматра се да фондови ризичног капитала не угрожавају стабилност и континуитет финансијског система. Они имају мало или нимало дуга и ограничено користе левериџ. Фондови ризичног капитала улажу око 30 милијарди долара годишње у САД, што је исувише мали износ да би изазвао систематски ризик на финансијском тржишту (Vermeulen & Diogo, 2012, стр. 6.).

Правила АИФМД које је донела Европска Унија неће бити примењена код *venture* капитала уколико менаџери управљају портфолиом чија актива не прелази праг од 500 милиона еура и под условом да не користе левериџ и не дозвољавају откуп у првих пет година инвестирања. Већина улагања, 97% ће највероватније бити изузето из АИФМД јер имају мање од 500 милиона еура под управљањем и неће користити левериџ (Vermeulen & Diogo, 2012, стр. 7.).

У циљу регулисања рада предузетног капитала у Европи донет је правилник *Regulation on European Venture Capital Funds (REVCF)*. Према правилнику потенцијални инвеститори ће добијати редовне извештаје како би имали потребне информације о инвестиционој политици и стратегији, о могућем ризику, накнадама итд. Правилник о европским фондовима ризичног капитала омогућава менаџерима фондова ризичног капитала да добију европске пасоше уколико њихова имовина не прелази 500 милиона еура и уколико не користе левериџ и улажу најмање 70% капитала у мала и средња предузећа која се не лиситирају (Vermeulen & Diogo, 2012, стр. 8.). Предузетнички капитал је кључни фактор у стварању нових радних места и економског раста тако да ће примена строгих правила имати утицај на смањење ризичног капитала јер она озбиљно отежавају њихово функционисање.

3. УТИЦАЈ ФОНДОВА ПРЕДУЗЕТНОГ КАПИТАЛА НА ЕКОНОМСКИ РАЗВОЈ

Приватни инвестициони фондови утичу на економски развој земаља у којима послују. У развијеним земљама као што су Сједињене Америчке Државе, Велика Британија и Јапан *private equity* поспешују стварање нових фирми, нових радних места и утичу на повећање животног стандарда. У САД захваљујући овом економском моделу потпомогнуто

је оснивање 500 000 приватних компанија те су САД постале лидер у оснивању нових радних места. Док је 4 милиона људи остало без посла у великим компанијама, око 16 милиона нових радних места је створено у малим компанијама потпомогнутим приватним инвестиционим фондовима (Стефановић, 2009, стр. 20). Venture capital доноси просечно 11% нових радних места и око 21% БДП у САД (NVCA Yearbook 2015).

У Европи је 2005. године ризични капитал је донео 6,5 милиона нових радних места односно запошљавао више од 3% радно способног европског становништва. (EVCA 2015).

Истраживања показују да 0,1% БДП инвестирано у ризични капитал резултира са 0,4% раста БДП. У Великој Британији и Ирској утицај ризичног капитала на раст БДП у 2005. години је износио 1% (Gregorio, Kooli & Kraeussl, 2007, стр. 6).

Venture фондови подстичу развој појединих предузећа у која улажу, утичу на њихову ефикасност и профитабилност, што доприноси повећању бруто националног дохотка земље. Ови фондови покрећу низ процеса: инвестирање у нове технологије, нове производе и услуге, иновације, модернизацију, побољшање конкурентности. Менаџери фондова бирају за инвестирање компаније које су успешне и које са унапређењем корпоративног управљања могу да дају још боље резултате. Они су веома селективни у својим аквизицијама и траже предузећа која имају значајан потенцијал за стварање већих вредности. Имају тенденцију да се фокусирају на индустрију у оквиру својих стручности. Њихов менаџмент има јасан стратешки план и раде брзо како би повратили капитал што је пре могуће. Користе финансијску моћ да повећају повраћај на уложена средства и остваре позитивне приносе (Higson & Stucke, 2012, стр. 26.).

Ипак, више од половине предузећа у које су venture фондови инвестирали вратиће само почетну инвестицију. Само 20% од компанија које се финансирају постићи ће циљану стопу повраћаја од 25% до 30% (Zider, 1998. стр. 136.)

