



**CEPOR**

Centar za politiku  
razvoja malih  
i srednjih poduzeća  
i poduzetništva

Petra Mezulić Juric | Mirela Alpeza

**Rast malih i srednjih  
poduzeća kroz akvizicije**

**SPAVANJE  
S JEDNIM  
OKOM  
OTVORENIM**







Rast malih i srednjih  
poduzeća kroz akvizicije

**SPAVANJE  
S JEDNIM  
OKOM  
OTVORENIM**

---







## **Autorice:**

**dr.sc. Petra Mezulić Juric**

Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište J.J. Strossmayera u Osijeku

**prof.dr.sc. Mirela Alpeza**

Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište J.J. Strossmayera u Osijeku / CEPOR

– Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva

## **Recenzentice:**

**prof.dr.sc. Sanja Pfeifer**

Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište J.J. Strossmayera u Osijeku

**prof.dr.sc. Ivona Vrdoljak Raguž**

Odjel za ekonomiju i poslovnu ekonomiju, Sveučilište u Dubrovniku

**prof.dr.sc. Vlatka Škokić**

Ekonomski fakultet, Sveučilište u Splitu

## **Izdavanje knjige su podržale:**

Akademija za poduzetništvo  
Europskog fonda za jugoistočnu  
Europu – EFSE DF i



Entrepreneurship Academy  
powered by EFSE

Data – Link Unija Consulting

DATA.LINK

unija®

SMART  
ACCOUNTING

Dijelovi teksta smiju se reproducirati bez odobrenja autora,  
ali bez izmjena i uz podatak o izvoru.

## **Izdavač:**

CEPOR – Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva  
Trg J.F. Kennedy-a 7, Zagreb

[www.cepor.hr](http://www.cepor.hr)

**Dizajn, priprema i tisak:** ACT Printlab doo

**Naklada:** 200 primjeraka

---

CIP zapis je dostupan u računalnom katalogu  
Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu pod brojem 001150317

**ISBN** 975-953-7520-16-8

Zagreb, listopad 2022.



# SADRŽAJ

<b>PREDGOVOR</b> .....	6
<b>1. ZAŠTO JE AKVIZICIJSKI RAST MALIH I SREDNIJH PODUZEĆA VAŽNA TEMA?</b> .....	10
<b>2. O METODOLOGIJI ISTRAŽIVANJA AKVIZICIJSKOG RASTA ...</b> .....	14
<b>3. ZAŠTO PODUZEĆA (NE) RASTU?</b> .....	17
3.1. Zašto je važno razumjeti rast poduzeća? .....	18
3.2. Kako mjeriti rast? .....	20
3.3. Faktori utjecaja na rast poduzeća .....	21
3.4. Zašto neka poduzeća ne rastu? .....	26
3.5. Kako poduzeća rastu? .....	28
<b>4. RAST KROZ AKVIZICIJE</b> .....	30
4.1. Što su akvizicije? .....	31
4.2. Motivi za provođenje akvizicije .....	33
4.3. Teorije o spajanjima i akvizicijama .....	35
4.3.1. Teorije stvaranja (povećanja) vrijednosti .....	36
4.3.2. Teorije uništavanja (smanjenja) vrijednosti .....	37
4.4. Primjenjivost teorija o spajanjima i akvizicijama na mala i srednja poduzeća .....	39
4.5. Proces spajanja i akvizicija i uloga savjetnika .....	41
4.6. Mjerenje efekata akvizicija .....	45
4.7. Efekti akvizicija u malim i srednjim poduzećima .....	46
<b>5. ANALIZA PRIMJERA AKVIZICIJSKOG RASTA MALIH I SREDNIJH PODUZEĆA U HRVATSKOJ</b> .....	48
5.1. Kratki opisi analiziranih slučajeva akvizicija .....	51
5.2. Motivacija poduzetnika za akviziciju .....	55
5.3. Motivacija za prodaju poduzeća .....	59
5.4. Izazovi akvizicijskog procesa .....	61
5.4.1. Upravljanje ljudskim potencijalima u procesu preuzimanja poduzeća .....	61
5.4.2. Procjena vrijednosti poduzeća, uloga savjetnika i financiranje akvizicije .....	66
5.5. Uključenost poduzetnika u proces i prethodno akvizicijsko iskustvo .....	74
5.6. Efekti i (ne)isplativost akvizicija .....	77
<b>6. PODUZETNIČKI EKOSUSTAV U HRVATSKOJ</b> .....	86
6.1. Što je poduzetnički ekosustav? .....	87
6.2. Karakteristike uspješnih poduzetničkih ekosustava .....	88
6.3. Ekosustav za prijenos poslovanja malih i srednjih poduzeća .....	90
6.4. Okruženje za akvizicijski rast u Republici Hrvatskoj .....	91
<b>7. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA</b> .....	95
<b>EXECUTIVE SUMMARY</b> .....	98

# PREDGOVOR

## Pogled na tržište kupoprodaje SME društava u Republici Hrvatskoj - iz ugla savjetnika

Situacija na tržištu kupoprodaje malih i srednjih društava (SME) u Republici Hrvatskoj nikad nije bila dinamičnija i uzbudljivija nego što je trenutno. Iako je riječ o globalnim trendovima koji su konačno došli i u naš dio svijeta, puno toga novost je na našem tržištu. Gotovo da nema tjedna u kojem nije u poslovnim medijima objavljena vijest o prodaji ili preuzimanju društva, najčešće od strane investicijskih fondova ili inozemnih strateških investitora. Štoviše, svake godine sve je više primjera uspješnih akvizicija koje su provele hrvatske tvrtke sa ciljem širenja poslovanja, ne samo u granicama naše regije, već i dalje od toga. Smatramo kako su navedenom prije svega doprinijela dva ključna faktora:

- pozitivni ekonomski trendovi, te
- sazrijevanje tržišta kupoprodaje poslovnih subjekata (M&A).

Konstantan gospodarski rast te potpuna ekonomska i politička integracija Republike Hrvatske u EU zajednicu doprinijeli su s jedne strane značajnom interesu stranih ulagatelja koji kroz akvizicije ili direktna ulaganja ulaze na lokalno tržište, dok su s druge strane omogućili hrvatskim društvima lakši i brži pristup velikom EU tržištu. Pozitivno ekonomsko okruženje potaknulo je ulaganja ne samo u turizam i nekretnine, naše već tradicionalne sektore, nego i u industrije poput IT-a, transporta, medicine, maloprodaje, poljoprivrede, visokotehnološke proizvodnje i slično. Sve je više strateških ulagatelja, posebice iz država srednje i istočne Europe, koji umjesto otvaranja podružnice u Hrvatskoj žele preuzeti domaća društva i time steći tržišni udio, zaposlenike te lokalno iskustvo i znanje.

Višegodišnje razdoblje monetarne ekspanzije dovelo je do viška likvidnosti te izuzetno niskih kamatnih stopa pa se dobar dio novca prelio iz financijskog sektora u realni. Na tržištu trenutno postoji obilje mogućnosti za financiranje kupnje društava od strane fizičkih ili pravnih osoba uz mogućnost dobivanja jamstava za kupnju poslovnih udjela od strane HAMAG-BICRO-a, što je definitivno značajna novost na tržištu. Samo do prije nekoliko godina bilo je gotovo nemoguće dobiti kredit za financiranje M&A projekata, dok je danas to uobičajeni financijski proizvod kojeg nude sve veće poslovne banke. Uz to brojna društva u Hrvatskoj sve više koriste mogućnosti financiranja razvoja ili nabavke dugotrajne imovine putem strukturnih fondova EU pa samim time veći dio zadržane dobiti mogu iskoristiti za kupoprodajne aktivnosti.

Kao i za svako tržište, osim ekonomskih preduvjeta, važni su i akteri istog koji tvore ponudu i potražnju. I na tom području primjetne su značajne



promjene na bolje te je očigledno da, polako ali sigurno, tržište kupoprodaje SME društava u Hrvatskoj konvergira standardima koji postoje u razvijenim zapadnim ekonomijama. Svakako je puno veći broj poslovnih subjekata koji djeluju na našem M&A tržištu počevši od strane ponude koju čine brojni investicijski fondovi (PE i VC fondovi), inozemni strateški ulagatelji, te vodeća hrvatska društva. Svi oni su u potrazi za perspektivnim društvima koja će im omogućiti ostvarenje njihovih ciljeva kroz rast prihoda ili profitabilnosti. Zanimljivo je promatrati kako istom društvu spomenuti ulagatelji pristupaju na potpuno različiti način iako je riječ o istom procesu. Tako možemo u praksi vidjeti kompleksne kupoprodajne ponude investicijskih fondova koje su u pravilu u donjem spektru vrijednosti, ali s velikim potencijalom u budućnosti kod potencijalnog izlaza, ili jednostavne „cash-and-carry“ ponude strateških investitora kojima su tržišni udio i brzina realizacije transakcije primarni fokus te su shodno tome spremni dati ponude u gornjem spektru vrijednosti. Kako je na kraju dana hrvatska ekonomija ipak jako mala unutar EU (samo primjera radi, grad Beč ima 50% veći BDP od cijele hrvatske ekonomije) na konkretnim primjerima mogli smo vidjeti kako sve veća konkurencija na strani ponude dovodi do rasta kupoprodajnih cijena koje se više ne mogu pravdati sinergijskim učincima ili potencijalom rasta prihoda. Očigledno se iz financijskog sektora, osim novca, u realni sektor preselila i „greater fool“ teorija.

Što se tiče ponude na tržištu kupoprodaje SME društava u Hrvatskoj možemo reći da je do značajnih pomaka došlo prije svega u kvaliteti, a manje u kvantiteti. U razgovoru s poduzetnicima, vlasnicima i menadžmentom, jasno je vidljivo da tržište ulazi u svoju zrelu fazu i kako se desetljeća nakupljenih iskustava pretvaraju u standarde i utemeljena pravila ponašanja. Poduzetnicima u Hrvatskoj proces kupnje i prodaje društava više nije nepoznanica već uobičajeni oblik širenja ili izlaska iz poslovanja. Rezimirajući iskustva s terena možemo zaključiti kako današnje poduzetnike karakterizira sljedeće:

- Na M&A projekte gledaju kao i na svaku drugu investiciju koja nosi svoje rizike i prinose te puno ozbiljnije pristupaju tim procesima nastojeći izvući maksimalan interes ne samo za sebe, već i za zaposlenike i društvo;
- Znatno je veća financijska pismenost i više se nitko ne čudi da li je EBITDA naziv jela ili neko egzotično voće. Dapače, sve je više poduzetnika koji su svjesni ključnih financijskih parametara koje čine vrijednost njihovih društava, te se fokus sa prihoda sve više pomiče prema profitabilnosti. U sljedećoj fazi razvoja tržišta očekujemo pomak fokusa prema poziciji novca kao najvažnijem financijskom pokazatelju za mjerenje isplativosti investicija;
- Sve je manja osobna i emotivna povezanost poduzetnika sa svojim društvima i polako sazrijeva logika kako je to na kraju dana ipak samo posao. U tom kontekstu sve je manje onih koji se kod prodaje društava osjećaju kao da prodaju člana obitelji. Ujedno sve je više prihvatljivo da financijski ili strateški suvlasnik ima većinski vlasnički udio i da je za dugoročni razvoj društva dobro imati vanjske partnere;
- Sve je više „serijskih“ poduzetnika koji su u svom životnom ciklusu osnovali, razvili i prodali nekoliko društava i to čak u različitim industrijama (najčešće

zbog klauzula o zabrani konkurencije iz kupoprodajnih ugovora). Oni su ujedno i najčešći investitori u start-up projekte te savjetnici drugim poduzetnicima kod M&A projekta;

- Sve je veća svijest kako su uredne poslovne knjige, porezna optimizacija umjesto porezne evazije, poslovanje u skladu s pravilima struke, dugoročni poslovni odnosi s kupcima i dobavljačima, te jasno distanciranje između privatne i poslovne imovine preduvjeti za razgovor s ozbiljnim investitorima;
- Također sve je više poduzetnika svjesno kako je potrebno prijeći iz deklarativne tvrdnje da su zaposlenici najvažnija imovina društva u konkretne aktivnosti koje će osigurati njihov dugoročni angažman. Shodno tome postala je praksa uključivati ključne zaposlenike u vlasničku strukturu te ih time vezati uz financijsku sudbinu društva. Mnogi poduzetnici shvatili su kako je ovo puno jeftiniji model od povećanja troškova plaća, uz naravno obvezu većinskog vlasnika da u konačnici osigura prodaju društva u nekom trenutku;
- Značajni poremećaji na našem tržištu koji su se dogodili uslijed vanjskih utjecaja (financijska kriza, Covid pandemija, energetska kriza, brojni ratovi u svijetu) osvijestili su poduzetnike kako se stvari u poslovanju mogu naglo promijeniti preko noći i kako je rizik izuzetno važna komponenta u planiranju budućnosti. Mnogi od njih su i na vlastitoj koži osjetili cijenu oportunitetnog troška izgubljene prilike i sada su svjesni zašto je „vrabac u ruci bolji od goluba na grani“ (da parafraziramo staru poslovicu). To je mnoge od njih ponukalo da *a priori* ne odbijaju ponude za prodaju svojih društava koje dobivaju već da se svakoj posvete s jednakom ozbiljnošću.

Bez obzira na sve glasnjiju najavu ekonomske krize koja bi trebala izvršiti korekciju po nama neopravdanog rasta cijene energenata, mislimo da se aktivnosti na hrvatskom M&A tržištu neće značajnije usporavati. Prema trenutno dostupnim podacima i dalje postoji očigledni nesklad između ponude i potražnje gdje velika količina raspoloživog novca traži investicijske prilike na relativno malom tržištu. No, ono što očekujemo je „pametnije“ investiranje odnosno podizanje ljestvice kad su u pitanju kriteriji koje društvo mora zadovoljiti da bi bilo eventualnom metom za preuzimanje. Kod investitora već primjećujemo sve veći naglasak na održivost poslovnog modela te na kvalitetu i predanost ključnih zaposlenika u realizaciji dugoročne vizije društva. Vjerujemo kako u budućnosti EBITDA multiplikator i visina udjela neće više biti jedine stvari oko koje kupac i prodavatelj pregovaraju.

Također, smatramo kako će u narednom razdoblju biti izuzetno zanimljivo promatrati promjene koje će se događati unutar sektora koji su pod povećanim interesom od strane investicijskih fondova. Naime, dok je prva generacija investicijskih fondova svaštarila bez jasnih investicijskih ciljeva, a druga generacija bila fokusirana na privatizaciju i restrukturiranje poslovanja društava u poteškoćama, treća generacija investicijskih fondova koja trenutno posluje na tržištu po prvi puta provodi strategiju okrupnjavanja pojedinih industrija s fokusom na povećanje profitabilnosti i produktivnosti. Kako većina tih investicijskih fondova ima regionalne mandate te je dijelom financirana od strane EU institucija, osim novca oni će sa sobom donijeti i implementirati dobre prakse poslovanja u vidu ESG standarda, nulte tolerancije prema korupciji i sivoj ekonomiji, te poštivanje svih etičkih kodeksa primjenjivih za dotičnu industriju. Uz to će društva koja će nastati spomenutim okrupnjivanjem dobiti profesionalni menadžment te iznimna sredstva za razvoj poslovanja i za ulaganje u imovinu i zaposlenike. To će sigurno izazvati tektonske promjene na tim tržištima te će se društva koja neće biti dio tog procesa morati prilagoditi novonastalim stanjem na tržištu. Kad se tome pridodaju izazovi koje nose sa sobom uvođenje eura, ulazak Hrvatske u Schengenski prostor, potpuna liberalizacija tržišta rada i nekretnina, inflatorni pritisci te energetska kriza, svakako nam slijedi jedno vrlo uzbudljivo razdoblje, kako kupcima, tako i prodavateljima na tržištu kupoprodaje malih i srednjih društava u Republici Hrvatskoj.

## Dušan Banović

Direktor i voditelj poslovnog savjetovanja  
Data-Link Unija Consulting d.o.o.

DATA.LINK | unija® | SMART ACCOUNTING





**1**

# **ZAŠTO JE AKVIZICIJSKI RAST MALIH I SREDNJIH PODUZEĆA VAŽNA TEMA?**

U posljednjih 10 godina CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća istražuje problematiku s kojom se suočavaju poduzetnici u fazi izlaska iz poduzetničkog pothvata (engl. *entrepreneurial exit*). Uz pokretanje i rast, izlazak iz poslovanja predstavlja jednu od kritičnih faza u razvoju svakog biznisa. Tema *exita* posebno je važna za Hrvatsku i druge zemlje srednjoistočne Europe koje bilježe procvat poduzetništva krajem 1980-ih / početkom 1990-ih godina, nakon prelaska na tržišnu ekonomiju. Nakon 30-ak godina rasta i razvoja tvrtki, poduzetnici koji su pokrenuli pothvate 1990-ih približavaju se umirovljenju i postavlja se pitanje o prijenosu vlasničke i upravljačke uloge u poduzećima u njihovom vlasništvu.

U 2015. godini CEPOR je proveo istraživanje *Business Transfer Barometar Hrvatska* koje je u svom fokusu imalo istražiti razmišljanja poduzetnika s 55 i više godina starosti o budućnosti poduzeća nakon njihovog umirovljenja. Istraživanje je pokazalo da čak trećina poduzetnika podcjenjuje složenost i trajanje procesa prijenosa poslovanja, te da dvije trećine poduzetnika očekuje da će poduzeće nastaviti voditi obiteljski nasljednici.

Iste godine CEPOR je postao član *Europskog udruženja za prijenos poslovanja malih i srednjih poduzeća* (TRANSEO) koje okuplja organizacije iz 20-ak europskih zemalja koje pružaju podršku poduzetnicima u procesu prijenosa poslovanja. Uvid u rezultate istraživanja na temu prijenosa poslovanja u zapadnoeuropskim zemljama i razmjena informacija sa stručnjacima koji pružaju podršku u tom procesu, ukazuju da se obiteljska tranzicija događa u nešto više od 30% slučajeva, što je značajno manji udio nego što to poduzetnici u Hrvatskoj očekuju. S obzirom da zapadnoeuropske zemlje imaju puno dužu tradiciju poduzetništva i privatnog vlasništva, a samim time i iskustva s prijenosom poslovanja, za očekivati je da će se i u Hrvatskoj uspješan prijenos na članove obitelji događati tek u trećini slučajeva, te da će više od 40% poduzeća nakon umirovljenja vlasnika biti na prodaju (Slika 1).

**Slika 1: Udio pojedinih izlaznih strategija nakon umirovljenja poduzetnika, prema iskustvu zapadnoeuropskih zemalja**



Izvor: Evaluation of the implementation of 2006 Commission Communication on Business Transfers (2013). Centre for Strategy & Evaluation Services, UK.

Paralelno s aktivnostima jačanja svijesti poduzetnika pred umirovljenjem o važnosti planiranja izlazne strategije iz poslovanja (kroz radionice, publikacije i konferencije), CEPOR od 2018. godine, uz podršku *Akademije za poduzetništvo Europskog fonda za jugoistočnu Europu* (EFSE DF), provodi aktivnosti čiji je cilj informirati poduzetnike o *preuzimanju uhodanog biznisa kao načinu ulaska u poduzetništvo ili rasta poslovanja*.

Svijest poduzetnika u Hrvatskoj o mogućnostima rasta kroz preuzimanje poslovanja drugog poduzeća prilično je nerazvijena. Malo je izvora informacija o mogućnostima preuzimanja uhodanog poduzeća, primjerice poduzetnika koji su pred umirovljenjem, i za osobe koje tek žele postati poduzetnici. Većina edukativnih programa o poduzetništvu govori o započinjanju poduzetničkog pothvata ispočetka kao, gotovo jedinom načinu ulaska u poduzetništvo, te o organskom rastu kao jedinom načinu rasta poduzeća.

U 2018. godini CEPOR pokreće edukativni program pod nazivom *Klub kupaca malih i srednjih poduzeća* čiji je cilj educirati poduzetnike o mogućnostima rasta kroz akvizicije, omogućiti razmjenu informacija među poduzetnicima na temu akvizicija, te predstaviti poduzetnicima poslovne savjetnike koji pružaju podršku poduzetnicima tijekom akvizicijskog procesa. Program je razvijen po uzoru na vrlo uspješan belgijski edukativni program *Buyers' Club* koji provodi *Sowaccess – Agencija za mala i srednja poduzeća* iz belgijske pokrajine Valonije, sa sjedištem u Liege-u. Na CEPOR-ovim radionicama na temu akvizicija u tijekom 2018. i 2019. godine sudjelovalo više od 40 poduzetnika, a teme koje je pokrivaio edukativni program bile su:

- Razlika između organskog rasta i rasta kroz akviziciju
- Transakcijski proces
- Procjena vrijednosti malog i srednjeg poduzeća
- Due diligence / dubinsko snimanje poduzeća
- Kako financirati akviziciju
- Što napraviti u prvih 6 mjeseci nakon akvizicije.

Predavači u programu bili su poslovni savjetnici za akvizicije, te poduzetnici s vlastitim iskustvom kupovine drugih poduzeća.

Istraživanje provedeno među sudionicima edukativnog programa *Klub kupaca malih i srednjih poduzeća* ukazalo je da je 40% poduzetnika - sudionika edukacije već imalo iskustva s akvizicijama. Kroz vlastito iskustvo poduzetnici su prepoznali neke od izazova akvizicijskih procesa, te potrebu da se detaljnije upute u ovu temu kako bi bolje iskoristili priliku koju pruža akvizicija i minimizirali rizike.

S obzirom na iskustvo predavača i polaznika programa *Kluba kupaca malih i srednjih poduzeća* s akvizicijama i otvorenost za dijeljenje znanja, ova grupa poduzetnika poslužila je kao primarni „bazen“ za uzorkovanje poduzeća koja su sudjelovala u empirijskom istraživanju koje je tijekom 2019. godine provela Petra Mezulić Juric u svrhu izrade doktorske disertacije<sup>1</sup> pod nazivom „*Rast malih i srednjih poduzeća kroz akvizicije*“. Odluka o provedbi istraživanja na temu akvizicijskog rasta rezultat je uočene potrebe za dubljim razumijevanjem akvizicijskih procesa u kontekstu malih i



srednjih poduzeća, budući da je većina spoznaja o akvizicijskom rastu nastala temeljem istraživanja provedenih među velikim poduzećima. S obzirom na veliki, nedovoljno iskorišteni potencijal akvizicijskog rasta među malim i srednjim poduzećima i rastuću ponudu poduzeća za preuzimanje poduzetnika pred umirovljenjem koji su 1990-ih godina pokrenuli svoje biznise u Hrvatskoj, važno je ukazati na prilike, ali i izazove s kojima se poduzetnici susreću tijekom akvizicijskog rasta kako bi povećala razina informiranosti, pripremljenosti, a onda i uspješnosti ovih procesa.

Želja autorica ove knjige je učiniti dostupnima široj poslovnoj i znanstvenoj zajednici rezultate provedenog istraživanja u sklopu doktorske disertacije Petre Mezulić Juric, obogaćene spoznajama proizašlim iz dugogodišnjeg praćenja ove teme kroz sudjelovanje na brojnim konferencijama na temu prijenosa poslovanja i akvizicija u Europi, sudjelovanjem u radu *Europskog udruženja za prijenos poslovanja malih i srednjih poduzeća – TRANSEO* i aktivnostima CEPOR-ovog *Kluba kupaca malih i srednjih poduzeća*.

Osim poslovnoj i znanstvenoj zajednici, autorice ovom knjigom žele približiti problematiku akvizicijskog rasta svojim studentima kolegija *Transfer poslovanja u malim i srednjim poduzećima* na *Ekonomskom fakultetu u Osijeku*. Teme vezane uz prijenos poslovanja malih i srednjih poduzeća kroz ovaj kolegij uvrštene u sadržaj diplomskog studija *Poduzetnički menadžment i poduzetništvo* od 2016. godine. U svrhu razvoja sadržaja kolegija autorice su boravile u studijskim posjetima putem Erasmus programa EU u nekoliko institucija u Europi koje imaju razvijene edukativne programe iz područja prijenosa poslovanja: *Utrecht University of Applied Sciences* iz Nizozemske, *Seinajoki University of Applied Sciences* iz Finske, te *Reempresa – One Stop Shop for Business Transfer in Catalunya* iz Španjolske.

„Spavanje s jednim okom otvorenim“ metafora je koju je, tijekom istraživanja, upotrijebio Petar Šimić iz poduzeća Primacošped, ujedno i jedan od intervjuiranih poduzetnika kako bi opisao način na koji poduzetnici percipiraju prilike u okruženju za preuzimanje drugih poduzeća:

**„Sigurno ne možemo reći: moramo ići u akviziciju pošto-poto. Mala i srednja poduzeća si to ne mogu dopustiti jer nemaju za to niti financijske resurse, niti ljudske ... da se stalno netko s tim<sup>2</sup> bavi, tako da sam ja to nazvao spavanje s jednim okom otvorenim. I mi smo bili u toj fazi. Znali smo da želimo rasti i znali smo u kojim segmentima želimo rasti.“**

Sadržaj knjige obiluje svjedočanstvima poduzetnika i rezultatima prethodnih istraživanja na globalnoj razini vezanih uz akvizicijskih rast, te u zaključnom dijelu identificira zaključke i preporuke čiji je cilj pomoći poduzetnicima u sagledavanju izazova i prilika koje može osigurati rast kroz akvizicije.

# 2

## O METODOLOGIJI ISTRAŽIVANJA AKVIZICIJSKOG RASTA ...

Malo toga je poznato o akvizicijskim aktivnostima malih i srednjih poduzeća, čak i na svjetskoj razini. Većina istraživanja koja istražuju akvizicije provedena su na uzorku velikih poduzeća i pitanje je u kojoj mjeri su spoznaje proizašle iz takvih istraživanja primjenjive i na sektor malih i srednjih poduzeća.

U ovoj knjizi bit će prikazani najvažniji rezultati istraživanja akvizicijskog rasta u svijetu, a njihova primjenjivost preispitat će se usporedbom s rezultatima istraživanja koje je provedeno u sklopu empirijskog istraživanja u doktorskoj disertaciji Petre Mezulić Juric, među 8 poduzetnika – vlasnika malih i srednjih poduzeća iz Hrvatske koji su u razdoblju od 2012.-2018. proveli akviziciju drugog poduzeća.

Podaci o akvizicijskim aktivnostima ovih 8 poduzeća prikupljeni su provedbom *kvalitativnog istraživanja*, budući da ono omogućuje razumijevanje kompleksnosti akvizicija te utjecaja okruženja na akvizicijske procese. Glavna istraživačka pitanja bila su: *zašto su se poduzetnici odlučili na akviziciju kao način rasta, te na koje su izazove naišli tijekom akvizicijskog procesa.*

U Hrvatskoj kao i u velikom broju drugih zemalja ne postoji statističko praćenje akvizicija malih i srednjih poduzeća. Akvizicije malih i srednjih poduzeća teško je identificirati. Takva poduzeća ne kotiraju na burzi pa samim time nemaju obvezu izvještavanja o provedenoj akviziciji. Također, akvizicije malih poduzeća najčešće prolaze „ispod radara“ jer nerijetko vlasnici izravno dogovaraju uvjete transakcije bez posredovanja savjetnika.

Sve navedeno ukazuje kako je nemoguće odrediti točan broj i učestalost akvizicija među malim i srednjim poduzećima. Zbog toga je potrebno dublje razumijevanje samih akvizicijskih procesa među malim i srednjim poduzećima koje je najprikladnije istražiti kroz kvalitativni pristup.

S obzirom da su akvizicije u sektoru malih i srednjih poduzeća, a naročito u Hrvatskoj, slabo zastupljene, ovo istraživanje provedeno je na uzorku tzv. *višestrukih kritičnih slučajeva* koji opisuju različite situacije i na taj način omogućuju uvid u više perspektiva ovog fenomena.

Podaci o analiziranih 8 slučajeva prikupljeni su kroz *primarno i sekundarno istraživanje*. Tijekom lipnja i srpnja 2019. godine s poduzetnicima su provedeni polu-strukturirani intervjui, svaki u trajanju od minimalno 120 minuta. Sekundarni izvori odnose se na medijske i digitalne zapise, te financijske izvještaje koji su sistematično dokumentirani uz svaki slučaj.

*Pouzdanost istraživanja* osigurana je utvrđivanjem *protokola*<sup>3</sup> za provedbu studije slučajeva koji opisuje procedure koje su provedene u terenskom dijelu istraživanja za svaki pojedini slučaj. Intervjui su snimani uz pristanak intervjuiranih poduzetnika, te preneseni u *transkripte intervjua* koji su potom spojeni s prikupljenim podacima iz sekundarnih izvora. Informacije su sistematično posložene kako bi se osiguralo praćenje i održavanje *lanca dokaza*. Za potrebe upravljanja kvalitativnim podacima i za njihovu analizu korišten je softverski program NVivo.



Proces analize započeo je analiziranjem svakog pojedinog slučaja zasebno. Nakon toga napravljena je usporedba slučajeva u potrazi za sličnostima i razlikama među slučajevima, te u odnosu na rezultate dosadašnjih istraživanja na temu akvizicijskog rasta.

Radi lakšeg razumijevanja analize slučajeva provedenih akvizicija, u 5. poglavlju koje nosi naslov *Analiza primjera akvizicijskog rasta malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj*, prikazan je kratak opis svakog od poduzeća čije akvizicijske aktivnosti su predstavljene u ovoj knjizi.

# 3

## ZAŠTO PODUZEĆA (NE) RASTU?

Zašto je važno razumjeti rast poduzeća?

Kako mjeriti rast?

Faktori utjecaja na rast poduzeća

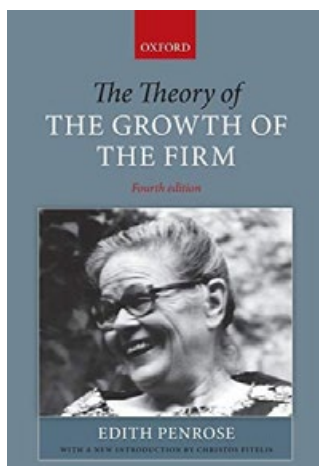
Zašto neka poduzeća ne rastu?

Kako poduzeća rastu?

***„Rast poduzeća više je izuzetak, nego pravilo.“***

McKelvie i Wiklund (2013)

## 3.1. Zašto je važno razumjeti rast poduzeća?



**Slika 2: Edith Penrose, američko-britanska znanstvenica, autorica knjige Teorija rasta poduzeća iz 1959. godine**

Izvor: Amazon.com

Davne 1959. godine američka znanstvenica britanskog porijekla Edith Penrose objavila je knjigu *The Theory of the Growth of the Firm* koja se i danas smatra klasikom u literaturi o menadžmentu. Od tada do danas provedena su brojna istraživanja o rastu poduzeća, ali i dalje ne postoji model koji obuhvaća sve parametre na temelju kojih je moguće predvidjeti koje poduzeće će rasti, a koje neće.

Pitanje rasta nije važno samo za vlasnike poduzeća, ono je izrazito značajno pitanje i za kreatore politika. Rastuća poduzeća osiguravaju nova radna mjesta, doprinose produktivnosti i inovativnosti te sudjeluju u razvoju cjelokupnog gospodarstva neke zemlje.

U posljednjih nekoliko desetljeća raste interes za istraživanje rasta malih i srednjih poduzeća s obzirom na njihov značajan udio i utjecaj u nacionalnim gospodarstvima diljem svijeta. U Hrvatskoj, kao i drugim zemljama Europske unije, mala i srednja poduzeća imaju daleko najveći udio, veći od 95%. Broj velikih poduzeća u Hrvatskoj raste iz godine u godinu, ali i dalje ih ima manje od 400, za razliku od malih i srednjih poduzeća kojih je gotovo 140.000 s udjelom u zaposlenosti od 72%<sup>4</sup>.

U razvijenim zapadnoeuropskim zemljama i Sjevernoj Americi, u 1980-im godinama fokus javnih politika bio je na povećanju broja novih biznisa. U svom članku „Zašto poticanje sve većeg broja ljudi na kreiranje poduzetničkih pothvata predstavlja lošu vladinu politiku“ Scott Shane, američki istraživač poduzetništva koji je za svoj istraživački rad 2009. godine dobio nagradu *Global Award for Entrepreneurship Research*, kritizira takve politike. Shane ukazuje kako *start-up* poduzeća, suprotno očekivanjima mnogih, ne predstavljaju „čarobni štapić“ pomoću kojeg je moguće transformirati nerazvijene ekonomske regije, generirati inovacije, kreirati radna mjesta te napraviti razne druge

„ekonomske čarolije“, te da je potrebno usmjeriti vladine programe podrške na poduzeća s potencijalom rasta. Od 1990-ih godina u razvijenim zapadnoeuropskim zemljama i Sjevernoj Americi pažnja se i preusmjerava na pružanje podrške postojećim poduzećima kako bi savladala prepreke za rast, te postigla i održala svoju konkurentnost. Logika je slična (ili bi trebala biti) kao i kod privatnih ulaganja. Javna sredstva su ograničena i važno ih je usmjeriti tamo gdje će povrat na uložena javna sredstva biti najveći.

Većina poduzetničkih pothvata nakon osnivanja ostat će mala, tek neka će rasti, a neka će prerasti i svoje osnivače i u konačnici postati velike korporacije. Poduzeća pokušavaju rasti kako bi iskoristila tržišni potencijal, povećala svoju profitabilnost i u konačnici vlastitu vrijednost. Jedna od prednosti rasta leži u mogućnosti ostvarivanja ekonomije obujma (*engl. economies of scale*) i ekonomije opsega (*engl. economies of scope*). Povećavanjem proizvodnje poduzeće je u mogućnosti smanjiti svoje jedinične troškove proizvodnje, bolje kontrolirati svoje varijabilne troškove, neiskorišteni radni kapacitet zaposlenika kao i druge resurse, te na taj način kupcima ponuditi proizvode po konkurentnijim cijenama. Veća poduzeća lakše se prilagođavaju rastu svojih ključnih kupaca i odgovaraju na njihove potrebe, a lakše uspijevaju i zadržati talentirane zaposlenike. Neka istraživanja pokazuju da su rastuća poduzeća uspješnija u održavanju motivacije zaposlenika na visokoj razini<sup>5</sup>. Iako postoje brojne prednosti, povećanje veličine poduzeća nosi različite organizacijske izazove, stoga pojedini poduzetnici neće težiti rastu jer može rezultirati gubitkom njihove kontrole nad poduzećem<sup>6</sup>.

Rast malih i srednjih poduzeća često se gotovo isključivo povezuje s *organskim* rastom koji nastaje kao posljedica proširenja postojećih kapaciteta i inovativnosti u pružanju novih usluga ili proizvoda. Osim organskim putem poduzeća mogu ostvariti rast i na druge načine, a jedan od njih je korištenjem akvizicija.

Istraživanje akvizicijskog rasta malih i srednjih poduzeća bilo je dugi niz godina istraživački zanemareno područje, premda akvizicije predstavljaju način putem kojeg i mala i srednja poduzeća ostvaruju rast. **Od 1996. do 2007. godine 20% svih transakcija povezanih s preuzimanjem poduzeća u SAD-u i Europi odnosilo se na mala i srednja poduzeća<sup>7</sup>. Prema podacima njemačke razvojne banke KfW (2018) u razdoblju od 2005. do 2017. godine u Njemačkoj je godišnje provedeno oko 1.100 transakcija preuzimanja u segmentu malih i srednjih poduzeća.**

Akvizicije koje provode mala i srednja poduzeća zasigurno se razlikuju od onih koje provode velika. Mala i srednja poduzeća općenito značajno se razlikuju od velikih, primjerice mala i srednja poduzeća imaju jednostavniju organizacijsku strukturu, a vlasnici su uz donošenje odluka i operativno uključeni u poslovanje<sup>8</sup>. Vlasnik, odnosno poduzetnik najčešće je stopostotni vlasnik poduzeća te glavni donositelj odluka u poduzeću, dok u velikim poduzećima često postoji jasna distinkcija između upravljanja i vlasništva. Velika poduzeća često imaju velik broj vlasnika ili dioničara, te odvojen menadžment koji upravlja poduzećem. Upravo zbog postojanja značajnih razlika u upravljanju i vlasničkoj strukturi velikih i malih poduzeća, različiti su i motivi za provođenje akvizicije kod vlasnika i menadžera velikih i malih poduzeća. Jednako tako moguće je pretpostaviti kako je i sam proces, te postignuti efekti akvizicije kod malih i srednjih poduzeća drugačiji u odnosu na velika.



## 3.2. Kako mjeriti rast?

Edith Penrose fenomen rasta poduzeća promatra kao promjenu u veličini (primjerice, rast proizvodnje, prodaje, izvoza i slično) ili kao proces odnosno način na koji poduzeća rastu. Daleko je manji broj istraživanja, a onda i spoznaja o tome što se događa unutar poduzeća dok raste. Razlozi za to su višestruki, ali svode se na to da je istraživati rast poduzeća kao proces, naročito malih poduzeća, izuzetno složeno. Čak i ako se ograniči unutar određenog koncepta, rast predstavlja heterogenu pojavu s brojnim „nepravilnostima“ tijekom vremena, posebno uzimajući u obzir da se rast poduzeća može ostvariti na različite načine.

Promatrajući rast iz perspektive **promjene u veličini**, moguće je identificirati različite pokazatelje rasta poduzeća kao što su povećanje prihoda od prodaje, zaposlenika, imovine, proizvodnje, tržišnog udjela ili dobiti. Većina istraživača koristi **rast prihoda od prodaje i rast broja zaposlenih** kao glavne indikatore rasta, prije svega zbog jednostavnosti mjerenja u različitim zemljama i industrijama, što u konačnici omogućuje usporedivost rezultata istraživanja. Osim toga, rast prihoda od prodaje preferirana je mjera rasta i za vlasnike poduzeća, puno draža nego praćenje rasta broja zaposlenih. Rast broja zaposlenih od posebnog je interesa za političare, dok relativno mali broj poduzetnika ili menadžera promatra rast broja zaposlenih kao izdvojeni cilj<sup>9</sup>. Značajan broj rastućih poduzeća koristi vanjske usluge (*engl. outsourcing*), stoga rast zaposlenosti nije uvijek u značajnoj korelaciji s rastom prihoda<sup>10</sup>.

Ostali pokazatelji rasta poput **rasta dobiti, ukupne imovine ili tržišnog udjela** zastupljeni su u manjoj mjeri u dosadašnjim istraživanjima rasta, naročito malih i srednjih poduzeća. Naravno, ne radi se o tome da ovi pokazatelji nisu relevantni, nego su često teže dostupni istraživačima, iako bi neki od njih možda predstavljali itekako relevantnu mjeru rasta za vlasnike poduzeća.

Korištenje tržišnog udjela kao mjere rasta rijetko je korišteno u istraživanjima rasta malih i srednjih poduzeća. Razlike u tržišnom udjelu mogu biti nevažne za mala poduzeća, a definiranje tržišta često može biti subjektivno, jer različiti autori kao i poduzetnici mogu percipirati tržište na različite načine<sup>11</sup>.

Odabir pravih pokazatelja rasta izuzetno je važno, budući da korištenje pojedinih pokazatelja može navesti na krive zaključke. Primjerice, dobit, iako relevantna mjera, osim što odražava promjenu veličine, odražava i neke druge aspekte, poput računovodstvenih vještina<sup>12</sup>. Moguće je također, da poduzeća koja rastu u pogledu rasta prihoda od prodaje ili broja zaposlenih budu neprofitabilna<sup>13</sup>. Vrijednost ukupne imovine kao pokazatelj rasta, također, može navesti na krive zaključke, jer može značajno varirati ovisno o industriji u kojoj poduzeće posluje. Istraživanja usmjerena na pojedinu industriju mogu koristiti i specijaliziranije mjere osim ovih najčešće ponuđenih, poput broja mjesta u restoranima i kazalištima, broja vozila za taksi usluge i sl.<sup>14</sup>

S obzirom na mogućnost korištenja različitih pokazatelja, u znanstvenoj literaturi postoji i dalje aktualna rasprava o tome koji su pokazatelji najprikladniji za mjerenje rasta poduzeća.

Kod malih i srednjih poduzeća izazov pronalaska odgovarajućeg pokazatelja rasta još je više izražen. Mala i srednja poduzeća predstavljaju heterogenu skupinu s brojnim razlikama u karakteristikama. Promatranjem tako raznolike skupine teško je definirati kriterije za mjerenje rasta budući da se mala i srednja poduzeća razlikuju u veličini, ali i u njihovom potencijalu za rast. U primjerima rastućih poduzeća koji su opisani u ovoj knjizi posebna je pažnja usmjerena na razumijevanje *što poduzetnici koji su proveli akviziciju u sektoru malih i srednjih poduzeća smatraju relevantnom mjerom rasta*, te na koji način su mjerili uspjeh i rast proizašao iz akvizicije.

### 3.3. Faktori utjecaja na rast poduzeća

Iako je često teško razlučiti njihov utjecaj, faktori utjecaja na rast poduzeća se najčešće dijele na **interne i eksterne**<sup>15</sup>.

Značajan doprinos razumijevanju **internih** faktora utjecaja na rast poduzeća dao je 1994. godine David Storey (Slika 3), profesor s britanskog Sveučilišta Sussex i dugogodišnji član savjetodavnog vijeća britanske Vlade za politike usmjerene na sektor malih poduzeća.

**Slika 3: David Storey, profesor s britanskog Sveučilišta Sussex**



Izvor:  
*The University of National  
and World Economy*

Prema Storey-u tri su glavna faktora koja utječu na rast poduzeća: **karakteristike poduzetnika, karakteristike poduzeća i strategija poduzeća**, a odgovarajuća kombinacija ovih faktora utječe na stvaranje optimalnih preduvjeta za rast poduzeća. Navedene faktore nemoguće je promatrati izdvojeno jer nisu potpuno neovisni. Primjerice, poduzeća mogu imati dobro postavljenu strategiju ili odgovarajuće karakteristike poduzetnika, ali ukoliko poduzeće ne posjeduje odgovarajući potencijal, neće biti u mogućnosti ostvariti brzi rast (Slika 4).

**Slika 4: Faktori koji utječu na rast malih i srednjih poduzeća**



*Izvor: Storey, D. J. (1994). Understanding the small business sector. London: Routledge, str. 123.*

Svaki od faktora koji utječu na rast poduzeća sastoji se od niza različitih elemenata prikazanih u tablici 1. Analizirajući 18 znanstvenih studija, Storey je identificirao 15 karakteristika poduzetnika koje mogu utjecati na rast poduzeća, 6 karakteristika poduzeća i 14 varijabli vezanih uz strategiju poduzeća. U tablici su označene karakteristike / varijable za koje je u prethodnim istraživanjima dokazano postojanje utjecaja na rast poduzeća.

**Tablica 1: Faktori koji utječu na rast malih i srednjih poduzeća**

Karakteristike poduzetnika	Karakteristike poduzeća	Strategija
Motivacija +*	Godine +	Obuka zaposlenika
Nezaposlenost	Sektor (industrija)	Obuka menadžmenta
Stupanj obrazovanja +	Pravni oblik +	Vanjski kapital (financiranje)
Menadžersko iskustvo +	Lokacija	Tehnološka sofisticiranost +
Broj osnivača poduzeća +	Veličina poduzeća +	Tržišno pozicioniranje +
Prethodno samozapošljavanje	Vlasništvo	Tržišna prilagodba
Obiteljska povijest		Planiranje
Društvena marginaliziranost		Novi proizvodi +
Funkcionalne vještine		Regrutiranje menadžmenta
Obuka		Državne potpore
Godine		Koncentracija kupaca
Prijašnje iskustvo neuspjeha		Konkurencija
Prethodno iskustvo u industriji		Informacije i savjeti Izvoz
Prethodno iskustvo povezano s veličinom poduzeća		
Spol		

Izvor: Storey, D. J. (1994). *Understanding the small business sector*. London: Routledge, str. 122

\*„+“ označava da je postojanje utjecaja varijable dokazano u analiziranim znanstvenim studijama



## Karakteristike poduzetnika kao faktor utjecaja na rast

Karakteristike poduzetnika smatraju se važnim unutarnjim faktorom koji utječe na rast poduzeća. Zanimljive spoznaje proizašle su iz istraživanja motivacije poduzetnika za rast. Za pojedine poduzetnike promjene uzrokovane rastom neće predstavljati problem, dok će drugi u strahu od promjena izbjegavati rast kako bi zadržali kontrolu nad poduzećem<sup>16</sup>. Sustezanje od rasta može biti rezultat (podsvjesnog) straha od nužnosti uključivanja i drugih ljudi u upravljačku strukturu, a onda i ovisnosti o drugim ljudima, što poduzetnike, kojima je primarni poriv za ulazak u poduzetništvo bila želja za neovisnošću, može biti manje privlačno.

Osim motivacije za rast, prethodna istraživanja ispitivala su i utjecaj obrazovanja i prethodnog iskustva poduzetnika na rast poduzeća. Formalno obrazovanje, ali i ono neformalno usmjereno na razvijanje kompetencija za pokretanje i vođenje poslovnih pothvata može doprinijeti uspješnosti poslovanja, a u konačnici i njegovom rastu. U pregledu prethodnih istraživanja, Storey (1994) pronalazi korelaciju između stupnja obrazovanosti poduzetnika i rasta poduzeća.

Pojedini autori istraživali su prethodno menadžersko iskustvo kao jednu od karakteristika poduzetnika bitnih za rast poduzeća zbog pretpostavke kako će poduzetnici s prethodnim menadžerskim iskustvom izgraditi poduzeće koje će ostvarivati veći rast u odnosu na one bez takvog iskustva. U većini studija u Storeyevom uzorku, međutim, takav utjecaj nije dokazan.