У циљу повећања вредности компанија они раде реструктурирање компанија, унапређују њену организациону структуру, анализирају тржиште и конкуренцију, дефинишу асортиман производа, контролишу квалитет и стандарде, помажу у изради финансијских планова, унапређују маркетинг, одређују будуће правце стратегијског развоја. Фондови утичу на улогу појединих менаџера на различитим нивоима у смислу јачања одговорности, стицања нових знања и примени нових

стандарда, прављењу финансијских и других планова, усвајању новог начина рада итд. Менаџери су награђени накнадама на приход које представљају проценат на прикупљена средства, који је у већим фондовима 1-1,5% а у мањим 2%. Друга награда за менаџере фонда је удео у добити фонда. Кад инвеститори постигну одређену унапред договорену стопу приноса, менаџери ће делити обично 20% вишка (Gilligan & Wright, 2008, стр. 13).

Успешно корпоративно управљање утиче на компанију да буде успешнија и ефикаснија, подиже њену репутацију, кредибилитет и конкурентност на тржишту. Менаџери приватних инвестиционих фондова настоје да са новим улагањима увећају перформансе и боље тржишно позиционирају компанију. Полазећи од става да је крајњи циљ улагања приватних инвестиционих фондова профит, веома је битан утицај корпоративног управљања на цене акција компаније. Наиме, квалитетно корпоративно управљање је награђено од стране тржишта вишим ценама акција што је и крајњи циљ менаџера приватних инвестиционих фондова.

Приватни инвестициони фондови у компанијама у које улажу врше трансформацију компанија од централизованог до децентрализованог начина организовања. Они врше реорганизацију компанија уводећи децентрализовану дивизиону организацију. Тако се унапређује организациона структура компаније и смањује се њена зависност од појединца. Плића организациона структура омогућава функционисање целина које су усаглашене са потребама тржишта. Временом ове компаније постају ефикасније и флексибилније у односу на захтеве тржишта.

Улагањем у компаније подижу се њихове перформансе, унапређује се квалитет производа и услуга кроз примену високих међународних стандарда и правила. Са применом међународних стандарда омогућава се компанијама да изађу на страна тржишта, олакшава се комуницирање са страним комитентима и врши се унифицирање пословних докумената. Савремено тржиште одликује се богатом понудом и тражњом домаћих и страних произвођача. У земљама у развоју функције тржишта су лимитиране и плански регулисане. Са процесом транзиције започети су процеси дерегулације тржишта, њихових отварања и укључивања у међународне токове.

Улога приватних инвестиционих фондова је посебно значајна у земљама у развоју и земљама у транзицији у којима не делују развијени тржишни механизми. Приватни инвестициони фондови на овим тржиштима успешно отклањају недостатке тржишта капитала јер

обезбеђују потребна финансијска средства, нарочито за мала и средња предузећа. Ови фондови су преко 70% својих улагања на брзорастућим тржиштима извршили у експанзију малих и средњих предузећа. Свеукупни предузетнички потенцијал делује не само на економски развој већ и на промену својинске структуре у смислу јачања приватног сектора.

Иако ови институционални инвеститори имају пре свега одређени интерес у финансијском повраћају средстава и профиту, они су на брзорастућим тржиштима мотивисани жељом да стимулишу предузетништво, економски развој, да утичу на смањење незапослености и сиромаштва. Из наведених разлога они се разликују од типичних приватних инвестиционих фондова на развијеним тржиштима.

Приватни инвестициони фондови у овим земљама кроз улагања остварују значајан утицај нарочито на развој малих и средњих предузећа у која чешће улажу него у велика предузећа. Они развијају ова предузећа уводећи нове технологије, нова знања, другачији начин управљања, омогућују излазак на страна тржишта. Модернизована, ефикасна и извозно оријентисана предузећа постају стабилни ослоњци целокупног развоја. Повећање нових радних места, смањење сиромаштва, престанак извоза сировина и развој индустријске производње доприносе целокупном економском развоју земље.