Istraživanja nadalje pokazuju da, ukoliko je poduzetnik pokrenuo biznis radi osiguravanja vlastite egzistencije kroz samozapošljavanje, poduzeće neće rasti kao u slučajevima kada je osnivač prethodno bio zaposlen, a biznis pokrenuo iz uočene prilike<sup>17</sup>. Ovi rezultati podudaraju se s rezultatima GEM - Global Entrepreneurship Monitor istraživanja koji ukazuju kako je ulazak u poduzetničku aktivnost iz nužde, kao što je primjerice ostanak bez posla ili dugotrajna nezaposlenost, često samo privremeno rješenje. Ovakav način razmišljanja i niska motiviranost poduzetnika odražavaju se i na afinitet i kapacitet ulaganja osobnih financijskih resursa u rast poduzeća, zbog čega takvi pothvati imaju niže stope preživljavanja<sup>18</sup>.

Istraživanja su pokazala kako veličina osnivačkog tima ima pozitivan utjecaj na rast malog poduzeća<sup>19</sup>, budući da različite kompetencije članova tima nadoknađuju nedostatak kompetencija pojedinca<sup>20</sup>.

Druge karakteristike poduzetnika kao što su obiteljska povijest, društvena marginaliziranost, prethodno iskustvo u industriji te starost poduzetnika nisu pokazale značajan utjecaj na rast poduzeća.

Također, rezultati prethodnih istraživanja pokazuju kako NE postoji utjecaj spola na rast poduzeća<sup>21</sup>.

### **Edith Penrose: rast je rezultat kombinacije poduzetničkih i menadžerskih sposobnosti**

*Edith Penrose dala je veliki doprinos istraživanju i razvoju teorije rasta poduzeća. Penrose smatra da poduzeća posjeduju dvije vrste resursa: fizičke i ljudske, a na rast poduzeća utječe opseg resursa kojim poduzeće raspolaže (1959: 217). Penrose ističe i ključnu ulogu menadžera u upravljanju resursima poduzeća jer menadžer odlučuje koje će resurse koristiti i na koji način. U tom kontekstu Penrose identificira dvije vrste specifičnih sposobnosti - poduzetničke i upravljačke (menadžerske) sposobnosti. Poduzetničke sposobnosti su funkcija mašte, dok se upravljačke sposobnosti odnose na izvršavanje zadataka i u osnovi su praktične naravi. Penrose ističe kako su poduzetničke sposobnosti neophodne, ali nisu dovoljne, te da unutar poduzeća trebaju postojati i menadžerske sposobnosti kako bi se rast stvarno dogodio.*

## **Strategija poduzeća kao faktor utjecaja na rast**

Najjednostavnije rečeno - strategija je sredstvo za postizanje cilja te, prema nekim istraživanjima, jedan od ključnih faktora potrebnih za ostvarivanje rasta.

David Storey za potrebe analize prethodnih istraživanja, strategiju definira kao aktivnosti koje vlasnik malog poduzeća poduzima nakon pokretanja biznisa. Od ukupno četrnaest identificiranih varijabli kroz prethodna istraživanja, dokazana je povezanost samo nekoliko njih s rastom poduzeća, i to: tehnološke sofisticiranosti, tržišnog pozicioniranja, novih proizvoda i regrutiranja menadžmenta<sup>22</sup>.

Pozitivan utjecaj tehnološke sofisticiranosti na rast poduzeća uočen je u većini istraživanja analiziranih u Storeyevom uzorku<sup>23</sup>. Tako su Phillips i Kirchhoff (1989) koristeći uzorak poduzeća iz SAD-a pokazali kako će mala, tehnološki sofisticirana poduzeća vjerojatno rasti brže u odnosu na ona u konvencionalnijim sektorima. Važno je napomenuti da praćenje tehnološke sofisticiranosti i mjerenje njenog utjecaja na rast, te usporedba rezultata među studijama predstavlja izazov zbog značajnih razlika u definiciji, a onda i praćenju razine tehnološke sofisticiranosti u poduzećima koja se nalaze u visokotehnološkim industrijama u odnosu na ona koja to nisu.

Pojedina istraživanja fokusirala su se na ispitivanje odnosa između inoviranja u proizvode i procese i stope rasta malih i srednjih poduzeća, te je dokazano kako veći intenzitet kreiranja novih proizvoda utječe na povećanje broja zaposlenih u poduzeću<sup>24</sup>.

Druge promatrane varijable vezano uz strategiju nisu pokazale značajan utjecaj na rast poduzeća.

## Karakteristike poduzeća kao faktor utjecaja na rast

U literaturi o poduzetništvu dominantno je razmišljanje kako su mlađa poduzeća poduzetnija u odnosu na starija, te da u tome leži tajna njihovog bržeg rasta. Govori se također i o većoj sklonosti mlađih poduzeća učenju, kao posljedici fleksibilnijeg i manje krutog načina rada<sup>25</sup>. Nasuprot tome, istraživanja ukazuju da značajne stope rasta ostvaruju poduzeća bez obzir na svoju veličinu ili starost<sup>26</sup>, stoga ne postoje argumenti za tvrdnju kako mlađa poduzeća rastu brže od odraslih.

Storeyeva (1994) analiza dokazala je utjecaj industrije unutar koje poduzeće posluje na rast poduzeća na što upućuju i prethodna istraživanja koja ukazuju na brzi rast u dinamičnim industrijama i regijama<sup>27</sup>. Iz navedenog je moguće zaključiti kako postoje i određeni vanjski utjecaji koji mogu djelovati na rast poduzeća. Vanjski utjecaji na rast poduzeća dodatno će biti prikazani u poglavlju o ograničenjima rasta.

Iako su u prethodnim istraživanjima predloženi neki od faktora koji mogu utjecati na rast, i dalje ne postoji konsenzus oko toga koji faktori utječu na rast poduzeća te na temelju toga kreiran model predikcije rasta poduzeća<sup>28</sup>.

### 3.4. Zašto neka poduzeća ne rastu?

**„Rast niti je neodoljiv, niti je neizbježan“.**

Coad (2009: 111)

Prethodna istraživanja razlikuju postojanje unutarnjih i vanjskih ograničenja rasta. Najčešće spominjana unutarnja ograničenja rasta odnose se na nedostatak upravljačkog znanja, vizije, kapaciteta ili financijskih sredstava, dok se kao vanjska ograničenja najčešće ističu nepovoljni tržišni uvjeti ili regulatorni okvir<sup>29</sup>.

Ograničenja koja mala i srednja poduzeća imaju vezano uz ljudski kapital, odnosno znanje i kompetencije u poduzeću u velikoj mjeri mogu utjecati na rast poduzeća kako u pozitivnom tako i u negativnom smislu. Mala i srednja poduzeća velikim dijelom ovise o znanjima i kompetencijama svojih vlasnika, a zbog svoje veličine često imaju problema s privlačenjem, obukom i zadržavanjem zaposlenika koji posjeduju specifična znanja<sup>30</sup>. Nedostatak kvalificiranih menadžera i odsutnost poslovnih vještina u, primjerice, marketingu i upravljanju financijama, doprinose problemima rasta malih poduzeća<sup>31</sup>. Osim problema privlačenja zaposlenika, mala i srednja poduzeća također imaju ograničena financijska sredstva, te često nisu u mogućnosti ulagati u dodatnu obuku zaposlenika<sup>32</sup>.

Financijske prepreke su često isticane kao jedna od glavnih barijera rasta poslovanja<sup>33</sup>. Većina poduzetnika prilikom pokretanja biznisa oslanja se na vlastite izvore financiranja, dok rast poduzeća zahtijeva dodatna financijska sredstva koja poduzetnik mora osigurati. Dostupnost internog i vanjskog financiranja važan je preduvjet rasta malih i srednjih poduzeća<sup>34</sup>. **Glavno pitanje za većinu poduzetnika je hoće li se odlučiti za financiranje putem prodaje udjela u poduzeću i na taj način smanjiti svoje vlasničke udjele ili će se oslanjati na financiranje putem zaduživanja**<sup>35</sup>. Većina poduzetnika smatra kako će smanjenjem vlasničkih udjela biti smanjena i njihova upravljačka moć. Pojedini autori ističu kako je upravo nespремnost vlasnika na prepuštanje dijela vlasništva vanjskim ulagačima ograničenje za rast malih poduzeća<sup>36</sup>. Osim prepreka vezanih uz stavove vlasnika, financijske prepreke mogu biti vezane i uz raspoloživost izvora financiranja, visoke troškove kapitala, te asimetriju ili nedostatak informacija između zajmodavca, najčešće banaka, i poduzetnika<sup>37</sup>. **Financijske institucije često nisu spremne financirati i pratiti mala i srednja poduzeća u fazi rasta. Zbog toga se poduzeća koja bi mogla ostvariti rast na profitabilan način mogu suzdržavati od rasta ili potencijalno rasti samo ukoliko postoji mogućnost financiranja iz zadržane dobiti ili kroz ponašanje popularno nazvano *bootstrapping*.** *Bootstrapping* podrazumijeva pronalaženje različitih načina za izbjegavanje potrebe za vanjskim financiranjem kroz kreativnost, domišljatost, štedljivost, smanjenje troškova ili na bilo koji drugi način<sup>38</sup>.

Osim unutarnjih prepreka rastu, postoje i vanjski faktori koji mogu značajno utjecati na rast poduzeća. Prethodna istraživanja identificirala su i analizirala institucije i zakonodavni okvir koji koče rast poslovanja<sup>39</sup>. Zakonodavni okvir kao i određene institucije mogu u velikoj mjeri opteretiti poduzetnike te na taj način ograničiti mogućnost rasta poduzeća. Složen zakonodavni okvir koji zahtijeva pripremu i dostavljanje dokumenata za čije sastavljanje je potrebna stručna pomoć stvara veće troškove, što u konačnici predstavlja veće opterećenje za mala poduzeća s obzirom da su često ograničena resursima<sup>40</sup>. Različite regulatorne prepreke ovisit će velikim dijelom o industriji u kojoj poduzeće pripada, stoga neće sva mala i srednja poduzeća biti suočena s istim preprekama. Rast će biti teže ostvariti u industrijama koje su zakonski izrazito regulirane. Oreser et al. (2000) na uzorku kanadskih poduzeća zapažaju kako za, primjerice, visokotehnološka poduzeća pristup kapitalu predstavlja ozbiljnu prepreku, dok poduzeća u uslužnom sektoru više utječu opterećenja poput razine poreza.

Kao još jedno bitno vanjsko ograničenje rasta poduzeća identificirana su različita tržišna ograničenja. Pojedini tržišni čimbenici, kao što su primjerice potražnja za određenim proizvodima ili uslugama kao i izrazito konkurentno okruženje, mogu negativno utjecati na rast poduzeća. Robson i Obeng (2008) navode kako će mala poduzeća biti suočena s manjom potražnjom za proizvodima koje nude u odnosu na veća poduzeća. Manja potražnja za proizvodima posljedično dovodi i do mogućnosti ostvarivanja manjih stopa rasta kod malih i srednjih poduzeća.

U 6. poglavlju analiziran je poduzetnički ekosustav u Hrvatskoj s aspekta ograničavanja ili stimuliranja rasta malih i srednjih poduzeća.



## 3.5. Kako poduzeća rastu?

Poduzeća mogu ostvariti rast na različite načine, stoga rast malih i srednjih poduzeća ne bi trebalo promatrati isključivo kroz prizmu organskog rasta. Za rast je potrebna usklađenost između karakteristika poduzeća i njegovog okruženja. Odabirući način rasta, poduzeća nastoje uskladiti svoje interne resurse s okruženjem.

Različiti autori identificirali su različite modalitete ostvarivanja rasta (Tablica 2). Davidsson et al. (2010) razlikuju organski rast, rast nastao kao rezultat spajanja i akvizicija, rast kroz mreže partnerstva, te rast kroz internacionalizaciju. McKelive i Wiklund (2010) prepoznaju hibridni rast, koji pozicioniraju između organskog i akvizicijskog jer kombinira elemente obje vrste rasta. Osim navedenih načina ostvarivanja rasta, postoji i mogućnost **rasta kroz portfolio poduzeća**, odnosno ostvarivanje rasta uzastopnim pokretanjem novih ili preuzimanjem postojećih poslovnih pothvata. Poduzetnici koji preferiraju imati više poduzeća u svom portfelju, tzv. *portfolio entrepreneurs* ne spajaju nužno i formalno poduzeća, ali i dalje kombiniraju njihove aktivnosti kako bi ostvarili određene koristi<sup>41</sup>. Potonje predstavlja jednu od otegotnih okolnosti za istraživanje akvizicijskih aktivnosti u segmentu malih i srednjih poduzeća što dodatno objašnjava podistraženost ovog područja.

**Tablica 2: Način ostvarivanja rasta prema pojedinim autorima**

AUTOR(I)	NAČIN OSTVARIVANJA RASTA
Davidsson et al. (2010)	organski rast ( <i>organic growth</i> )
	akvizicijski rast ( <i>acquisition</i> )
	rast kroz mreže partnerstva ( <i>networks and alliances</i> )
	rast kroz internacionalizaciju ( <i>growth through internationalization</i> )
McKelive i Wiklund (2010)	organski rast ( <i>organic growth</i> )
	akvizicije ili akvizicijski rast ( <i>growth by acquisition</i> )
	hibridni rast ( <i>hybrid growth</i> )
PASENEN (2007)	rast kroz portfolio poduzeća ( <i>growth through portfolio of companies</i> )

Izvor: izrada autora

Organski rast može biti ograničen unutarnjim čimbenicima (sposobnostima menadžmenta), vanjskim čimbenicima (tržišnim okolnostima) ili kombinacijom ove dvije vrste čimbenika<sup>42</sup>.

Unutarnje prepreke za rast poduzeća javljaju se kada neki resursi potrebni za širenje nisu dostupni u dovoljnim količinama u poduzeću, a najčešće se radi o upravljačkom kapacitetu ili tehničkim vještinama<sup>43</sup>.

Neki od vanjskih poticaja mogu se odnositi na, primjerice, potražnju za određenim proizvodom ili promjene u tehnologiji. S obzirom da ove promjene mogu negativno utjecati na poduzeće, poduzeće ima mogućnost zaštititi se širenjem u određenim smjerovima koristeći pri tome različite oblike integracije ili diverzifikaciju<sup>44</sup>.

Penrose (1959) daje nekoliko argumenata zašto se poduzeća mogu odlučiti na akviziciju kao način širenja. Kod ulaska na nova tržišta, troškovi kao i poteškoće vezane uz menadžerske i tehničke kapacitete mogu biti smanjene preuzimanjem drugog poduzeća, primjerice troškovi kupnje tvornice mogu biti manji od izgradnje i stavljanja u pogon nove. Međutim, rast kroz akvizicije ne znači nužno da se poduzeće treba širiti u području u kojemu nema kvalifikacije. Često se poduzeća usmjeravaju upravo na akvizicije drugih poduzeća koja imaju iste ili srodne aktivnosti.

Provođenje akvizicija velikim dijelom motivirano je mogućnošću ostvarivanja sinergijskih efekata povezivanjem dvaju poduzeća kao i mogućnošću ostvarivanja daljnjeg organskog rasta. **Nerijetko nakon provedene akvizicije i konsolidacije spojenih poduzeća, slijedi faza snažnog organskog rasta na temeljima poduzeća osnaženog sinergijskim učincima spajanja.**

Akvizijski rast može imati brojne prednosti kao što su primjerice smanjenje konkurencije na tržištu, povećanje broja proizvoda u ponudi, mogućnost pristupa novim kupcima, stjecanje znanja i resursa kojima bi, u suprotnom bilo nemoguće ili teško pristupiti. U nastavku knjige fokus će stoga biti stavljen na akvizicijski rast.

# 4

## RAST KROZ AKVIZICIJE

Što su akvizicije?

Motivi za provođenje akvizicije

Teorije o spajanjima i akvizicijama

- Teorije stvaranja (povećanja) vrijednosti

- Teorije uništavanja (smanjenja) vrijednosti

- Primjenjivost teorija o spajanjima i akvizicijama na mala i srednja poduzeća

Proces spajanja i akvizicija

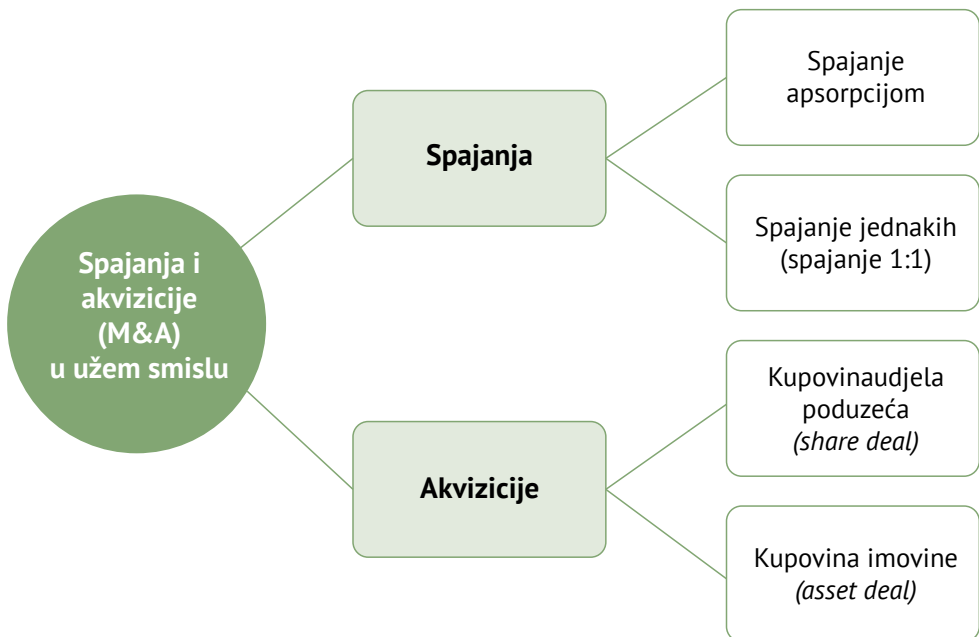
Mjerenje efekata akvizicija

Efekti akvizicija u malim i srednjim poduzećima

## 4.1. Što su akvizicije?

Spajanja i akvizicije predstavljaju širok pojam, a mogu podrazumijevati sve - od spajanja poduzeća pa do sklapanja strateških partnerstva. U znanstvenim radovima i poslovnoj praksi, ovi pojmovi često se pojavljuju zajedno. No ipak, među njima postoji razlika (Slika 5).

**Slika 5: Prikaz pojmova koji se često uključuju u koncept spajanja i akvizicija**



*Izvor: Prilagođeno prema Nakamura, H. R. (2005). Motives, Partner Selection and Productivity Effects of M&As: The Pattern of Japanese Mergers and Acquisition. Institute of International Business, Stockholm School of Economics, str. 18.*

Spajanjem se smatra povezivanje dvaju poduzeća jednakih veličina. Pri tom procesu dva poduzeća postaju jedno, tako da spajanje zapravo predstavlja apsorpciju jednog poduzeća od strane drugog nakon čega poduzeća nastavljaju poslovati pod jednim imenom<sup>45</sup>.

Akvizicija predstavlja proces kupovine poduzeća ili dijela poduzeća<sup>46</sup>. Može podrazumijevati i kupovinu cjelokupne ili dijela imovine poduzeća (*asset deal*), pri čemu nakon završene akvizicije poduzeće iz kojeg je izuzeta imovina i dalje nastavlja poslovati kao samostalni pravni subjekt. Kod spajanja i akvizicija gotovo uvijek jedno

poduzeće prevladava, te se zbog toga, naročito od strane praktičara, često i na spajanja i na akvizicije referira samo kao na akvizicije, odnosno preuzimanja.

U sklopu ove knjige akvizicije će biti promatrane u njihovom užem smislu, odnosno analizirat će se kroz kupnju udjela poduzeća (*share deal*) ili kupnju dijela imovine poduzeća (*asset deal*).

Akvizicije predstavljaju vrijedan strateški alat pomoću kojega poduzeća mogu odgovoriti na promjene koje se događaju u današnjoj okolini. Pojedina poduzeća nemaju alternativu već moraju ući u procese spajanja ili preuzimanja<sup>47</sup>.

Poduzeća se koristeći akviziciju mogu širiti unutar iste ili srodne industrije (relativna koncentracija) ili pak koristiti akviziciju kao način širenja u druge industrije (diverzifikacija).

Postoje dvije vrste integracija i dva tipa diverzifikacije<sup>48</sup>.

1. Dvije vrste integracije (koncentracije) su:
  - a. Vertikalna integracija (*vertical growth*) - poduzeće raste vertikalno u lancu vrijednosti od mogućnosti iskorištavanja sirovina, proizvodnje ili prodaje.
  - b. Horizontalna integracija (*horizontal growth*) - poduzeće se širi horizontalno, oko istog mjesta u lancu vrijednosti. Poduzeće to može postići povećanjem opsega proizvoda i usluga na postojećem tržištu ili širenjem proizvoda i usluga na druge geografske lokacije.
2. Dvije vrste diverzifikacije su:
  - a. Povezana diverzifikacija - poduzeće raste u povezanoj industriji s ciljem ostvarivanja sinergijskih efekata
  - b. Nepovezana diverzifikacija - poduzeće raste u nepovezanoj industriji.

Akvizicije je moguće koristiti i u svrhu geografskog širenja poduzeća, stoga je moguće razlikovati **domaće akvizicije**, odnosno akvizicije koje poduzeća provode u svojim matičnim zemljama i **prekogrančne akvizicije**, odnosno akvizicije koje poduzeća provode s ciljem širenja poslovanja u druge zemlje<sup>49</sup>.

Među znanstvenicima, a i među praktičarima, postoji rasprava o tome stvaraju li akvizicije zaista dodanu vrijednost i u konačnici pomažu li rastu poduzeća s obzirom da istraživanja pokazuju kako velik dio akvizicija rezultira neuspjehom<sup>50</sup>, a stope uspješnosti se kreću između 50% i 80%, ovisno o načinu mjerenja. Kako je većina istraživanja provedena na uzorku velikih poduzeća, postoji opravdano pitanje vrijede li iste spoznaje i za mala poduzeća, odnosno mogu li posredstvom akvizicija mala i srednja poduzeća stvoriti dodanu vrijednost i u konačnici ostvariti rast. Velikim dijelom mjerenje uspjeha akvizicije kod malih i srednjih poduzeća ovisit će o očekivanjima poduzetnika.

U cilju boljeg razumijevanja akvizicijskog rasta malih i srednjih poduzeća, u 6. poglavlju koje donosi prikaz rezultata istraživanja provedenog među 8 poduzeća koja su realizirala akvizicije, istražiti će se kako poduzetnici mjere uspjeh provedenih akvizicija, te jesu li akvizicije koje su proveli bile uspješne.



## 4.2. Motivi za provođenje akvizicije

Dosadašnja istraživanja upućuju na to kako spajanja i akvizicije uglavnom ne ispunjavaju očekivane ciljeve<sup>51</sup>. Unatoč tome, broj provedenih akvizicija i dalje bilježi porast.

Glavni motiv poduzimanja akvizicije povezan je s mogućnošću ostvarivanja sinergijskih efekata. Riječ sinergija potječe od grčke riječi *synergos*, što znači raditi zajedno<sup>52</sup>, a u poslovnom svijetu odnosi se na sposobnost dvaju ili više poduzeća da stvaraju veću vrijednost radeći zajedno, nego što bi postigli radeći odvojeno<sup>53</sup>.

Američki znanstvenik Sayan Chatterjee jedan je od prvih autora koji istražuju motivaciju za akvizicije te razlikuje tri vrste sinergija: **operativne sinergije, sinergije alokacije i financijske sinergije**. Navodi kako je potrebno napraviti razliku između *operativnih sinergija* ili povećanja efikasnosti proizašlih kroz ostvarenje ekonomije obujma i *sinergija alokacije* proizašlih iz poboljšane tržišne pozicije i preuzimanja dijela kupaca.

Operativne sinergije predstavljaju mogućnost povećanja efikasnosti iskorištavanjem kapaciteta preuzetog poduzeća kroz smanjenje troškova poslovanja ili primjerice stjecanje novih sposobnosti preuzetog poduzeća. Kombinacijom dvaju poduzeća moguće je utjecati na smanjenje jediničnih troškova proizvodnje i na taj način ostvariti ekonomiju obujma. Isto tako, povezivanje pojedinih odjela ili službi dvaju poduzeća rezultirat će smanjenjem fiksnih troškova.

Poduzeća se često odlučuju na akviziciju zbog smanjenja troškova vezanih uz razvoj novih proizvoda<sup>54</sup>. Interni razvoj novih proizvoda često je skup jer zahtjeva korištenje velike količine resursa, uključujući i vrijeme što otežava ostvarivanje profitabilnog povrata. Procijenjeno je da 88% inovacija ne postiže adekvatan povrat, te u poduzećima postoji zabrinutost zbog njihove sposobnosti da postignu adekvatan povrat kapitala uloženog u razvoj i komercijalizaciju novih proizvoda te ih, stoga, vlasnici poduzeća često mogu smatrati rizičnima<sup>55</sup>. Kroz akviziciju poduzeća s dokazanim kapacitetom za razvoj novih proizvoda, poduzeća smanjuju neizvjesnost i rizik u slučaju neuspjeha vlastitog razvojnog procesa inoviranja.

Prema Goold i Campbell-u (1998) izvori sinergija mogu biti:

1. Dijeljenje znanja (*know-how*) - poduzeća često mogu imati koristi od dijeljenja znanja ili vještina. Korištenjem akvizicija poduzeća mogu proširiti svoju bazu znanja<sup>56</sup>.
2. Dijeljenje materijalnih resursa - poduzeća mogu napraviti značajne uštede dijeljenjem fizičke imovine kao i drugih oblika resursa.
3. Zajednička pregovaračka moć - spajanjem poduzeća i povezivanjem pojedinih odjela, poduzeća mogu ostvariti veću prednost nad dobavljačima, smanjujući troškove ili poboljšavajući kvalitetu sirovine koju kupuju.
4. Koordinirane strategije - usklađivanje strategija dvaju ili više poduzeća može biti moćan i učinkovit način suzbijanja konkurentskih prijetnji.
5. Vertikalna integracija – spajanje poduzeća i upravljanje protokom proizvoda ili usluga iz jednog poduzeća u drugo može smanjiti pojedine troškove poput zaliha, povećati iskorištenje kapaciteta, ubrzati razvoj novih proizvoda i poboljšati pristup tržištu.
6. Zajedničko stvaranje novih pothvata – stvaranje novih poduzeća može biti olakšano kombiniranjem znanja iz različitih poslovnih jedinica, njihovim izdvajanjem i kombiniranjem u novu jedinicu ili pak uspostavljanjem zajedničkih internih pothvata (*internal joint ventures*).

Dijeljenje znanja i resursa povezano je s mogućnošću ostvarivanja operativnih sinergija, dok su ostali navedeni razlozi povezani s mogućnošću ostvarivanja bolje tržišne pozicije za poduzeća.

Akvizicija može biti motivirana mogućnošću brzog ulaska na pojedina tržišta ili u pojedine industrije, posebno one koje karakteriziraju visoke barijere ulaska.

Jačanje konkurentске pozicije povezano je s mogućnošću ostvarivanja bolje tržišne pozicije i jedan je od najčešće spominjanih razloga za korištenje akvizicija<sup>57</sup>.

Većina poduzeća čiji je glavni motiv povećanje tržišne moći, sudjeluju u kupnji konkurenata, dobavljača, distributera ili poduzeća u visoko povezanoj industriji kako bi stvorili konkurentsku prednost na primarnom tržištu preuzimatelja<sup>58</sup>. Korištenjem horizontalnih i vertikalnih akvizicija, poduzeća mogu značajno povećati svoju tržišnu moć. Horizontalne akvizicije povećavaju tržišnu moć poduzeća iskorištavanjem sinergija temeljenih na troškovima i prihodima<sup>59</sup>. Kroz vertikalnu integraciju, novoosnovano

poduzeće kontrolira dodatne dijelove vrijednosnog lanca<sup>60</sup>, te na taj način vertikalne akvizicije dovode do povećane tržišne moći.

Brzina ulaska na tržište može biti motiv za akviziciju poduzeća, posebno u okruženju u kojem se proizvodi i usluge mijenjaju izrazito brzo, te poduzeće ne može i ne stiže internim kapacitetima i razvojem pratiti promjene u okruženju. U ovom slučaju, akvizicija poduzeća predstavlja jedini način uspješnog ulaska na tržište ili držanja koraka s konkurencijom<sup>61</sup>.

Konkurentna pozicija, također, može utjecati na poduzeće prilikom odabira akvizicije kao načina ostvarivanja strategije. Na tržištima gdje su tržišni udjeli poduzeća stabilni novim poduzećima je onemogućen ulazak budući da prisutnost novih poduzeća na tržištu stvara višak kapaciteta, stoga je korištenjem akvizicije rizik konkurentne reakcije smanjen<sup>62</sup>.

Akvizicije se također koriste za diverzifikaciju poslovanja iz razloga što je poduzećima teško razviti proizvode koji se razlikuju od postojećih za tržišta na kojima nemaju iskustva<sup>63</sup>. Na taj način akvizicije omogućavaju pristup određenim znanjima odnosno sposobnostima koje im nedostaju.

Osim mogućnosti ostvarivanja operativnih sinergija i povećanja tržišne snage, motivi za provođenje akvizicija mogu također biti povezani i s očekivanjima različitih dionika. Primjerice, često se spominje kako akvizicije mogu biti uvjetovane željom menadžmenta za povećanjem vrijednosti poduzeća.

Motivi za provedbu akvizicije mogu biti u različiti, u konačnici rezultiraju povećanjem ili smanjenjem vrijednosti poduzeća, te na taj način direktno utječu na ostale dionike, prvenstveno vlasnike ili dioničare poduzeća. Velik broj teorija o spajanjima i akvizicijama upravo je nastao na temelju istraživanja motiva menadžera za provođenje akvizicija.

### 4.3. Teorije o spajanjima i akvizicijama

U dosadašnjim istraživanjima moguće je identificirati različite teorije o spajanjima i akvizicijama koje objašnjavaju motive zbog kojih poduzeća ulaze u akvizicije, no te su teorije gotovo isključivo razvijane na temelju istraživanja velikih poduzeća. Kako bi bilo moguće razumjeti zašto mala i srednja poduzeća provode akvizicije, potrebno je analizirati teorije o spajanjima i akvizicijama, te utvrditi koje je od tih teorija moguće primijeniti u kontekstu malih i srednjih poduzeća.

Dio teorija razvijen je na temelju istraživanja sinergijskih efekata i povećanja vrijednosti koje se ostvaruju kroz akvizicije, dok dio teorija ukazuje na to kako akvizicije dovode do smanjenja vrijednosti poduzeća. Teorije o spajanjima i akvizicijama moguće je podijeliti u dvije škole<sup>64</sup>:

1. Teorije stvaranja (povećanja) vrijednosti (*The Value-Increasing Theories*)
2. Teorije uništavanja (smanjenja) vrijednosti (*The Value-Destroying Theories*)

### 4.3.1. Teorije stvaranja (povećanja) vrijednosti

Prema teoriji stvaranja vrijednosti, menadžeri ulaze samo u one akvizicijske procese koji će stvoriti sinergijske efekte kombiniranjem dvaju poduzeća. Najznačajnije teorije povezane sa spajanjima i akvizicijama koje objašnjavaju povećanje vrijednosti poduzeća su: teorija efikasnosti (*engl. efficiency theory*), teorija tržišne snage (*engl. market power theory*) i teorija korporativne kontrole (*engl. theory of corporate control*).

**Teorija efikasnosti (Efficiency Theory)** navodi kako će se spajanje poduzeća dogoditi samo onda kada se očekuje da će generirati dovoljno sinergija kako bi transakcija bila korisna za obje strane<sup>65</sup>. Teorija efikasnosti upućuje na to da se akvizicije događaju iz razloga što dva poduzeća imaju različite snage i slabosti te se nalaze na različitim razinama efikasnosti<sup>66</sup>. Efikasnost se može postići akvizicijom drugog poduzeća, a povećava se iskorištavanjem specijaliziranih vještina zaposlenika ili menadžmenta koje postoje u preuzetom poduzeću, eliminacijom nepotrebnih resursa, dijeljenjem skupih tehnologija između poduzeća, promocijom proizvoda komplementarnih za oba poduzeća, smanjenjem transakcijskih troškova kao i preraspodjelom postojećih troškova<sup>67</sup>. Teorija efikasnosti predviđa stvaranje vrijednosti uz pozitivan povrat i za kupca i za prodavatelja jer ukoliko ne postoji pozitivan povrat za prodavatelja on ne bi bio spreman na prodaju poduzeća, a ukoliko bi efekti bili negativni za kupca on nikada ne bi dovršio akviziciju<sup>68</sup>. Stoga je kroz preuzimanje moguće ostvariti različite sinergijske efekte, posebno u slučajevima kada se radi o prijateljskim spajanjima ili preuzimanjima.

Positivni aspekti akvizicija proizlaze iz financijskih i operativnih sinergija ostvarenih kroz ekonomiju obujma nakon povezivanja. Fiksni troškovi spojenih poduzeća raspodjeljuju se na ukupnu proizvodnju što u konačnici rezultira manjim fiksnim troškovima. Osim kroz *ekonomiju obujma*, operativne sinergije moguće ostvariti i kroz ekonomiju *opsega* gdje se komplementarni resursi preuzimatelja i preuzetog poduzeća kombiniraju kako bi se ostvarili sinergijski efekti.

Mukherjee et al. (2004) otkrivaju kako 90% menadžera identificira upravo operativne motive kao razlog za spajanje ili akviziciju poduzeća. Iako je najveći dio sinergija prema mišljenju menadžera proizlazi iz operativnih sinergija, ne treba u potpunosti zanemariti ni sinergijske efekte koji se ostvaruju kroz poboljšanje tržišne pozicije, odnosno sinergiju alokacije.

**Teorija tržišne snage (market power theory)** sugerira kako poduzeća s većom tržišnom snagom zaračunavaju više cijene i na taj način ostvaruju veće marže<sup>69</sup>. Pobornici ove škole razmišljanja tvrde kako su spajanja i akvizicije motivirane mogućnošću povećanja tržišnog udjela poduzeća. Povećavanjem tržišnog udjela preuzimatelj osigurava veću tržišnu moć. Brojna istraživanja provedena među velikim poduzećima<sup>70</sup> ukazuju na povećani profit uz smanjenu prodaju proizvoda ili usluga nakon provedenog spajanja ili akvizicije. Gugler et al. (2003) ovakve rezultate interpretira kao dokaz povećane tržišne snage ostvarene kroz sinergiju alokacije.

Iako povećanje tržišne snage kroz akviziciju predstavlja korist za poduzeće, ono nije uvijek prihvaćeno kao pozitivno iz razloga što može utjecati na koncentraciju poduzeća u određenoj industriji, a visoka koncentracija poduzeća u konačnici može dovesti do monopolističkog položaja pojedinog poduzeća na tržištu. U slučaju horizontalnih povezivanja, smanjenje broja poduzeća utjecat će na povećanje poznate međuovisnosti i dovesti do dogovora među preostalim poduzećima u industriji<sup>71</sup>. Tržišna snaga poduzeća može odvratiti potencijalne buduće konkurente od ulaska u industriju. Na taj način poduzeća koja se nalaze unutar industrije zadržavaju svoj tržišni položaj i u mogućnosti su ostvariti značajnu dobit.

**Teorija korporativne kontrole (theory of corporate control)** na efikasnom tržištu daje dodatno opravdanje zašto spajanja ili akvizicije, osim sinergijskih efekata, stvaraju vrijednost. Na tržištu uvijek postoji drugo poduzeće ili menadžer koji je voljan kupiti poduzeće koje slabije posluje kako bi u konačnici uklonili one menadžere koji nisu uspjeli iskoristiti mogućnost stvaranja sinergije, te su time propustili priliku poboljšati učinkovitost svoje imovine<sup>72</sup>. Menadžeri vjeruju kako mogu bolje voditi poduzeće te iskorištavati ili kombinirati njegove resurse nego što to rade trenutno angažirani menadžeri.

### 4.3.2. Teorije uništavanja (smanjenja) vrijednosti

Pojedina spajanja i akvizicije ne uspijevaju stvoriti vrijednost. Upravo zbog velikog broja neuspješnih akvizicija, razvijene su mnoge teorije vezane uz spajanja i akvizicije koje objašnjavaju razloge smanjenja, odnosno uništavanja vrijednosti u ovim procesima.

Teorije smanjenja vrijednosti moguće je podijeliti u dvije skupine.

Prva skupina pretpostavlja da je menadžment preuzimatelja ograničeno racionalan, te stoga čini greške i uzrokuje gubitke zbog informacijskih ograničenja, unatoč tome što su njegove namjere usmjerene na povećanje vrijednosti<sup>73</sup>.

Druga skupina pretpostavlja racionalne, ali samoorijentirane menadžere, usmjerene na ostvarivanje vlastite koristi, što u konačnici ne uspijeva pozitivno utjecati na vrijednost poduzeća<sup>74</sup>.

Najznačajnije teorije povezane sa spajanjima i akvizicijama koje objašnjavaju smanjenje vrijednosti poduzeća su: teorija menadžerske oholosti (*engl. theory of managerial hubris*), teorija menadžerske diskrecije (*engl. theory of managerial discretion*), teorija stvaranja menadžerskog zaklona (*engl. the theory of managerial entrenchment*) i teorija izgradnje carstva (*engl. theory of empire-building*).

**Teorija menadžerske oholosti (theory of managerial hubris)** navodi kako menadžeri mogu imati dobre namjere povezane s povećanjem vrijednosti poduzeća, ali s obzirom na preveliku samouvjerenost, precjenjuju svoje mogućnosti stvaranja sinergijskih efekata<sup>75</sup>. U konačnici, nakon provedene akvizicije, umjesto do iskorištavanja sinergijskih efekata i povećanja vrijednosti dolazi do uništavanja vrijednosti. Pretjerana samouvjerenost povećava vjerojatnost preplaćivanja preuzetog poduzeća<sup>76</sup>, stoga je i vjerojatnost ostvarivanja gubitaka veća.



**Teorija menadžerske diskrecije (theory of managerial discretion)** tvrdi kako nije prevelika samouvjerenost menadžera razlog neuspješnoj akviziciji, već postojanje pretjerane likvidnosti i slobodnog novčanog toka<sup>77</sup>. Poduzeća koja inicijalno imaju višak novčanih sredstava veći nego je potrebno za financiranje investicija s pozitivnom neto sadašnjom vrijednosti, vjerojatnije će donositi brze strateške odluke i vjerojatnije će se uključiti u veće strateške projekte s manje provedenih analiza u odnosu na poduzeća limitirana novčanim sredstvima. Visoka razina likvidnosti povećava menadžersku diskreciju, omogućujući menadžerima više slobodnog prostora za lošu akviziciju kada im ponestane dobrih<sup>78</sup>. Upravo iz navedenog razloga akvizicija neće rezultirati povećanjem, već smanjenjem vrijednosti. Jednako kao i teorija menadžerske oholosti, teorija diskrecije sugerira da inače dobronamjerni menadžeri donose loše odluke, ne iz zlobe, već jednostavno zato što je kvaliteta njihovih odluka manje upitna nego što bi bila u situaciji smanjene likvidnosti<sup>79</sup>.

**Teorija stvaranja menadžerskog zaklona (the theory of managerial entrenchment)** tvrdi da se neuspješne akvizicije događaju jer menadžeri prije svega poduzimaju investicije koje minimiziraju mogućnost njihove zamjene<sup>80</sup>. Navedeno sugerira kako menadžeri ne provode akvizicije u svrhu povećavanja vrijednosti poduzeća, već kako bi učvrstili vlastitu vrijednost za poduzeće, što u konačnici može dovesti do smanjenja vrijednosti poduzeća. Menadžeri će stoga ulaziti u one investicije koje će dovesti do toga da ih je dioničarima skupo zamijeniti, a do smanjenja vrijednosti će doći iz razloga što su resursi uloženi u projekte koje odabiru menadžeri, a ne one koji bi maksimalizirali vrijednost za dioničare. Ovim postupcima menadžeri nastoje osigurati svoje radno mjesto i utjecati na vlastiti ugled.

**Teorija izgradnje carstva (theory of empire-building)** tvrdi kako su menadžeri motivirani na poduzimanje akvizicija isključivo zbog ostvarivanja vlastitih interesa<sup>81</sup>. Povećavanjem veličine poduzeća, opsega poslovanja, ali i njenog utjecaja menadžeri nastoje osigurati povećanje vlastitog bogatstva, ugleda i moći.

## 4.4. Primjenjivost teorija o spajanjima i akvizicijama na mala i srednja poduzeća

Pregled teorija o spajanjima i akvizicijama napravljen je kako bi se dobio uvid u potencijalne koristi ovih teorija (razvijenih većinom na uzorku velikih poduzeća) i za mala i srednja poduzeća.

U slučaju malih i srednjih poduzeća menadžer je često i vlasnik poduzeća, stoga mnoge teorije vezane uz uništavanje, odnosno smanjenje vrijednosti poduzeća jednostavno neće biti primjenjive u kontekstu malih i srednjih poduzeća.

Vlasnici malih i srednjih poduzeća u svojim poduzećima imaju ujedno i upravljačku funkciju, ali ukoliko je i nemaju, stupanj kontrole je značajno veći nego je to slučaj u velikim poduzećima, stoga teorija stvaranja menadžerskog zaklona (*the theory of managerial entrenchment*) i teorija izgradnje carstva (*theory of empire-building*) neće biti primjenjive u kontekstu malih i srednjih poduzeća.

Teorija menadžerske oholosti (*theory of managerial hubris*) kao i teorija menadžerske diskrecije (*theory of managerial discretion*) donekle su primjenjive u kontekstu malih i srednjih poduzeća iz razloga što vlasnici malih i srednjih poduzeća mogu pogrešno procijeniti svoje sposobnosti i sukladno tome ući u akvizicije koje možda neće ostvariti očekivane sinergijske efekte.

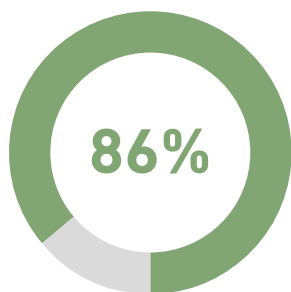
Akvizicije kod malih i srednjih poduzeća češće će biti provedene u korist vlasnika i poduzeća. Moeller et al. (2004) kroz istraživanje na uzorku od više od 12.000 provedenih akvizicija u razdoblju od 1980. do 2001. godine otkrivaju kako je velika vjerojatnost da će velika poduzeća dovršiti akviziciju prije nego mala (bez obzira na potencijalno negativne posljedice za poduzeće) jer je problem oholosti menadžera istaknutiji u velikim poduzećima. Također, menadžeri u manjim poduzećima vjerojatno čine iste pogreške kao oni u većim poduzećima, ali interesi menadžera u malim poduzećima usklađeni su s interesima vlasnika<sup>82</sup>. U malim poduzećima menadžer i vlasnik su često ista osoba čiji primarni cilj je povećanje vrijednosti poduzeća, stoga će se vjerojatno povući iz pregovora ili odustati od akvizicija koje su nepovoljne za poduzeće. Weitzel i McCarthy (2011) empirijski potvrđuju veću fleksibilnost malih poduzeća u pregovorima o akviziciji od velikih poduzeća.

Ne postoji velik broj istraživanja stranih autora fokusiranih na motive za provođenje akvizicija, a jednako tako ni domaćih autora. Vretenar et al. (2017) proveli su istraživanje o motivima za provođenje akvizicije fokusirajući se na poduzeća s područja Primorsko-goranske županije. Autori su istraživanje proveli na uzorku od 521 poduzeća među kojima se nalazio velik dio onih koji nikada nisu sudjelovali u procesu akvizicije (448), dok su samo 73 poduzeća sudjelovala u procesu spajanja ili preuzimanja (14%). Među poduzećima koja nikada nisu sudjelovala u akvizicijama njih 158, odnosno 35% izrazilo

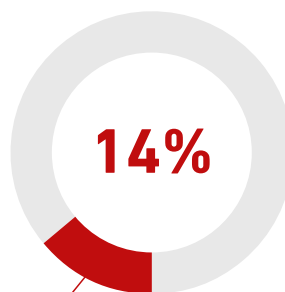
je interes za korištenjem akvizicije u budućnosti (Slika 6), ali u konačnici samo ih je 70 odgovorilo na dio upitnika vezan uz motive za provođenje akvizicije. Većina ispitanika navela je kako vidi povećanje tržišne snage (86%) i povećanje kapaciteta (84%) kao glavni razlog interesa za buduće provođenje akvizicija, dok je mogućnost ostvarivanja sinergija kroz smanjenje troškova među manje istaknutim motivima<sup>83</sup>.

**Slika 6: Iskustvo i interes za akvizicije među malim i srednjim poduzećima**

86% poduzeća nema iskustvo s procesima spajanja i preuzimnja.



14% poduzeća sudjelovalo je u procesu spajanja ili preuzimanja.