4. ЗАКЉУЧАК

Евидентно је да приватни инвестициони фондови утичу позитивно на економски развој предузећа а самим тим и земаља у којима послују. Улагање приватних инвестиционих фондова није само новчано улагање, већ много више од тога, то је професионално подизање перформанси предузећа. Менаџмент фондова утиче на технолошки развој, квалитет производа и услуга, организацију рада, ефикасност управљања, модернизацију, проширење тржишта, смањење трошкова на свим нивоима и побољшање конкурентности. Одређује се стратегијски развој компаније, уведе нове идеје, нови производи и савремена технологија.

Приватни инвестициони фондови предузетног капитала најчешће финансирају мала и средња предузећа. Мала и средња предузећа брже стварају нова радна места, брже уводе иновације и нове производе од великих предузећа. Ова предузећа запошљавају локално становништво а такође и набављају од локалних добављача што увећава позитиван ефекат. Мала и средња предузећа се често сусрећу са бројним проблемима када треба да обезбеде финансијска средства на класичан начин. Отежано одобравање кредита и високе камате банака често

усмеравају предузећа на друге изворе финансирања попут приватних инвестиционих фондова. Приватни инвестициони фондови су у могућности да амортизују недостатке тржишта капитала и да обезбеде неопходна средства за ова предузећа.

Venture инвестициони фондови су по својим циљевима окренути привреди тј. компанијама које раде профитабилне производе и услуге и које имају неискоришћене производне потенцијале. Они прикупљају и трансферишу слободна новчана средства из једног сектора у други те непосредно утичу на привредни развој земаља. Посебно утичу на развој земаља које су у процесу транзиције и изградње институционалних претпоставки за ефикасније пословање и укључивање у светске токове.

РЕФЕРЕНЦЕ

1. Auerswald, P. E. 2008. Financing entrepreneurship (Vol. 12). Cheltenham: Edward Elgar Pub.
2. Vermeulen, E. P., & Pereira Dias Nunes, D. 2012. The evolution and regulation of venture capital funds. Lex Research Topics in Corporate Law & Economics. (2012-1).
3. Gregoriou, G. N., Kooli, M., & Kraeussl, R. 2011. Venture capital in Europe. Oxford: Butterworth-Heinemann.
4. Gilligan, J., & Wright, M. 2010. Private Equity Demystified: An Explanatory Guid. London: ICAEW Corporate Finance Faculty.
5. Zider, B. 1998. How venture capital works. Harvard business review. 76(6), pp. 131-139.
6. Јововић, М., 2015. Инвестициони фондови у земљама у транзицији. Благац: Висока пословна школа струковних студија.
7. Nour, D., 2009. The Entrepreneur's Guide to Raising Capital. Santa Barbara: ABC-CLIO.
8. Stefanović, N., 2009. Privatni investicioni fondovi, Beograd: Institut ekonomskih anuka i Beogradska bankarska akademija.
9. Higson, C., Stucke, R., 2012. The performance of private equity. [online] Available at: <http://papers.ssrn.com/sol3/Papers.cfm?abstract_id=2009067> [Accessed 22 May 2016].
10. National Venture Capital Association, 2015. Yearbook 2015 [pdf] National Venture Capital Association. Available at: <<http://mthightech.org/wp-content/uploads/2015/11/NVCA-Yearbook-2015.pdf>> [Accessed 15 May 2016].
11. EVCA Central and Eastern Europe Task Force, 2015. Central and Eastern Europe Statistics 2014 [pdf] EVCA Central and Eastern Europe Task Force. Available at: <

<http://www.investeurope.eu/media/403969/EVCA-CEE-Statistics-2014.pdf> > [Accessed 15 May 2016].

Рад је примљен: 31.05.2016.

Рад је враћен на корекцију: 16.06.2016.

Прихваћен за објављивање: 18.06.2016.

Received: 31 May 2016

Corrections suggested: 16. June 2016

Accepted: 18 June 2016