- 35% poduzeća izrazilo je želju za korištenjem akvizicije u budućnosti
- 65% nije zainteresirano koristiti akvizicije u budućnosti

*Izvor: Vretenar, N., Sokolic, D., & Mrak, M. K. (2017, January). Motives for mergers and acquisitions in small and medium-sized enterprises. In 4th International Multidisciplinary Scientific Conferences on Social Sciences & Arts SGEM 2017.*

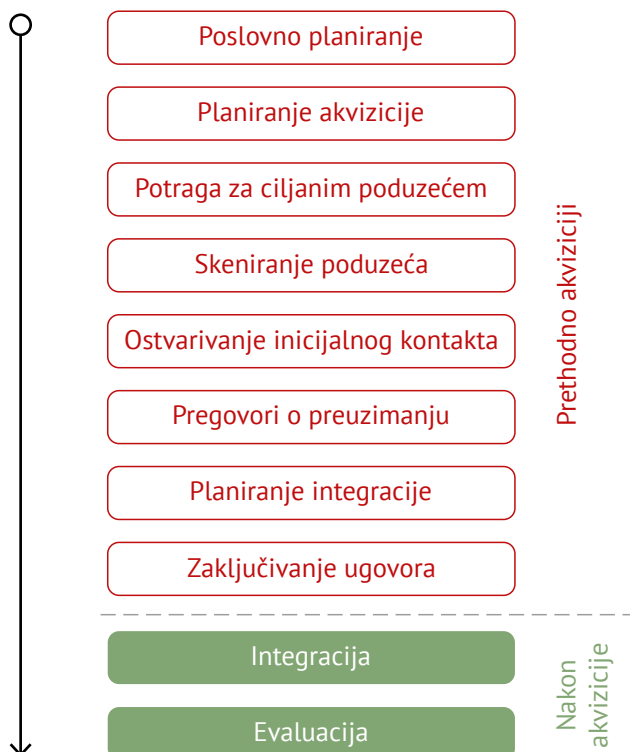
Provedeno istraživanje prikazuje potencijalne motive poduzetnika za ulazak u akviziciju, ali pri tome fokusirajući se na odgovore onih poduzetnika koji će u tom procesu možda sudjelovati u budućnosti. U nastavku knjige prikazani su slučajevi u kojima je istražena motivacija vlasnika malih i srednjih poduzeća koji su proveli akvizicije.

## 4.5. Proces spajanja i akvizicija i uloga savjetnika

U procesu spajanja i akvizicija moguće je identificirati različiti broj faza. Većina autora razlikuje tri glavne faze procesa, a to su pred-akvizicijska faza (*“pre-merger”*) odnosno faza planiranja, faza akvizicije (*“during-the-merger”* ili *“merger”*) odnosno faza realizacije kupnje i post-akvizicijska faza (*“post-merger”*) odnosno faza integracije kupljenog poduzeća<sup>84</sup>.

Neovisno o tome dijeli li se proces na dvije ili više faza, svaka od faza ima niz aktivnosti za čije je uspješno odvijanje odgovoran menadžment poduzeća (Slika 7).

**Slika 7: Proces spajanja i akvizicija**



Izvor: Ashton-James, C. E., McCarthy, K. J., Dranca-Iacoban, A. (2012). *Power, and the Destruction of Value in Mergers and Acquisitions*. In McCarthy, K. J., Dolfmsa, W. *Understanding mergers and acquisitions in the 21<sup>st</sup> century: A multidisciplinary approach*. Str. 201.

U velikim poduzećima upravljanje, odnosno uloga menadžmenta odvojena je od vlasništva, stoga će u malim poduzećima uloga vlasnika poduzeća biti drugačija u odnosu na velika. Mala i srednja poduzeća nemaju posebne strateške odjele koji bi preuzeli ulogu planiranja. Velika odgovornost je na poduzetniku koji je ključna osoba u poduzeću, te najčešće sam planira i donosi strateške odluke. Poduzetnik je taj koji preuzima rizik, te o njegovoj (ne)uspješnosti u planiranju akvizicije ovisit će budućnost poduzeća.

U procesu potrage za ciljanim poduzećem i prilikom skeniranja poduzeća menadžeri mogu zatražiti pomoć različitih savjetnika. Prema nekim istraživanjima, usluge financijskih savjetnika korištene u 85% svih transakcija spajanja i preuzimanja na globalnoj razini<sup>85</sup>. Empirijski podaci iz razvijenih zemalja zapadne Europe pokazuju i visoku zastupljenost korištenja usluga poslovnih savjetnika (70 do 80%) u procesima spajanja provedenih u malim i srednjim poduzećima<sup>86</sup>.

Jednako kao i velika poduzeća, mala i srednja poduzeća mogu koristiti usluge nekoliko tipova savjetnika, primjerice usluge financijskih i poreznih savjetnika, odvjetnika, brokera ili računovođa. Van Teeffelen (2014) argumentira kako će vrijednost savjetnika u akvizicijskim procesima malih i srednjih poduzeća biti značajnija iz razloga što u malim i srednjim poduzećima ne postoji odvojenost vlasništva i menadžmenta, te savjetnici mogu smanjiti kompleksnost procesa planiranja akvizicijskog procesa.

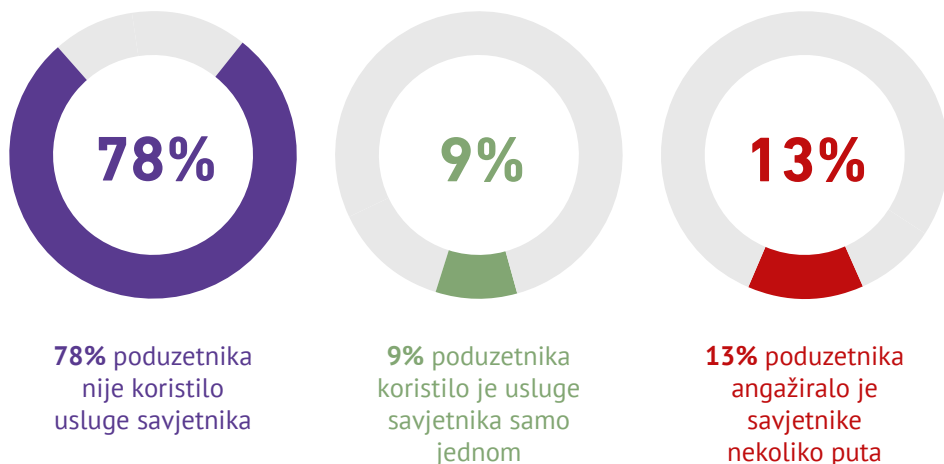
Prema Van Teeffelenu (2012), u većini slučajeva u akvizicijske procese su uključeni savjetnici koji pomažu kupcima i prodavateljima u pripremi, pregovorima i provedbi akvizicije te mogu biti važan faktor u eliminiranju pravnih i financijskih prepreka i u konačnici ubrzati proces prijenosa poslovanja.

Međutim, dio istraživanja o dodanoj vrijednosti savjetnika u akvizicijskim procesima podržavaju agencijsku teoriju, te ukazuju kako savjetnici kao posrednici ne maksimiziraju dobrobit svojih klijenata, odnosno kupaca i prodavatelja, već prvenstveno ulažu u vlastitu poziciju. Neki savjetnici u praksi će se, bez obzira na stranu u pregovorima koja ih je angažirala, zalagati za realizaciju transakcije, potencijalno čak i u situaciji kada uvjeti transakcije nisu povoljni za stranu koja ih je angažirala kao savjetnika. Navedeno je povezano s načinom honoriranja rada savjetnika. Situacija u kojoj savjetnik naknadu za svoj rad dobiva kao postotak od realizirane transakcije, a koja se, na prvi pogled za poduzetnika koji angažira savjetnika čini povoljnija, može kreirati vlastitu poziciju za savjetnika umjesto da zagovara interes strane koja ga je angažirala.

Važno je istaknuti kako su ovi empirijski podaci prikupljeni u zemljama koje imaju razvijenije sustave podrške, kao i veću raznovrsnost usluga savjetnika za mala i srednja poduzeća. U pojedinim zemljama, pa tako i u Hrvatskoj, usluge savjetnika za mala i srednja poduzeća često su nedovoljno zastupljene. Istraživanja ukazuju kako mali i srednji poduzetnici u Hrvatskoj nisu skloni korištenju usluga savjetnika<sup>87</sup>. U uzorku od 303 poduzetnika, čak 78% poduzetnika nije koristilo usluge savjetnika u prethodnom trogodišnjem razdoblju iako su bili dobro upoznati s ponudom njihovih usluga na tržištu, 9% ih je koristilo samo jednom, a tek manji dio njih (13%) angažiralo je savjetnike nekoliko puta (Slika 8).



**Slika 8: Struktura vlasnika malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj s obzirom na iskustvo korištenja savjetodavnih usluga**



Izvor: Delic, A., Alpeza, M. (2017). *Consultancy Services Market for Micro, Small and Medium-Sized Enterprises in Croatia. Economic Review: Journal of Economics and Business*, 15(2), 53-61.

Daljnja istraživanja o tome koliko su korištene usluge savjetnika i kakva je njihova uloga u akvizicijskim procesima malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj nisu provedena, stoga je nepoznato koliki udio poduzetnika u akvizicijskim procesima koristi usluge profesionalnih savjetnika, a koliko ih tom procesu pristupa samostalno.

Osim toga, nije poznato ni na koji način preuzimatelji poduzeća pronalaze potencijalne mete. U literaturi se navodi kako su najčešći razlozi za prodaju poduzeća povezani s financijskim problemima ili s nemogućnošću pronalaska nasljednika<sup>88</sup>. Postavlja se pitanje - *kupuju li poduzetnici poduzeća čiji vlasnici su motivirani za izlazak iz navedenih razloga (financijski problemi ili odlazak u mirovinu) ili od poduzetnika čija motivacija proizlazi iz dobre prilike za prodaju.*

**Povjerenje** se smatra jednim od ključnih faktora uspješnosti akvizicijskog procesa<sup>89</sup>, a posebno u procesu integracije nakon spajanja poduzeća<sup>90</sup>. Pojedina istraživanja potvrđuju kako kod manjih akvizicija postoji niža razina **asimetrije povjerenja** između kupca i prodavatelja<sup>91</sup>. Ni u istraživanjima akvizicija među velikim poduzećima ne postoji značajan broj istraživanja na temu povjerenja, ali većina autora ističu kako je pitanje povjerenja važno za akvizicijski proces. Pojedini autori ističu kako je veća vjerojatnost da će se akvizicija dogoditi ukoliko su preuzimatelj i prodavatelj prethodno bili izravno poslovno povezani<sup>92</sup>, te da prodavatelji favoriziraju preuzimatelje kojima vjeruju<sup>93</sup>.

Faza integracije nastupa nakon sklapanja formalnih ugovora i preuzimanja kontrole nad poduzećem. Pojedini autori ističu kako upravo faza integracije određuje uspjeh spajanja ili akvizicije<sup>94</sup>. U post-akvizicijskoj fazi, prilikom integracije, ključnu ulogu ima menadžment poduzeća. U malim i srednjim poduzećima tu ulogu će imati poduzetnik, koji mora učinkovito komunicirati organizacijske ciljeve zaposlenicima unutar oba poduzeća<sup>95</sup>. Pojedini autori naglašavaju kako se malim akvizicijama lakše upravlja, te da je proces integracije jednostavniji nego u velikim poduzećima<sup>96</sup>, što u konačnici može ublažiti neke od uobičajenih problema integracije koje imaju velika poduzeća<sup>97</sup>.

**Nepodudaranje organizacijskih kultura** dvaju poduzeća je među najistaknutijim razlozima za neuspjeh akvizicije<sup>98</sup>. Podudaranje organizacijskih kultura dvaju poduzeća izrazito je bitno i za mogućnost ostvarivanja sinergijskih efekata<sup>99</sup>. Poduzeća koja imaju slične organizacijske kulture, zasigurno će trošiti manje vremena na integraciju zaposlenika, te će biti u stanju ostvariti brže i veće sinergijske efekte.

Akvizicijski procesi su kompleksni, a za uspješno provođenje akvizicije u svim njenim fazama odgovoran je menadžment poduzeća. Često postavljano pitanje vezano je uz iskustvo menadžmenta u provođenju akvizicija, te ulogu prethodnog iskustva i znanja u ovim procesima. Dio literature o **akvizicijskom iskustvu** obično prikazuje krivulju učenja kako bi se ukazalo na to kako se s povećanim brojem akvizicija povećava i pozitivan učinak akvizicije u post-akvizicijskom razdoblju<sup>100</sup>. Istraživanja upućuju na to kako je iskustvo nužan, ali ne i dovoljan uvjet za provođenje uspješne akvizicije. Iskustvo kupca doprinosi većim financijskim povratima, ukoliko se primjenjuje na preuzeta poduzeća u istim ili sličnim industrijama, te kulturološki ili geografski istim ili sličnim regijama<sup>101</sup>. Međutim, izuzetno veliki povrati poduzeća koja su sudjelovala u velikom broju serijskih transakcija, imali su tendenciju pada tijekom vremena<sup>102</sup>. Pojedini autori ove nalaze povezuju s menadžerskom oholosti tvrdeći kako serijski kupci često postaju samouvjereni provođenjem velikog broja akvizicija, te u konačnici precjenjuju mogućnosti ostvarivanja sinergijskih efekata<sup>103</sup>.

U kontekstu istraživanja malih i srednjih poduzeća Salvato et al. (2007) daju zanimljive nalaze istraživanja akvizicijskih sposobnosti. Kroz provedeno kvalitativno istraživanje uočavaju kako su poduzeća iz njihovog uzorka učila kroz akvizicijske procese, te su na temelju učenja bila u mogućnosti stvoriti **znanje o akvizicijama** (*engl. acquisition knowledge*). Poduzeća su akvizicije provodile s određenim oprezom i bez izlaska izvan raspona kompetencija koje je poduzeće već posjedovalo. U gotovo svim promatranim slučajevima, velika pažnja kupaca posvećena je razumijevanju i poštovanju potreba prodavatelja. Većina poduzeća u uzorku, i sa strane kupaca i prodavatelja, bila su obiteljska poduzeća, te su dobro razumjela mehanizme koji pokreću obitelj na prodaju poslovanja i mehanizme koji utječu na ponašanje vlasnika u fazi pregovaranja. Poduzeća koja su napravila nekoliko akvizicija bila su u stanju razviti napredne akvizicijske strategije u kojima su diverzificirala stupanj i način integracije s ciljanim poduzećem umjesto da su slijedili iste načine kao i u prethodnim akvizicijama. Također, poduzeća iz ovog uzorka pokazala su sposobnost spoznaje svojih pogrešaka kao i razloga svoga uspjeha, te su bila u stanju izmijeniti vlastito ponašanje u akvizicijskim procesima tijekom vremena što je rezultat prethodno naučenih lekcija<sup>104</sup>.

## 4.6. Mjerenje efekata akvizicija

Opredjeljivanjem za akviziciju poduzeća žele ostvariti postavljene ciljeve, prvenstveno sinergijske efekte, povećanje efikasnosti ili tržišnu moć. Također poduzeća teže ostvarivanju određenih financijskih koristi, poput povećanja prihoda ili dobiti, što će u konačnici rezultirati i povećanjem vrijednosti cjelokupnog poslovanja. Neka poduzeća uspijevaju ostvariti zacrtane ciljeve, neka ostvare iznadprosječne dobitke, a neka podbace u odnosu na očekivanja. Dosadašnja istraživanja upućuju kako manje od 50% akvizicija ostvari zacrtane ciljeve i sinergijske efekte<sup>105</sup>, međutim mjerenje uspjeha i neuspjeha akvizicije uvelike ovisi o **očekivanjima preuzimatelja, ali i načinu na koji se uspjeh mjeri**.

Mjerenje učinaka, odnosno efekata akvizicija ponovno je dobro istraženo područje u segmentu akvizicija velikih poduzeća gdje je fokus na mjerenju financijskih rezultata ili kretanja vrijednosti dionica poduzeća<sup>106</sup>.

Literatura razlikuje velik broj mjera standardno korištenih za mjerenje efekata akvizicije. Primjerice, primjenjuju se različiti financijski pokazatelji kao što su stopa povrata na imovinu ili kapital, promjena volumena prodaje ili profita kao i promjena u vrijednostima cijena dionica prije i nakon objave akvizicije<sup>107</sup>. Prethodna istraživanja upućuju kako dvije trećine svih preuzimanja rezultira financijskim neuspjehom prema kriteriju **ostvarenog profita u odnosu na očekivanja**<sup>108</sup>. Promatrajući povećanje vrijednosti za dioničare, prethodne studije pokazale su mješovite rezultate – i pozitivne<sup>109</sup> i negativne prinose<sup>110</sup> za dioničare.

Dio efekata akvizicija može biti izmjeren standardnim predloženim metodama, ali potrebno je istaknuti kako, osim mjerljivih koristi proizašlih iz akvizicije, postoje i one **neopipljive**, odnosno **teže mjerljive koristi**. Ulaskom u akviziciju poduzeća žele ostvariti mjerljive koristi kao što je primjerice osvajanje specifičnog tržišta ili kupaca, ali jednako tako žele ostvariti i one teže mjerljive, poput pristupa novim tehnologijama, znanjima i slično. Upravo zbog toga pojedini autori<sup>111</sup> zalažu se za povezivanje motiva i ishoda akvizicije, s obzirom da motivi za ulazak u akviziciju imaju glavnu ulogu u akvizicijskom procesu, te posljedično utječu i na ishode akvizicije te mjerenje njenih efekata<sup>112</sup>.

Kvalitativnom analizom četiri studije slučaja Hassan et al. (2018) dolaze do zaključka kako se ishodi spajanja i akvizicija mogu preciznije izmjeriti usklađivanjem s motivima koje su utvrdila poduzeća koja su radila preuzimanja. Autori sugeriraju da procjena ishoda spajanja i akvizicija treba obuhvatiti sve faze procesa, od pred-akvizicijske pa sve do post-akvizicijske faze. Za većinu poduzetnika, uspješnost akvizicije ovisit će o uspješno realiziranoj integraciji preuzetog poduzeća u post-akvizicijskoj fazi.

U skladu s preporukama prethodnih istraživanja kod analize istraživanih slučajeva u ovoj knjizi, ishodi akvizicije bit će povezani s očekivanjima poduzetnika. Ovaj pristup omogućit će kvalitetnije mjerenje efekata, kao i mjerenje pojedinih sinergijskih efekata koji nisu opipljivi i ne reflektiraju se nužno u financijskim izvještajima.

## 4.7. Efekti akvizicija u malim i srednjim poduzećima

Istraživanja među velikim poduzećima su pokazala da velik dio akvizicija u konačnici ne rezultira uspjehom, odnosno rastom. S druge strane, mali je broj studija fokusiran je na istraživanje rasprostranjenosti akvizicija kao načina rasta među malim i srednjim poduzećima, a još manji broj istraživanja pokušao je istražiti kako različiti oblici rasta utječu na poduzeće tijekom vremena.

Bitno je istaknuti kako ipak postoje empirijski dokazi koji upućuju na višestruke koristi akvizicija među malim i srednjim poduzećima, posebno u smislu mogućnosti ostvarivanja većeg organskog rasta u razdoblju nakon akvizicije, ali i mogućnosti dobivanja novog organizacijskog znanja.

Vermeulen i Barkema (2001) navode kako akvizicija može imati pozitivan utjecaj, odnosno "oživjeti" poduzeća koja su preuzeta, te potaknuti njihov dugoročni opstanak.

Novi vlasnici mogu donijeti novi strateški smjer poduzeća, bolje upravljati njegovim resursima, ali i donijeti nove ideje.

Salvato et al. (2007) tvrde kako akvizicije mogu biti jedan od načina za oslobađanje poduzetničkih aktivnosti u poduzeću. Autori smatraju kako pod "određenim uvjetima, akvizicije mogu biti odgovor na zrelost, okoštavanje i jednostavnost resursa, jer oživljavaju neko poduzeće i poboljšavaju njegovu sposobnost predviđanja ili adekvatne reakcije na vanjske uvjete". Navedeno potvrđuju i na temelju kvalitativnog istraživanja provedenog na uzorku 18 talijanskih poduzeća koje je pokazalo da pozitivni ishodi akvizicijskog rasta nastaju kao rezultat sposobnosti iskorištavanja svježeg organizacijskog znanja.

Lockett et al. (2011) kroz provedeno empirijsko istraživanje daju potporu navedenom zaključujući kako **korištenje akvizicije kao načina rasta u jednom razdoblju podupire daljnji organski rast poduzeća u narednom razdoblju**. Suprotno tome, organski rast u prvom razdoblju smanjuje količinu organskog rasta postignutog u sljedećem razdoblju<sup>113</sup>.

Arvanitis i Stucki (2015) istražili su kako korištenje akvizicije među malim i srednjim poduzećima utječe na poduzeće preuzimatelja. Istraživanje je provedeno na uzorku koji je obuhvaćao sva švicarska poduzeća koja su provela akviziciju u razdoblju od 2006. do 2008. godine, a od kojih su većina uglavnom bila mala i srednja. Studija je obuhvatila različite aspekte uspješnosti kroz korištenje pet različitih mjera uspješnosti: investicijski rashodi, broj zaposlenih, prihod od prodaje, dodana vrijednost po zaposleniku, te prodaja inovativnih proizvoda po zaposleniku. Kroz istraživanje su potvrđeni pozitivni učinci akvizicija za tri od pet pokazatelja: prihod od prodaje, dodana vrijednost po zaposleniku, te prodaja inovativnih proizvoda po zaposleniku. Činjenicu kako nisu pronađeni nikakvi pozitivni učinci na zapošljavanje i investicije, autori tumače na

način kako su sinergijski efekti ostvareni kroz akviziciju doveli to povećanja prosječne produktivnosti poduzeća preuzimatelja, čak i bez dodatnih ulaganja<sup>114</sup>.

Mawson i Brown (2017) kroz kvalitativno istraživanje empirijski potvrđuju kako je pristup znanju kao ključnom resursu u središtu akvizicija. Akvizicije su poslužile poduzećima za dobivanje novog znanja koje je dalje korišteno u inoviranju različitih aspekata poslovanja.

U nastavku, opisani su i analizirani primjeri akvizicija koje su proveli vlasnici malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj.



# 5

## ANALIZA PRIMJERA AKVIZICIJSKOG RASTA MALIH I SREDNJIH PODUZEĆA U HRVATSKOJ

Kratki opisi analiziranih slučajeva akvizicija

Analiza slučajeva

Motivacija poduzetnika za akviziciju

Motivacija za prodaju poduzeća

Izazovi akvizicijskog procesa

Upravljanje ljudskim potencijalima u procesu preuzimanja poduzeća

Procjena vrijednosti poduzeća, uloga savjetnika i financiranje akvizicije

Uključenost poduzetnika u proces i prethodno akvizicijsko iskustvo

Efekti i (ne)isplativost akvizicija

Konceptualni model

## “Akvizicija je bila prilika za vježbanje vlastite hrabrosti.”

Intervjuirani poduzetnik

Osam poduzeća čije su akvizicijske aktivnosti prikazane u ovom poglavlju svrstavaju se u skupinu malih i srednjih poduzeća<sup>115</sup>, ali unatoč tome razlikuju se po brojnim karakteristikama kao što su industrija u kojoj posluju, broj zaposlenih, organizacijski dizajn i slično. Slučajevi se razlikuju i po broju akvizicijskih procesa u kojima su poduzetnici sudjelovali. Akvizicijske aktivnosti u promatranim slučajevima razlikovale su se u tome jesu li poduzetnici koji su provodili akvizicije sudjelovali u kupovini poslovnih udjela (*engl. share deal*), odnosno cjelokupnog poslovanja poduzeća ili samo dijela imovine poduzeća (*engl. asset deal*).

Pojedine transakcije kupovine poslovnih udjela razlikuju se u tome je li poduzetnik, odnosno kupac u potpunosti integrirao kupljeno poduzeće u svoje poslovanje ili je poduzeće nastavilo samostalno poslovati s novim vlasnikom na čelu.

Odabrani slučajevi nastali su kao rezultat prikupljanja primarnih empirijskih podataka kroz provođenje polu-strukturiranih intervjua sa poduzetnicima i sekundarnih empirijskih podataka kroz istraživanje medijskih objava i analizu dostupnih financijskih podataka. Slučajevi prate rast poduzeća i akvizicijske procese zaključno s krajem 2018. godine.

U svrhu dobivanja što boljeg uvida u akvizicijske aktivnosti istraživanih poduzeća, slučaj svakog poduzeća ukratko je pojedinačno opisan, dok je u nastavku napravljena usporedba slučajeva. Kroz opisane slučajeve su istaknuti glavni motivi vlasnika poduzeća za poduzimanje akvizicije kao i efekti, odnosno koristi koje su proizašle iz akvizicije.

U tablici 3 prikazan je pregled osnovnih podataka o poduzećima koja su sudjelovala u istraživanju.

**Tablica 3: „Osobna iskaznica“ analiziranih slučajeva\***

SLUČAJ	INDUSTRIJA	VRSTA AKVIZICIJE
<b>Slučaj A</b>	Proizvodnja i prerada ljekovitog i aromatičnog bilja	Prodaja i kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> ) i kupovina brenda ( <i>asset deal</i> )
<b>Slučaj B</b>	Proizvodnja ploča, listova, cijevi i profila od plastike	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )
<b>Slučaj C</b>	Trgovine sportskom opremom	Kupovina dijela poslovanja – imovine i zaliha poduzeća ( <i>asset deal</i> )
<b>Slučaj D</b>	Tiskarska djelatnost	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )
<b>Slučaj E</b>	Računalne, informacijske i telekomunikacijske usluge	Kupovina dijela poslovanja ( <i>asset deal</i> )
<b>Slučaj F</b>	Proizvodnja i trgovina instalacijskim materijalom	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )
<b>Slučaj G</b>	Logističke usluge, prijevoz i skladištenje	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )
<b>Slučaj H</b>	Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )

*Izvor: izrada autora prema prikupljenim i analiziranim podacima odabranih poduzeća*

\* Izmjenom imena osoba i poduzeća uključenih u istraživanje, te pojedinih ključnih informacija o poslovanju poduzeća nastojala se osigurati diskrecija i zaštita privatnosti sudionika istraživanja.

## 5.1. Kratki opisi analiziranih slučajeva akvizicija

### Slučaj A

Slučaj A opisuje obiteljsko poduzeće koje je koristeći organski, ali i akvizicijski rast postalo vodeći regionalni proizvođač i prerađivač ljekovitog i aromatičnog bilja. Poduzeće osnovano 1990. godine u početku se bavilo isključivo uzgojem ljekovitog bilja, ali kroz godine vlasnici poduzeća proširuju djelatnost na otkup i preradu samoniklog bilja te na proizvodnju čajeva.

Iznenadnom smrti vlasnika 2013. godine dolazi do smjene generacija u poduzeću, a vođenje poduzeća nastavljaju djeca preminulog vlasnika. U sljedećih nekoliko godina poduzeća nastavlja rasti organski, ali sudjeluje i u nekoliko akvizicijskih procesa na strani kupca, ali i na strani prodavatelja.

Slučaj opisuje sklapanje strateškog partnerstva s dugogodišnjim partnerskim poduzećem iz Italije kroz zamjenu udjela u poduzećima, te akviziciju branda čajeva renomiranog domaćeg poduzeća. Akvizicijski procesi kroz koje je poduzeće prošlo u 2014. do 2018. godine omogućili su poduzeću rast kroz stvaranje sinergijskih efekata povećanjem proizvodnje, razmjenom znanja (*engl. know-how*) te povećanjem tržišnih udjela preuzimanjem poznatog branda.

### Slučaj B

Slučaj B opisuje akvizicijske aktivnosti grupe poduzeća koja se bave proizvodnjom i distribucijom ambalažnih proizvoda na tržištu Europe. Od svog osnivanja 1992. godine pa sve do 2014. godine kada se za grupu događa značajna akvizicija, poduzeća unutar grupe rastu organskim putem.

Važan dobavljač i konkurent poduzeća 2014. godine najavljuje povlačenje s tržišta regije te prodaju poslovanja. Konkurentsko poduzeće zauzima 30% hrvatskog tržišta, a ima i značajne udjele na tržištima regije kroz sestrinska poduzeća osnovana u susjednim zemljama.

Preuzimanjem distribucijskog poduzeća u Hrvatskoj, ali i u regiji ostvareni su sinergijski efekti za cijelu grupu. Ujedno preuzimanjem konkurenta spriječen je ulazak nepoznate konkurencije na tržište Hrvatske, ali i regije.

## Slučaj C

Slučaj C opisuje akvizicijske aktivnosti poduzeća koje se bavi maloprodajom sportske odjeće. Dvojica braće osnovala su poduzeće 1994. godine te je ono kroz godine raslo organskim putem, prevladavajući brojne organizacijske izazove uzrokovane brzim organskim rastom.

Razvijajući poslovanje tijekom godina, poduzeće je ostvarilo uspješnu suradnju s *Nikeom* i *Adidasom* te je otvoreno i nekoliko *mono* brand trgovina kao i nekoliko specijaliziranih trgovina sportskom opremom. Zbog promjena na tržištu sportskom opremom, glavni proizvođači opreme inzistiraju na specijalizaciji u određenim sportovima, kao i na okrupnjivanju tržišta. Zbog toga se vlasnici poduzeća odlučuju preuzeti konkurentsko poduzeće iz drugog dijela Hrvatske koje se našlo u financijskim problemima.

Preuzimanjem konkurentskog poduzeća ostvaruju se sinergijski efekti kroz regionalno proširivanje tržišta, a poduzeće ulazi u segment specijaliziranih trgovina nogometnom opremom. Dodatno, poduzeće uspijeva konsolidirati tržište i povećati pregovaračku moć prema istaknutim dobavljačima sportskom opremom.

## Slučaj D

Slučaj opisuje akvizicijske aktivnosti dvojice partnera i suvlasnika, te rast kroz *portfolio* poduzeća koristeći akviziciju. Dvojica partnera osnovali su 1989. godine poduzeće koje je pružalo usluge fotokopiranja. Kroz godine poduzeće raste organskim putem te proširuje poslovanje na prodaju i najam fotokopirnih uređaja i pisača te ostale uredske opreme i potrošnog materijala.

Usljed promjene u trendovima i smanjene potražnje za uslugama fotokopiranja vlasnici otvaraju drugo poduzeće u tiskarskoj industriji, specijalizirano za digitalni tisak te tisak velikih formata. Oba poduzeća ostvaruju rast organskim putem sve do 2017. godine kada partneri odlučuju preuzeti poduzeće unutar industrije čiji vlasnik zbog bolesti nudi poduzeće na prodaju.

Preuzimanjem poduzeća unutar industrije koje je specijalizirano za pripremu i izradu knjiga i ostalih tiskanih materijala partneri stvaraju *portfolio* poduzeća. Stvaranjem *portfolio* poduzeća ostvareni su brojni sinergijski efekti kao što su proširenje ponude tiskarskih usluga i privlačenje novih kupaca, ali i dijeljenje znanja među poduzećima.

## Slučaj E

Slučaj E opisuje akvizicijske aktivnosti poduzeća unutar IT industrije, čiji vlasnik ima bogato akvizicijsko iskustvo od početka jer u poduzetništvo ulazi 2009. godine kupnjom udjela uhodanog poduzeća. IT industrija izrazito je dinamična i kompetitivna pa se poduzeće 2017. godine odlučuje na akviziciju unutar industrije.

Poduzeće iz slučaja E koje je specijalizirano za sistemsku integraciju, odnosno projektiranje informacijskih sustava izrazito je ovisno o dobavljačima računalnih komponenti (*IBM, Hewlett-Packard* ili *Dell*) koji imaju ekskluzivne partnerske ugovore s dva do tri poduzeća, stoga je otežano sklapanje novih direktnih ugovora s njima.

Preuzimanjem konkurentskog poduzeća 2017. godine čiji vlasnici odlaze u mirovinu ostvaruju se brojni sinergijski efekti za poduzeće kao što su je direktan pristup jednom od vodećih proizvođača računalnih komponenti, što omogućuje poduzeću pristup novim kupcima kojima do tada nisu mogli plasirati proizvode. Dodatno, poduzeća mogu raditi *cross-selling*, odnosno ponuditi nove proizvode postojećim kupcima oba poduzeća.

## Slučaj F

Slučaj F opisuje akvizicijske aktivnosti poduzeća koje se bavi distribucijom instalacijskih materijala. Poduzeće osnovano 2004. godine raslo je organski sve do 2007. godine kada ulazi u zajedničku investiciju pokretanja proizvodne linije s dobavljačem cijevi.

Kroz razdoblje od pet godine poduzeće polako preuzima udjele poduzeća koje je prethodno bilo dobavljač cijevi. Inicijalno 2007. godine poduzeće sudjeluje u investiciji s 30% sredstava, zatim 2010. godine otkupljuje 35% udjela u poduzeću, 2011. godine dodatnih 30% udjela, a konačnih 35% udjela 2012. godine čime okončava akviziciju.

Preuzimanjem dobavljača cijevi poduzeće ostvaruje važan sinergijski efekt, a to je mogućnost kontrole dodatnih dijelova lanca vrijednosti čime osigurava pristup vlastitom instalacijskom materijalu. Dodatno poduzeće je u mogućnosti smanjiti i dio troškova objedinjavanjem službi i logističkih procesa.

## Slučaj G

Slučaj G opisuje akvizicijski rast obiteljskog poduzeća specijaliziranog za usluge međunarodnog transporta, špedicije i logistike. Poduzeće osnovano 1990. godine uspješno je raslo organskim putem. U 2013. godini vođenje poduzeća preuzima sin vlasnika koji 2016. godini uočava priliku za akviziciju.

Industrija logističkih usluga izrazito je fragmentirana te ju karakterizira velik broj konkurenata. Zbog navedenog, Poduzeće G specijalizirano za transport cestovnim putem odlučuje se preuzeti poduzeće koje je specijalizirano za pomorski transport.

Preuzimanjem ovog poduzeća ostvareni su brojni sinergijski efekti, a najvažniji od njih je ulazak u novi segment transporta, čime je poduzeće povećalo svoju tržišnu snagu kroz akviziciju novih kupaca. Dodatno, poduzeće je ostvarilo i koristi od razmjene znanja i iskustva zaposlenika dvaju poduzeća.



## Slučaj H

Slučaj H opisuje akvizicijske aktivnosti poduzetnika u ugostiteljskoj industriji, koji kao serijski poduzetnik pokretanjem, kupovanjem i prodajom pothvata uspijeva ostvariti rast. Fokusrirajući se isključivo na ugostiteljsku djelatnost od 2003. godine poduzetnik uspješno kombinira organski i akvizicijski rast poduzeća kako bi ojačao svoju poziciju na tržištu.

U slučaju su istaknute akvizicijske aktivnosti poduzetnika, među kojima se ističe preuzimanje poslovanja *cafe* bara smještenog na atraktivnoj lokaciji unutar studentskog kampusa 2016. godine.

Preuzimanje uhodanog dnevnog *café*-bara donosi brojne koristi za poduzetnika: poduzetnik je u mogućnosti osigurati bolju likvidnost poslovanja jer priljevi poslovanju dolaze iz različitih izvora (noćni *club* i dnevni bar). Dodatno poduzetnik kroz preuzimanje ugovora o najmu lokala osigurava atraktivnu lokaciju do koje je teško doći te povećava svoju pregovaračku moć prema dobavljačima zajedničkim nastupom na tržištu.

U nastavku knjige prikazana je analiza 8 slučajeva akvizicija u kontekstu prethodnih istraživanja o akvizicijskom rastu malih i srednjih poduzeća. Posebna područja interesa bila su motivacija poduzetnika za akviziciju, izazovi akvizicijskog procesa te efekti i (ne) isplativost akvizicije.

## 5.2. Motivacija poduzetnika za akviziciju

Prethodna istraživanja identificirala su postojanje internih i eksternih ograničenja organskom rastu. Analizirani primjeri akvizicijskog rasta ukazali su na ograničenost mogućnosti daljnjeg organskog rasta poduzeća vanjskim čimbenicima (primjerice, promjenama unutar industrije, konkurencijom i sl.). Poduzetnici su se odlučili na akviziciju kako bi premostili eksterna ograničenja organskog rasta i ostvarili mogućnost daljnjeg rasta.

“Nismo se imali kamo širiti pa je bilo logično da kupimo drugo poduzeće.”  
(*Slučaj B*)

U pojedinim industrijama ograničavajući ugovori s dobavljačima imali su važnu ulogu u motiviranju poduzetnika na odabir akvizicije kao načina rasta.

“... IT tržište ima određeni broj vendora, znači velikih proizvođača. Ako govorimo o sistem integratorskom poslu koji mi radimo, tu imamo tri do četiri vendora. Svaki vendor ima dva do tri partnera koji su veliki i važni za neku državu. *BC Computer* je bio jedan od najvećih *HP* partnera sa najvećim statusom i najvećim *market shareom* i nama je bila ideja da kupovinom *BC Computera* dobijemo tržište koje kupuje *HP* proizvode.” (*Slučaj E*)

Rast poduzeća, u ovom slučaju u dijelu sistem integratorskog segmenta poslovanja u IT industriji, bio je limitiran nemogućnošću povezivanja s dobavljačima koji su već bili prisutni na hrvatskom tržištu i poslovali s konkurentskim poduzećima. Pristup ključnim dobavljačima zasigurno je valjan razlog za poduzimanje akvizicije, kao i povećanje pregovaračke moći prema trenutnim dobavljačima, stoga i poduzetnici u drugim promatranim slučajevima ističu ovu komponentu kao važnu.

U slučaju trgovine sportskom opremom, akvizicija konkurentskog poduzeća nije samo ublažila snažan utjecaj koji dobavljači imaju unutar industrije povećanjem pregovaračke moći poduzeća, već je osigurala opstanak poduzeća na tržištu. Akvizicija se u ovom slučaju pokazala kao nužan izbor za vlasnike poduzeća.

“Nakon preuzimanja podržali su nas i dobavljači, jedan i drugi, i *Nike* i *Adidas*. Da sad *Nike* izađe iz zemlje [*jedan od dva ključna dobavljača*], onda nam je bar ostao drugi [*Adidas*]. Da nismo preuzeli u to vrijeme, ne bi više uopće poslovali s *Nikeom*. Ne bi nas bilo na tržištu.” (*Slučaj C*)

Drugi istraživani slučajevi upućuju na to kako, iako su poduzeća imala mogućnost daljnjeg rasta organskim putem, odlučila su se na akviziciju, te na taj način proširila opseg poslovanja i ostvarila značajne sinergijske efekte. Pojedina poduzeća željela su rasti u određenim segmentima poslovanja, a korištenje akvizicije omogućilo im je rast u industrijama koje su izrazito fragmentirane. Na taj način poduzeća su jačala svoju konkurentsku prednost ostvarivanjem bolje tržišne pozicije.

“Naša branša je vrlo konkurentna, vrlo fragmentirana tako da bih rekao da je konkurencija užasno jaka i postoje sigurno deseci kompanija koje mogu ponuditi dobar pomorski transport i dan danas, stotine kompanija može ponuditi dobar cestovni transport koji je najznačajniji.” (Slučaj G)

Akvizicija za poduzeće iz *slučaja G*, koje posluje unutar industrije prijevoza i skladištenja nije predstavljala imperativ, ali svakako je predstavljala stratešku opciju na koju je vlasnik poduzeća bio spreman ukoliko se za nju ukaže prilika. Vlasnik poduzeća bio je spreman razmotriti različite opcije, pa tako i akviziciju kako bi poslovanje proširio u druge segmente, povećao tržišnu snagu, te u konačnici ostvario rast.

“Sigurno nije način da kažemo moramo ići u akviziciju „pošto-poto“. Mala i srednja poduzeća si pogotovo to ne mogu dopustiti jer nemaju za to niti financijske resurse, a bome niti ljudske da se netko stalno sa tim bavi, tako da sam ja to nazvao **spavanje sa jednim okom otvorenim**. I mi smo bili u toj fazi. Znali smo da želimo rasti, znali smo u kojim segmentima želimo rasti, to je bio pomorski transport, zračni transport.” (Slučaj G)

U industriji koju karakteriziraju niske barijere ulaska te mnogobrojna konkurencija kao što je ugostiteljska industrija u *slučaju H*, vlasnik se odlučuje na akviziciju zbog određenih koristi koje u tom trenutku ne bi mogao ostvariti drugim putem. Preuzimanje može biti motivirano dolaskom do specifične imovine, opreme i slično, koju poduzeće ne bi moglo drugačije steći. Poduzeće koje posjeduje prodajna mjesta (u *slučaju H* – ugovor o najmu ugostiteljskog objekta) na atraktivnim lokacijama može biti zanimljiva meta za preuzimanje. Osim toga, poduzetnik naglašava i potrebu za širenjem u pojedinim segmentima poslovanja kako bi osigurao dodatnu likvidnost.

“Već sam 2002. godine uplovio u taj biznis sa *Mambo No. 5*. To je bio noćni klub i već onda sam razmišljao da bi mi trebao i neki dnevni posao zbog toka novca. Posebno je to bilo izraženo prije nekoliko godina i onda sam odlučio kupiti *Student caffe*. Svidio mi se prostor, jako sam htio taj lokal, i dan danas mi to super djeluje, ta terasa i sve...” (Slučaj H)

U ovom slučaju poduzetnik je procijenio kako na određenoj lokaciji ne bi mogao razvijati poslovanje organski kroz otvaranje novog ugostiteljskog objekta, stoga se odlučuje na akviziciju poduzeća koje ima sklopljen ugovor o najmu prostora na željenoj lokaciji. Akvizicija je u ovom slučaju korištena kao alat za pristup atraktivnoj poslovnoj lokaciji što je izrazito bitno u ugostiteljskoj industriji.

“U principu vrlo jednostavno. Ja sam kupio tvrtku koja je bila u zakupu i najam je nastavio vrijediti.” (Slučaj H)

U *slučaju H* moguće je pretpostaviti kako je kod vlasnika postojala jaka interna motivacija za odluku o akviziciji. Također, kod pojedinih drugih vlasnika postojala je jaka interna motivacija za provedbu akvizicije i testiranje vlastitih poduzetničkih i menadžerskih sposobnosti.

“Akvizicija je bila prilika za vježbanje vlastite hrabrosti.” (Slučaj F)

Vlasnici koji nisu nužno morali odabrati akviziciju kako bi premostili ograničenja industrije, uočili su kako bi akvizicija mogla biti koristan alat za ostvarivanje mogućnosti rasta kroz primjerice proširenje ponude.

“Nakon trećeg razgovora s vlasnikom, meni i mom partneru preuzimanje se činilo kao dobra ideja zbog proširenja ponude.” (Slučaj D)

Promjene u eksternom okruženju, prvenstveno industriji, utjecale su na poduzetnike prilikom odluke o ulasku u akviziciju. No, bez obzira na utjecaj eksternog okruženja, poduzetnici su motivirani i na ulazak u akviziciju zbog **mogućnosti ostvarivanja različitih sinergijskih efekata** od dijeljenja znanja (*know-how*) i materijalnih resursa, pa do jačanja pregovaračke moći i produbljanja lanca vrijednosti.

U osam istraživanih slučajeva poduzetnici su bili motivirani za preuzimanje upravo s ciljem stvaranja dodane vrijednosti i sinergijskih efekata.

“Mi smo se na akviziciju odlučili zbog dva razloga. Prvo zbog sinergijskog efekta, ali najveći razlog je bio da ne uđe druga konkurencija.” (Slučaj B)

Preuzimanjem konkurentskog poduzeća u *slučaju B* spriječen je ulazak nepoznate konkurencije, ali je i povećana tržišna moć poduzeća povećavanjem tržišnih udjela.

U *slučaju D* preuzimanje poduzeća motivirano je stjecanjem novih kapaciteta i sposobnosti i jačanjem konkurentске pozicije poduzeća na tržištu.

“Meni i mom partneru se *preuzimanje poduzeća* učinilo kao interesantna ideja zato što su isto radili tisak, ali drugu vrstu tiska. Mi smo imali digitalni tisak, a oni imaju ofsetni tisak. Smatrali smo da bi jednostavno nadopunili ponudu, znači ako bismo uzeli *Grafic Lab* i objedinili sve zajedno bili bi jedna od većih firmi u tom biznisu čak i u Hrvatskoj, koja može odraditi puno stvari što se tiče tiskanja materijala. I zaista je tako.” (Slučaj D)

Mogućnost širenja ponude usluga posljedično dovodi do privlačenja novih kupaca i ugovaranja novih projekata što utječe na povećanje tržišne snage poduzeća.

“Očekivao sam više posla, očekivao sam da ćemo imati rast prihoda.” (Slučaj D)

“Očekivali smo nove klijente i to smo i dobili.” (Slučaj G)

Ulazak u pojedine nove segmente unutar industrije, kao što je to segment pomorskog prometa u *slučaju G*, posljedično bi također trebao utjecati i na jačanje tržišne pozicije poduzeća.

Prethodna istraživanja o spajanjima i akvizicijama kao i razvijene teorije velikim dijelom fokusirane su na istraživanje motiva vlasnika za provođenje akvizicije. Također, pregled teorija o spajanjima i akvizicijama među malim i srednjim poduzećima upućuje na to kako su glavni motivi za provođenje spajanja i akvizicija među malim i srednjim poduzećima uglavnom motivirani stvaranjem, a ne uništavanjem vrijednosti<sup>116</sup>. Upravo su i **vlasnici promatranih poduzeća razmišljali isključivo o nastavku poslovanja poduzeća koje su preuzimali, te stvaranju dodatne vrijednosti prvenstveno kroz sinergijske efekte**

**kao i povećanje tržišne snage.** Analiza motiva poduzetnika za preuzimanje poduzeća u promatranim slučajevima upućuju na to kako su vlasnici malih i srednjih poduzeća **motivirani stvaranjem vrijednosti kroz sinergijske efekte.**

U istraživanim slučajevima akvizicije su velikim dijelom motivirane mogućnošću stvaranja **sinergija iz povećanja tržišne snage poduzeća, te kroz ostvarivanje operativnih sinergija.** Važno je naglasiti kako je za pojedina poduzeća akvizicija predstavljala jedini način opstanka, ali i preduvjet održavanja koraka s konkurencijom, kao što je to primjerice u *slučaju C*, gdje vlasnici naglašavaju upitnost daljnjeg poslovanja i opstanka poduzeća u slučaju da nisu proveli akviziciju. Pritisci iz poslovnog okruženja utjecali su na izbor akvizicije kao strateške opcije. Osim toga, slučaj pokazuje kapacitet vlasnika poduzeća za **strateško promišljanje o svojoj budućnosti.** Posredstvom akvizicije vlasnici su, ne samo uspjeli održati poduzeće na tržištu, već su ostvarili značajne sinergijske efekte kao i rast. Za pojedine poduzetnike (*slučaj A, slučaj F, slučaj B*) akvizicija je bila prilika za kontrolu dodatnih dijelova lanca vrijednosti. Na primjer, poduzeće iz *slučaja F* preuzimanjem dobavljača (*engl. backward integration*) smanjilo je ovisnost o drugim dobavljačima, te osiguralo bolji protok materijala koji distribuira.

Zadovoljstvo vlasnika provedenom akvizicijom kao i pozitivni efekti akvizicije istaknuti su u sedam od osam istraživanih slučajeva. Samo u jednom slučaju - poduzeća koje se bavi preradom ljekovitog bilja i proizvodnjom čajeva, poduzetnik je istaknuo nezadovoljstvo dugim trajanjem procesa i smanjenjem tržišnih udjela branda u procesu preuzimanja.

| “Nisam dobio *market share* koji sam očekivao kao najvažniju stvar.” (*Slučaj A*)

Iako je i vlasnik navedenog poduzeća bio motiviran stvaranjem vrijednosti, te su postojale dobre namjere, proces nije u potpunosti dobro proveden za što su dijelom odgovorni eksterni uvjeti (dugotrajni proces čekanja na financijska sredstva iz EU fondova i sporost birokracije), a dijelom i sami prodavatelj i preuzimatelj. Prepuštanje procesa *rebrandinga* prethodnom vlasniku, te dugotrajno čekanje na zatvaranje financijske konstrukcije pokazali su se kao pogrešna odluka preuzimatelja. Premda nakon akvizicije novi vlasnik ulaže napore u upravljanje brandom i uspijeva povećati njegove tržišne udjele, poduzeće zbog navedenih okolnosti nije uspjelo ostvariti planirane pozitivne sinergijske efekte.

## 5.3. Motivacija za prodaju poduzeća

Motivi samih prodavatelja u istraživanim slučajevima mogli su u određenoj mjeri utjecati na odluku vlasnika za ulazak u akviziciju, kao i na proces i uspješnost ishoda akvizicije. U pojedinim slučajevima prethodni vlasnici su donijeli stratešku odluku o izlasku iz poslovanja kako bi dodatno osnažili druge aktivnosti unutar svog poslovanja.

“Maknuli se iz distribucije i fokusirali na proizvodnju. Shvatili su da puno više gube. Ako imaju tvrtku u nekoj zemlji, svoj proizvod ne mogu plasirati preko druge tvrtke, nego samo preko te.” (Slučaj B)

U *slučaju B* prethodni vlasnik preuzetih poduzeća bilo je veliko svjetski poznato poduzeće koje je nakon provedene analize poslovanja donijelo zaključak o neisplativosti poslovanja na tako malom geografskom području regije.

“*Packing Ltd.* je shvatio da je otišao predaleko u dubinu. Svoju proizvodnju distribuira preko svojih kompanija, ali jako široko i u puno zemalja i onda to Uprava iz Londona nije mogla kontrolirati.” (Slučaj B)

U slučaju posljednje akvizicije provedene 2018. godine, u *slučaju H* vidljivo je kako se ugostiteljski objekt koji prethodni vlasnik vodi ne uklapa u ukupno poslovanje što je motiviralo vlasnika na prodaju.

“Oni se uglavnom bave restoranima i to je bio jedini kafić u portfelju, pa im se nije uklapalo u daljnje poslovanje.” (Slučaj H - akvizicija 2018.)

Slučaj *poduzeća C* koje se bavi prodajom sportske opreme ukazuju na to kako je razlog prodaje poduzeća potaknut financijskim problemima u kojima se poduzeće našlo.

“Mislim da je njemu došla voda do grla, mislio je da će to moći, ali onda preskočiš jedno plaćanje, jednu plaću...” (Slučaj C)

Drugi slučajevi daju naslutiti kako su osobni razlozi povezani primarno uz zasićenost vođenjem posla i potrebu za prikupljanjem likvidnih sredstava (novca) motivirali poduzetnike na prodaju poslovanja.

“Htjeli su izaći van [*prodati poslovanje*] i nama su prezentirali da im treba gotovina da bi riješili neke svoje tekuće probleme.” (Slučaj H - akvizicija 2016.)

“Gospodin je pristupio našem direktoru prodaje jer on je više s njim komunicirao. Bivši vlasnik nije više imao onaj prvotni *drive*.” (Slučaj G)

U dva promatrana slučaja prodaja poduzeća uvjetovana je osobnim razlozima koji su povezani s odlaskom u mirovinu ili bolesti vlasnika.

“Poduzeće je imalo 7 vlasnika, a mislim da ih je 5 bilo u mirovini.” (Slučaj E)

“Prije četiri godine mi je rekao da je on već star i da bi se jednog dana volio povući. Ima tri kćeri, a ni jedna od njih ne želi preuzeti *poduzeće*, te da on razmišlja o tome da bi prodao tvrtku i da misli da sam ja taj [*potencijalni kupac*].” (Slučaj D)



Pojedini slučajevi ukazali su kako prethodni vlasnici imaju posebna očekivanja od preuzimatelja povezana s budućnosti poduzeća nakon preuzimanja. *Slučaj D* i *slučaj G* prikazuju kako je vlasnicima bio bitan kontinuitet poslovanja i zadržavanje radnih mjesta zaposlenika koji su sudjelovali u razvoju poslovanja od samih početaka. Upravo su ta posebna očekivanja prethodnih vlasnika imala utjecaj na pojedine faze pregovora, ali i na konačan odabir kupca kome će prodati poduzeće. Primjerice, *slučaj G* izvrsno ilustrira kako su pojedini prethodni vlasnici, bez obzira na odluku o prodaji poduzeća, emocionalno vezani uz poduzeće koje su stvorili, te im je izrazito bitan nastavak poslovanja i sigurnost zaposlenika, posebno ako, kao i u ovom slučaju, u poduzeću ostaju raditi i neki od članova obitelji. Motivi prethodnih vlasnika kao i posebna očekivanja identificirana u analiziranim slučajevima prikazani su u tablici 4.

**Tablica 4: Motiviranost prethodnog vlasnika za prodaju**

SLUČAJ	RAZLOZI PRETHODNOG VLASNIKA ZA PRODAJU	POSEBNA OČEKIVANJA PRETHODNOG VLASNIKA OD KUPCA
<b>Slučaj A</b>	Povlačenje iz dijela lanca vrijednosti	Nema
<b>Slučaj B</b>	Povlačenje iz dijela lanca vrijednosti	Nema
<b>Slučaj C</b>	Zasićenost vođenjem posla / financijski problemi	Nema
<b>Slučaj D</b>	Odlazak u mirovinu / bolest	Nastavak poslovanja, tradicije i zadržavanje zaposlenika
<b>Slučaj E</b>	Odlazak prethodnih vlasnika u mirovinu	Nema
<b>Slučaj F</b>	Želja vlasnika za izlaskom iz poslovanja	Nema
<b>Slučaj G</b>	Zasićenost vođenjem posla / potreba za financijskim sredstvima	Sigurnost zaposlenika u poduzeću (zaposleni i članovi obitelji)
<b>Slučaj H</b>	Potreba za financijskim sredstvima (2016) Povlačenje iz dijela lanca vrijednosti (2018)	Nema

Izvor: izrada autora

U nekim od promatranih slučajeva odluka o izlasku iz poslovanja, odnosno prodaji poduzeća, bila je uvjetovana osobnim razlozima (zasićenost vođenja posla, odlazak u mirovinu, bolest) koje i GEM istraživanje identificira kao najčešći razlog izlaska iz poslovne aktivnosti. Prema istraživanju u 35% slučajeva osobni razlozi su utjecali na prekid poslovne aktivnosti poduzeća u Hrvatskoj<sup>117</sup>.

## 5.4. Izazovi akvizicijskog procesa

Akvizijski proces sam po sebi izazovan je za poduzetnike i poduzeća. Mnogi faktori tijekom procesa mogu utjecati na tijek i ishod akvizicije. Iako pojedini autori naglašavaju kako se akvizicijama u malim i srednjim poduzećima lakše upravlja, te je proces integracije jednostavniji u odnosu na velika<sup>118</sup>, vlasnici promatranih poduzeća susreli su se s različitim izazovima. U istraženim slučajevima identificirano je nekoliko područja izazova koji su povezani s upravljanjem ljudskim potencijalima u procesu akvizicije i post-akvizicijskom razdoblju, procjenom vrijednosti poduzeća, te financiranjem akvizicije.

### 5.4.1. Upravljanje ljudskim potencijalima u procesu preuzimanja poduzeća

U većini istraženih slučajeva poduzetnici su se susreli s izazovima integracije zaposlenika, u post-akvizicijskom razdoblju, naročito u slučajevima u kojima je preuzeto poduzeće u potpunosti spojeno s preuzimateljem. Neka do poduzeća nakon preuzimanja nastavila su poslovati kao samostalni subjekti ili nisu odmah spojena s poduzećem preuzimatelja (*slučaj D, slučaj H, slučaj E, slučaj F*). Vlasnici navedenih poduzeća također su se susreli s izazovima prilagođavanja zaposlenika novom stilu upravljanja ili suradnje s drugim poduzećima u vlasništvu poduzetnika. U nekim poduzećima potencijali zaposlenika nisu bili u dovoljnoj mjeri iskorišteni ili je njihov odnos s prethodnim vlasnikom bilo loš, stoga su novi vlasnici, osim integracije, nakon preuzimanja bili suočeni i s izazovom upravljanja nemotiviranim zaposlenicima.

“Sedam dana snimali smo situaciju i vidjeli da je to dosta dobro, potencijal je bio velik, ali odnos prema ljudima je bio katastrofalan. Bilo je problema s prekovremenim satima. Imao je dobre radnike, samo su bili nemotivirani. Ljudi su bili dosta *down*.” (*Slučaj C*)

Integracija zaposlenika u *slučaju C* zahtijevala je dodatne napore samog poduzetnika i njegovog odjela ljudskih potencijala. Zaposlenici preuzetog poduzeća bili su nemotivirani zbog radnih uvjeta u poduzeću. Novi vlasnici su profesionalnim pristupom zaposlenicima znatno uspjeli povećati njihovu motivaciju nakon integracije.

“Svi prekovremeni sati su plaćeni, putni troškovi kada idu na ispomoć u drugu poslovnicu su plaćeni, znači na tim „sitnicama“ smo ih dobili gdje su oni bili super zadovoljni.” (*Slučaj C*)

Preuzeti zaposlenici u *slučaju C* postali su dio poduzeća u kojem postoji formalna organizacijska struktura, opisi radnih mjesta, te poseban odjel ljudskih potencijala koji upravlja razvojem zaposlenika. U prethodnom poduzeću o tome je „vodio računa“ isključivo vlasnik poduzeća.

U *slučaju F* postojao je lagan otpor zaposlenika uvjetovan strahom od nepoznatog.

“Ljudi u firmi se nisu naviknuli da u Hrvatskoj netko kupuje, prodaje, spaja... Kuloari se bave svim onim čime se ne trebaju baviti i na početku stoga imate jedan lagan otpor, imate kočenje.” (*Slučaj F*)

Otvorena komunikacija sa zaposlenicima u ovom slučaju pomogla je poduzetniku smanjiti osjećaj neizvjesnosti i straha koji su zaposlenici osjećali. Upućivanje zaposlenika u proces, odnosno dijeljenjem onih informacija koje ne ugrožavaju sam proces, ali su potencijalno bitne zaposlenicima, olakšalo je poduzetnici upravljanje zaposlenicima tijekom i nakon akvizicije.

“Okupila sam ključne ljude, svima objasnila, do detalja, bez zadržke, sve: zašto idemo, kuda idemo, koji su ciljevi, koji su razlozi. Onda sam pojedinačno sa svima razgovarala. To je jako olakšalo cijeli proces.” (*Slučaj F*)

U drugom promatranom slučaju, *slučaju H*, zaposlenici preuzetog poduzeća teško su se ili se uopće nisu mogli prilagoditi na novu organizacijsku kulturu ili način upravljanja koje je imao novi vlasnik.

“Preuzeo sam zaposlenike i to mi je još jedno iskustvo. Moraš preuzeti zaposlenike jer nemaš vremena u tom postupku još i raditi selekciju, ali u dva-tri mjeseca svi ti zaposlenici odu zato što ih mi nismo birali, oni nas nisu birali itd. Jedan je ostao godinu dana i onda smo se tek počeli slagati. Iskustvo mi je pokazalo da treba unijeti svoje procedure, a zaposlenici se trebaju prilagoditi tvojoj organizacijskoj kulturi. I čak mislim da je odlazak dijela zaposlenika prirodna stvar, pogotovo u ovoj djelatnosti i pogotovo kod ovako malih tvrtki.” (*Slučaj H*)

Povezivanje dvaju poduzeća s drugačijom organizacijskom kulturom je izrazito izazovno, stoga se i u teoriji nepodudaranje organizacijskih kultura ističe kao jedan je od najčešćih razloga za neuspjeh akvizicije. Također, i za vlasnika poduzeća iz *slučaja E* upravljanje zaposlenicima preuzetog poduzeća predstavljalo je značajan izazov posebno iz razloga što su neki zaposlenici dugi niz godina radili u poduzeću, te je postojao jak utjecaj prethodno kreirane organizacijske kulture. Osim toga, zaposlenici su prije preuzimanja imali veliku slobodu odlučivanja u projektima koje je poduzeće radilo, što je novi vlasnik smatrao da treba promijeniti.

“U *BC Computeru* definitivno zaposlenici i promjena *mindset-a* [su predstavljali izazov u post-akvizicijskom razdoblju]. *De facto* je to završilo promjenom 90% zaposlenika. Znači oni su sami otišli. To su ljudi koji su imali dvadesetak godina ugovore, koji su imali značenje na tržištu na koje smo mi računali da će ostati. Međutim, jednostavno imali su jako velike ovlasti kod donošenja odluka, npr. zaposlenici su imali mogućnost kreiranja nekakvog projekta u kojem bi oni

zanemarili hrpu troškova. Slučajno ili namjerno, uopće nebitno, ja bih rekao prije slučajno. Izašli su s ogromnim projektom s nekom mikro marginom koju su potrošili na plaće koje su bile dosta velike. Ta firma nije imala nikakve šanse da opstane na taj način.” (Slučaj E)

Usljed uvođenja kontrolnih mehanizama za zaposlenike preuzetog poduzeća, velik dio zaposlenika se odlučio za napuštanje poduzeća. Zaposlenici se jednostavno nisu mogli prilagoditi organizacijskoj kulturi, novim pravilima i novom načinu upravljanja u kojem su im mogućnosti samostalnog upravljanja projektima i ovlasti koje su do tada imali bile smanjene.

“I kada smo uveli nadzor da oni ne mogu donositi te odluke [o kreiranju i upravljanju projektom], nego da moraju proći dodatnu razinu odobrenja, tada su svi bili manje-više nezadovoljni i otišli.” (Slučaj E)

Unatoč tome što je poduzeće napustio velik broj dugogodišnjih zaposlenika, poduzeće je ipak uspjele ostvariti sinergijske efekte. Ono što je bitno naglasiti, je kako je ovaj djelomični neuspjeh u integraciji zaposlenika poslužio vlasniku poduzeća kao korisno akvizicijsko iskustvo i izvor učenja za buduće procese.

“Jednostavno kod akvizicija trebate imati interne kapacitete menadžmenta koji je to spreman provesti. Jedno su financije, tehnika više-manje, prodaja i HR [engl. *human resources – ljudski potencijali*]. Ako nemate set ljudi interno raspoloživ koji će to preuzeti upravljanje zaposlenicima, nemojte očekivati da će [preuzeti zaposlenici] to napraviti kako očekujete.” (Slučaj E)

Ovo iskustvo potaknulo je poduzetnika na razmišljanje o potrebama poduzeća općenito, ali i osiguravanju i razvijanju dodatnih kapaciteta poduzeća u smislu izgradnje odjela za upravljanje ljudskim potencijalima koji bi imao značajnu ulogu i u budućim akvizicijama.

“Prvo slijedeće što mislimo napraviti iduće godine je pozabaviti s tim HR-om [odjelom ljudskih potencijala]. Ne da mi to imamo zato što to lijepo zvuči, nego vidimo da to kod akvizicija baš fali, i to treba biti netko tko se s tim ljudima bavi. Transfer tj. konverzija ljudi iz starog u novi model je jako zahtjevna i jako skupa ako ti ljudi odu.” (Slučaj E)

Poduzetnik je i sam svjestan da bi profesionalno upravljanje zaposlenicima kroz odjel ljudskih potencijala znatno smanjilo fluktuaciju zaposlenika u post-akvizicijskom razdoblju, te bi samim tim i pozitivni efekti akvizicije u konačnici bili veći.

“Da smo imali HR odjel, ta konverzija bi bila puno veća i vjerojatno učinak akvizicije bi bio puno bolji nego što je. Možda bi se čak dalo i nešto zadržati od ovih postojećih [zaposlenika], iz prethodnog modela poslovanja. To baš nedostaje [HR odjel]. To smo vidjeli jasno baš sad.” (Slučaj E)

Poduzetnik iz *slučaja E* učio je kroz akvizicijski proces što mu je omogućio stjecanje važnog „akvizicijskog znanja“ (engl. *acquisition knowledge*) koje može primijeniti u budućim procesima na što je već ukazano i prethodnim istraživanjima<sup>119</sup>.

Zaposlenici su predstavljali skriveni potencijal poduzeća (*slučaj C, slučaj G i slučaj D*), a zbog novog načina upravljanja uspijevaju ostvariti bolje rezultate (*engl. KPI - key performance indicator*) i dodatne koristi za poduzeće.

Integracija zaposlenika je važan i osjetljiv proces prilikom akvizicije poduzeća i potrebno mu je posvetiti pažnju. Primjerice, vlasnik poduzeća iz *slučaja G* posebnu je pažnju prilikom integracije dva poduzeća usmjerio na integraciju zaposlenika, te ulagao dodatne napore kako bi se zaposlenici preuzetog poduzeća osjećali dijelom novog povezanog poduzeća.

“Kada smo napravili tu akviziciju prvo što sam napravio, sjeo sam sa svakim [zaposlenikom] pojedinačno. To je desetak ljudi, nije velika firma. Sa svakim sam sat vremena razgovarao, sa nekima i više. Doslovce dva dana sam samo razgovarao sa ljudima da mi kažu sve što misle o poslu, klijentima, sebi, drugima, da dobijem 360° sliku - tko mi se čini da može više, tko manje, na koga obratiti pažnju.” (*Slučaj G*)

Razgovor sa svakim zaposlenikom pojedinačno bila je prilika za upoznavanje zaposlenika, dobivanje slike poduzeća iz jednog sasvim drugog kuta, ali jednako tako prilika za osobno upoznavanje zaposlenika s novim vlasnikom i davanje naglaske na novu zajedničku viziju poduzeća u kojoj ima mjesta za sve preuzete zaposlenike.

“Pravi jedan *face to face* razgovor gdje sam se i ja njima predstavio i tu sam se pokušao sa ljudima *bondati [povezati]* jer sada je naša sudbina zajednička i moramo odgovorno raditi da bi poduzeće uspjelo. Tako da je *razgovor sa zaposlenicima* nešto što je jako važno, ključalno, jer ljudi su najvažniji. Imaš ljude koji drže prodaju, odnose sa klijentima... Najvažnije mi je zapravo bilo u toj fazi da oni shvate kako njih 10-ak iz te firme i naših 7 koji su već bili u Zadru, da je to jedan tim, da oni nisu „ružno pače“, da ih ovi neće „pojesti“, da shvate da su mi podjednako važni, jer teško smo došli do svega i neću dopustiti da bilo tko pravi problem, jer je to važno za sve nas, za naše plaće, bonuse, za sve.” (*Slučaj G*)

U *slučaju G* posebno je istaknuta briga o ljudima i poseban je fokus stavljen upravo na integraciju zaposlenika nakon preuzimanja, što je u konačnici rezultiralo iznimnim sinergijskim efektima kojima se vlasnik poduzeća prije akvizicije možda nije ni nadao, a o čemu će se dodatno diskutirati prilikom analize efekata akvizicijskog rasta.

“To bih istaknuo možda čak i kao jednu od najvažnijih stvari u post-akvizicijskom procesu - posvećeni tim koji puše u isto jedro, u istom smjeru ili ako postoje ljudi koji nisu sa dušom, srcem i glavom dio toga tima, onda treba razgovarati s njima, otpustiti ih ili im dati da preuzmu neku drugu rolu. Jako je važno u toj fazi da oni svi pušu u istom smjeru. To je najosjetljivija faza, ne samo interno nego i eksterno. To je faza u kojoj svi drugi konkurenti misle da ste najranjiviji, što jeste, svi govore: ovi su njih kupili, sigurno su propali... Ali to je najnormalnija stvar, svi smo na tržištu. Neke firme su pokušale oduzeti neke ljude, neke poslove, ali to je rizik i **to je vrijeme u kojemu čovjek mora biti ekstra oprezan, držati ruku na pulsu cijelo vrijeme i držati zapravo na kratkoj uzdi i ljude i klijente i sve.**” (*Slučaj G*)

*Slučaj D* jednako tako ukazuje na važnost fokusiranja za zaposlenike u integracijskom razdoblju, njihovu motivaciju, te suradnju s zaposlenicima drugih poduzeća koja su u vlasništvu poduzetnika. U jednom dijelu ovaj slučaj ima dodatne specifičnosti. Prilikom dubinskog snimanja poduzeća prethodni vlasnik nije dopuštao potencijalnim preuzimateljima razgovore sa zaposlenicima prije okončanja sklapanja ugovora.

“Ja sam htio ući u firmu i razgovarati s zaposlenicima, a on mi nije dao i rekao mi je: „Nemoj se Filipe ljutiti, ali to ne dolazi u obzir. Ja sam bolestan i zaposlenici to znaju, ako vide da ti dolaziš unutra, oni će se uplašiti da ja prodajem firmu i postoji mogućnost da će nekoliko njih otići kod konkurencije i da će se uplašiti što će biti s tvrtkom.“ Ja sam ga u tom dijelu razumio, i nisam ušao.” (*Slučaj D*)

Iako u procesu preuzimanja kupac nije uspio razgovarati sa zaposlenicima, bio je svjestan izazova koji će ga čekati nakon preuzimanja. S obzirom da je surađivao s poduzećem dugi niz godina, i s obzirom da je sredina u kojoj oba poduzetnika posluju mala, koristio je alternativne načine dolaska do informacija o zaposlenicima poduzeća.

“Bila je dosta loša situacija u poduzeću. Gospodin je imao 75 godina. Tehnički je bio jako dobro potkovan, međutim u komunikaciji sa ljudima je bio težak. Nije znao sa ljudima i bila je dosta loša situacija u firmi. Međuljudski odnosi su bili jako loši, a ja sam to znao jer sam se o svemu prije toga raspitao. Razgovarao sam sa bivšim radnicima i sa nekim trenutnim [*kroz razgovor kao poslovni partner*], razgovarao sam i sa kupcima i dobavljačima tako da sam imao dosta informacija.” (*Slučaj D*)

Prvi kontakt sa zaposlenicima preuzetog poduzeća novi vlasnik ostvario je tek nakon preuzimanja. Svjestan loše situacije, radio je na promjeni organizacijske kulture, unapređenju međuljudskih odnosa, te motivaciji zaposlenika, što se u konačnici i pokazalo bitno pri ostvarivanju dodatnih sinergijskih efekata.

“Razgovarao sam sa svima, čak i o pojedinim osobama koje su dobre i koje nisu. I ništa, uglavnom smo mi to popravili. Imao sam neki iskren pristup prema svima. Ljudi su to prihvatili, vidjeli su da je to onako kako sam predstavio i sada je sve u redu.” (*Slučaj D*)

Kako bi se preuzeti zaposlenici prilagodili novoj organizacijskoj kulturi u integracijskom razdoblju vlasnici su posebno radili na uključivanju zaposlenika u aktivnosti i druženja s zaposlenicima drugih dvaju poduzeća koja su bila u njihovom vlasništvu.

“Znači mi smo organizirali roštilj, a nikada u 30 godina prije toga nije bio roštilj u firmi [*preuzetom poduzeću*]. Imamo mi i neke fešte, zabave i tako dalje. *Team building* smo imali u 12 mjesecu i za cijelu firmu smo napravili domjenak. Prošle godine su i oni bili s nama [*zaposlenici preuzetog poduzeća*]. Uglavnom s ljudima apsolutno nije bilo problema.” (*Slučaj D*)

Uključivanje zaposlenika u zajedničke aktivnosti izvan radnog mjesta, pomoglo je stvoriti osjećaj zajedništva, a doprinijelo je i stvaranju nove, zajedničke organizacijske kulture.



“Očekivao sam da ću napraviti bolju atmosferu u toj firmi, nego što je tada bila [prije preuzimanja] i jesmo, napravili smo. Ljudi rade sa osmijehom, a prije su bili dosta namргоđeni likovi, ne svi naravno”. (Slučaj D)

Istraživani slučajevi ukazuju na posebnu važnost upravljanja zaposlenicima u integracijskom razdoblju. Propusti u ovom segmentu provođenja akvizicije mogu imati značajne negativne posljedice koje se u konačnici mogu odraziti na planirane sinergijske efekte, te mogućnost ostvarivanja daljnjeg organskog rasta poduzeća.

## 5.4.2. Procjena vrijednosti poduzeća, uloga savjetnika i financiranje akvizicije

Analizom istraživanih slučajeva identificirani su izazovi akvizicijskog procesa povezani s procjenom vrijednosti poduzeća. U akvizicijski proces poduzetnici mogu uključiti različite profile poslovnih savjetnika. Na globalnoj razini u 85% slučajeva akvizicija evidentirana je uključenost poslovnih savjetnika<sup>120</sup>, stoga je posebno zanimljivo bilo istražiti jesu li poduzetnici u slučajevima hrvatskih malih i srednjih poduzeća koristili usluge savjetnika.

Također, na akvizicijski proces može utjecati i raspoloživost financijskih izvora s obzirom da su preuzimatelji poduzeća često suočeni s izazovima financiranja transakcije<sup>121</sup>.

### Procjena vrijednosti i korištenje usluga financijskih savjetnika

Procjena vrijednosti poduzeća identificirana je kao jedan od izazova za vlasnike u istraživanim slučajevima, posebno u onim slučajevima u kojima nije provedeno dubinsko snimanje poduzeća.

“Znači prvo je problem procijeniti firmu. Koliko ona vrijedi? Drugo je kad se procjeni firma, ako se ne provede *due diligence* [dubinsko snimanje poduzeća], što nismo napravili kad sam kupovao prvo poduzeće, što ta firma nosi sa sobom, znači od instrumenata osiguranja, nekih zaostalih ugovora, neispunjenih obveza, svašta može tu biti.” (Slučaj E - Poduzetnik Luka Šarić o prvoj akviziciji – ulazak u poduzetnički pothvat kupnjom poduzeća)

Poduzetnici su pristupali procjeni vrijednosti poduzeća na različite načine, a u tome je veliku ulogu imala i vrsta akvizicije koju su provodili, odnosno jesu li preuzimani poslovni udjeli poduzeća (*engl. share deal*) ili samo dijelovi imovine (*engl. asset deal*). Dio poduzetnika samostalno je radio procjenu vrijednosti poduzeća, dok je dio poduzetnika koristio usluge savjetnika.

U nekim slučajevima dijelovi imovine poduzeća bili su precijenjeni od strane prethodnog vlasnika, što može značajno utjecati na formiranje prodajne cijene, ali i konačnu cijenu koju će preuzimatelji platiti, stoga, poduzetnici ističu izazovnost procjene pojedinih segmenata imovine.

“Bilo je tu od nekurentne robe, zaliha kojih imaš na papiru, ali nemaš u stvarnosti. Od svih potraživanja 30% je bilo nenaplativo.” (Slučaj B)

“Vrijednost robe je precijenio [prethodni vlasnik – prodavatelj], on je htio još i neku dodatnu vrijednost dobiti.” (Slučaj C)

“Brand je u prvoj fazi pao skoro 50% nakon *rebrandinga*. Korigirali smo cijenu zato što pada brand.” (Slučaj A)

Neka od preuzimanih poduzeća imala su dugu povijest poslovanja (slučaj E), što je dovelo u pitanje mogućnost kvalitetnog dubinskog snimanja. U poduzeću je postojala mogućnost skrivenih troškova, jednako kao i kod preuzetih poduzeća koja su se nalazila u financijskim problemima (slučaj C). Navedeni razlozi utjecali su na poduzetnike, te su donijeli odluku o kupovini samo dijela imovine poduzeća (*engl. asset deal*), a ne kompletnog poslovanja (*engl. share deal*).

“Tvrtka je bila prestara i nije sve u prošlosti bilo dokumentirano, znači jedino što se moglo otkupiti je poslovna cjelina. U firmu se u par odjela utrpalo sve što je trebalo, od ljudi, ugovora s dobavljačima i kupcima, znači sve, i brand. Izdala se faktura i kupilo se *de facto* poslovanje tvrtke, a nekretnine i odnosi unutar tvrtke su ostali starim vlasnicima koji sada to rješavaju međusobno.” (Slučaj E)

“Ja nisam preuzeo cijelu njegovu firmu, što ja znam kome si ti dao mjenicu.” (Slučaj C)

Pojedini poduzetnici upuštali su se samostalno u proces procjene vrijednosti poduzeća bez korištenja pomoći poslovnih savjetnika (slučaj A, slučaj C, slučaj D, slučaj G, slučaj H). Na primjer, u slučaju A prvu procjenu vrijednosti radio je prethodni vlasnik, a oko koje se slagao i sam preuzimatelj, do trenutka dok se vrijednost tržišnih udjela branda nije krenula smanjivati.

Vlasnik poduzeća iz slučaja D sam je napravio procjenu vrijednosti poduzeća. Ono što je zanimljivo u ovom slučaju i već ranije naglašeno, je to što dva poduzeća imaju partnerske odnose dugi niz godina, te preuzimatelj dobro poznaje vlasnika, ali i poduzeće koje planira kupiti. Osim toga, vlasnik ima dugogodišnje iskustvo poslovanja unutar industrije. Neki od ovih čimbenika utjecali su na vlasnika, te ga dodatno ohrabрили na samostalnu procjenu vrijednosti što možda u drugim okolnostima ne bi bio slučaj.

“Ja sam dobio sve papire od njegovog knjigovodstvenog servisa. On me odveo u knjigovodstveni servis i rekao - što god ti treba sve papire možeš dobiti. Bio je stariji gospodin [prethodni vlasnik], stara škola što bi mi rekli, kod njega je sve pasalo, knjigovodstveni servis je bio dobar. Kod njega je sve bilo k'o po špagi.” (Slučaj D)

Na temelju financijskih izvještaja dobivenih iz knjigovodstvenog servisa prethodnog vlasnika, poduzetnik iz slučaja D mogao je napraviti dubinsko snimanje (*financijski due diligence*) poduzeća. U ovom slučaju posebno je do izražaja došlo međusobno povjerenje između prodavatelja i kupca.

“Dolazio sam kao *[poslovni partner]* u tu firmu, jer smo s njom surađivali kao dobavljač, ali ja nikada nisam ulazio u proizvodni pogon. Vjerovao sam čovjeku na riječ.” (*Slučaj D*)

Poduzetnik je prilikom samostalne procjene vrijednosti poduzeća donosio zaključke na prilično jednostavan način uzimajući u obzir uglavnom **vrijednost imovine i obveza koje poduzeće ima**, ne vrednujući pritom i profitnu snagu poduzeća, odnosno potencijale stvaranja profita u budućnosti.

“ Povukao sam ovako crtu i na jednu stranu napisao koliko košta zgrada, koliko košta jedan stroj, drugi stroj, treći stroj, koliko koštaju zalihe, koliko koštaju auti, ... čak brand nisam ni stavljao u to *[procjenu vrijednosti]*. Sve sam stavio i to je bilo 100 nečega, onda sam na drugu stranu napisao 75%, pošto bi mi kupili 75%, udjela, a 25% ima jedan drugi gospodin. Stavio sam vrijednost našeg paketa za tih 75% koliko mi to trebamo platiti i na osnovu toga sam procijenio koliko bi bilo tih 25%. Stavio sam i zaduženja kod banaka koje poduzeće ima, koja ćemo mi kada preuzmemo morati platiti, znači koliko još treba platiti. Bio je jedan kredit još dvije i pol godine, i jedan kredit je bio još šest godina u tom trenutku, koji se trebaju otplatiti.” (*Slučaj D*)

Na sličan način procjenu vrijednosti poduzeća radili su i drugi poduzetnici koji su preuzimali samo dio poslovanja poduzeća (*engl. asset deal*).

“Poduzeće nije imalo imovinu. Imao je obaveze prema dobavljačima u tom trenutku, ali samo jedan strateški dobavljač za piće i tu obavezu smo uključili u tu cijenu. Znači cijena *[koju je prodavatelj rekao]* – obaveze prema dobavljačima = konačna cijena.” (*Slučaj H*)

Iskustvo u industriji kod vlasnika poduzeća iz *slučaja C* pokazalo se važnim prilikom samostalne procjene vrijednosti imovine koju je poduzeće planiralo preuzeti.

“Na temelju iskustva *[je poduzetnik procijenio zalihi]* jer mogao sam pretpostaviti gdje bi mogao imati problem. I svojim ljudima koji su bili zaduženi za inventuru sam dao upute što da rade. Zalihi smo podijelili na tri dijela, kao što imamo kod nas *[u poduzeću]*, po starosti zaliha.” (*Slučaj C*)

Provedena procjena vrijednosti zaliha bila je osnova poduzetniku za korekciju cijene. U pregovorima, poduzetnik je uvažavao trud prethodnog vlasnika u razvoju poslovanja prethodnih godina.

“Nisam se htio cjenkati u pregovorima oko zalihe. Meni je to bilo dobro, ali nisam to htio iskoristiti jer smo zaista dobri, želim da se i on osjeća dobro i zaista na kraju je bila *win-win* situacija. Ja shvaćam njega, emotivno je vezan za tu firmu, gradio je 25 godina tu firmu kao i ja *[svoju]*, ali je i vidio da on više ne može upravljati.” (*Slučaj C*)

Bitno drugačija situacija kod procjene vrijednosti poduzeća bila je u *slučaju G*. Za razliku od drugih poduzetnika koji su se možda po prvi puta upustili u samostalno procjenjivanje vrijednosti, poduzetnik iz *slučaja G* dobro je poznao različite metode procjene vrijednosti, ali i način na koji je proces potrebno provesti.

“Ja sam sam radio *due diligence* [*dubinsko snimanje poduzeća*] što ne bih nikome preporučio, ali pošto sam ja došao iz te branše bilo je ok, mada je bolje ako ti netko pomogne. Svaki je poduzetnik po svojoj prirodi optimističan i volimo gledati brojeve na pozitivan način i važno je da netko tko se bavi suhoparnim brojkama to protumači na svoj način.” (*Slučaj G*)

Kupovina kompletnog poslovanja (*engl. share deal*) zahtijeva detaljniju procjenu od primjerice kupovine dijela poslovanja (npr. imovine kao u *slučaju C*) koju je u jednostavnije procijeniti. Od svih poduzetnika koji su se odlučili na samostalnu procjenu poduzeća, vlasnik iz *slučaja G* najozbiljnije je pristupio procesu pri čemu je posebnu pažnju posvetio izgradnji odnosa s prethodnim vlasnikom, te stvaranju povjerenja.

“Bilo mi je važno da u zajedničkoj komunikaciji bivši vlasnik i ja zauzmemo stavove oko svega što procjenjujemo. Ja sam onda interno komunicirao sa svojim voditeljem prodaje i pomorskog sektora, koji je tada isto bio u Zadru, te sam zajedno s njim procjenjivao biznis - kakvi su klijenti, kakva je procjena da ćemo taj posao zadržati i u budućnosti, tko nam je potencijalna konkurencija u budućnosti, kakvi su ti ljudi iz Zadra, da li je tko s njima studirao, da li ih netko poznaje, da li su lojalni, dobri profesionalci. Tako da sam koristio sve resurse i sve ljude koje sam imao u firmi i za koje sam znao da mi mogu dati dobru informaciju, ali sam i vrlo pažljivo vodio neposrednu komunikaciju sa vlasnikom. Nisam želio da informaciju kako pregovaramo dijelimo sa previše ljudi. Do samog kraja držali smo informacije i mislim da je to jako dobro jer smo stvorili povjerenje kod njega. Koristio sam i naše financije. Kada sam dobio bruto bilancu od bivšeg vlasnika, sjeli smo zajedno da vidimo što treba oduzeti, što zbrojiti, koliko će se od nekog iznosa naplatiti i koliko iznosi nekakav dug koji moramo zatvoriti. Kompletni interni tim *Poduzeća G* radio je na tome i tako smo to realizirali do kraja.” (*Slučaj G*)

Vlasnici drugih promatranih poduzeća iz uzorka (*slučaj B, slučaj E, slučaj F*) koristili su usluge savjetnika prilikom procjene vrijednosti poduzeća. Vlasnici poduzeća iz *slučaja F* koristili su usluge savjetnika i prije same odluke o akviziciji kako bi se savjetovali o mogućnostima rasta koje poduzeće ima.

“Mi smo u određenim fazama rasta tvrtke osjetili što nam treba, a onda sjedate s nekim tko se u to bolje od vas razumije i konzultirate se oko stvari koje ne znate.” (*Slučaj F*)

Također u zahtjevnom procesu akvizicije koji je bio organiziran u nekoliko etapa, vlasnici su koristili usluge savjetnika koji su im pomagali u različitim aspektima preuzimanja.

“Kad smo odlučili ući u proces akvizicije i izabrali dobre savjetnike, tada tek kreće iz moje perspektive hrpa problema i najveći dio energije koju vi trebate upotrijebiti da bi neki proces završili. Što su to prethodni uvjeti (*term sheet*), dubinska analiza – i tu vam onda cijela firma ide na glavu – imate tehnički posao, imate operativni, milijardu stvari.” (*Slučaj F*)

U *slučaju B*, poduzeće je koristilo savjetnike u procesu procjene vrijednosti, ali veliku ulogu imali su i ključni zaposlenici. U ovom slučaju savjetnici su napravili financijski dio dubinskog snimanja, ali potencijale tržišta analizirali su samostalno, unutar poduzeća, ključni zaposlenici.

“Konzultanti su radili financijski dio *due diligence-a*, ali smo i mi analizirali neke dijelove poslovanja. Mi znamo tržište, zalihe, znamo kako bi to trebalo funkcionirati, kupce, a konzultanti ne znaju biznis. I tu se oni svi ljute, a većina konzultanata koji nisu realno u biznisu gledaju samo bilancu i RDG. Teoretski je sve to lijepo, ali praksa je nešto sasvim deseto.” (*Slučaj B*)

U *slučaju B* interni tim koji je bio uključen u proces, poduzetnik i zaposlenici, imali su značajno prethodno iskustvo stečeno kroz sudjelovanje u akvizicijskim procesima i rad na projektima koji su zahtijevali različite vrste procjena imovine, poduzeća i slično. Osim toga, uključeni zaposlenici dobro su poznavali industriju što je u konačnici pomoglo u procesu procjene.

Procjena vrijednosti poduzeća istaknuta je kao izazovno područje za preuzimatelje u istraživanim slučajevima, te su poduzetnici ovom procesu pristupali na različite načine - neki samostalno, neki uz pomoć savjetnika. U konačnici, potrebno je istaknuti da, bez obzira na način procjene vrijednosti poduzeća i izazove s kojima su se poduzetnici suočili tijekom procesa, u svim promatranim slučajevima akvizicije su realizirane što ukazuje na uspješno postignut dogovor između prodavatelja i kupca oko visine kupoprodajne cijene.

## Financiranje akvizicije

Financiranje se često ističe kao barijera prilikom provođenja akvizicije<sup>122</sup>. Kvaliteta poduzetničkog okruženja u Hrvatskoj zaostaje u području pristupa izvorima financiranja poduzetničke aktivnosti u odnosu na prosjek EU zemalja<sup>123</sup>. Akvizicije provedene u istraživanim slučajevima dijelom odražavaju ove probleme. Dio provedenih akvizicija financiran je isključivo vlastitim sredstvima poduzeća ili poduzetnika. Poduzetnici iz *slučajeva C i H* imali su dovoljno vlastitih sredstava za financiranje akvizicije. Dio poduzeća, odnosno poduzetnika financirao je akviziciju bankovnim kreditom, dijelom iz razloga što su opcije financiranja ograničene ili se radi o poduzećima koja imaju iznimno povoljne uvjete kreditiranja kod poslovnih banaka. Poduzeće iz *slučaja B* financiralo je paralelne akvizicije u potpunosti koristeći bankovni kredit pri čemu nisu naišli na probleme u ishođenju kredita.

“100% nas je banka pratila. Uopće nismo angažirali svoj kapital.” (*Slučaj B*)

“Nemamo tih problema [odbijanjem kredita za financiranje akvizicije] iako smo dosta investirali, u zadnje tri godine preko 40 milijuna eura, tako da nam je ta zaduženost malo porasla, ali smo imali jednu od nižih kamatnih stopa. Zadužujemo se jeftinije nego Hrvatska.” (*Slučaj B*)

Pojedini vlasnici susreli su se s poteškoćama prilikom ishođenja bankarskog kredita. Primjerice, vlasnica poduzeća iz *slučaja F* istaknula je negativno iskustvo s bankom koja je, unatoč već dogovorenom financiranju, odustala od financiranja neposredno prije realizacije.

“Mi smo tada imali domaću banku koja nas je pratila u procesu i koja nam je trebala olakšati. Dogovorili smo uvjete, potpisali ugovor o financiranju, potpisali dokumentaciju o preuzimanju. Ta banka nas je ostavila nasred brisanog prostora i tad prvi put shvaćam u kojoj državi živimo.” (*Slučaj F*)

Vlasnice poduzeća imale su u procesu podršku savjetnika koji su pomogli u pronalasku drugog izvora financiranja kako bi poduzetnice mogle zaključiti akviziciju. U ovom slučaju uloga savjetnika pokazala se iznimno bitnom.

“No međutim imale smo tad dobre savjetnike, na vrijeme sam prepoznala situaciju i okrenula sam se prema drugom izvoru financiranja i onda smo to sve riješili.” (*Slučaj F*)

Također, i vlasnik poduzeća iz *slučaja D* susreo se s problemima prilikom ishođenja kredita.

“Rekli su - odobren vam je kredit, a onda 8 dana prije isplate rekli su da je odobren kredit za *Poduzeće D*. Ja kažem: „Ljudi, mi smo tražili kredit za privatne osobe.“, a oni kažu: „Ne. Ne može. Može samo ovako.“ Znači odobrili su nam kredit, ali ja nisam htio uzeti kredit pod takvim uvjetima.” (*Slučaj D*)

Dvojica partnera zatražila su kredit kao fizičke osobe, jer su na taj način planirali financirati akviziciju, kako financijski ne bi opteretili druga dva poduzeća koja su imali u vlasništvu.

Poduzetnici koji su financirali akvizicije kombinacijom vlastitih sredstava i kredita također su se susreli s određenim izazovima tijekom procesa. Primjerice, poduzeće iz *slučaja G* akviziciju je financiralo dijelom vlastitim sredstvima, a dijelom bankarskim kreditom čija svrha nije primarno financiranje akvizicije.

“Dobili kao kredit za financiranje trajnih obrtnih sredstava u dogovoru s bankom. Banka je apsolutno znala sve što mi radimo jer smo rekli kako imamo dobru priliku i provest ćemo akviziciju na taj način. Imamo naših sredstava toliko i trebamo još toliko, međutim namjena financiranja ne postoji u vašoj ponudi. Dakle idemo na kredit za financiranje trajnih obrtnih sredstva.” (*Slučaj G*)

Ovaj slučaj dijelom ocrta nedostatke poduzetničkog ekosustava u Hrvatskoj. Iako se u *slučaju G* radilo o poduzeću koje dobro posluje, kreditno je sposobno, te ima dobre financijske pokazatelje, nije postojala mogućnost financiranja akvizicije kreditom čija bi namjena bila upravo provođenje akvizicije, iz razloga što takva vrsta kredita u tom trenutku nije postojala na hrvatskom tržištu. *Slučaj A* također pokazuje određene nedostatke ekosustava. Iako je primarna želja poduzetnika iz *slučaja A* bila financirati kupnju branda koristeći dijelom sredstva iz EU fondova, poduzetnik to nije uspio ostvariti.



“U početku smo računali na natječaj za istraživanje i razvoj pa smo čekali rezultate i naravno zbog sporosti naše birokracije to se odužilo 2-3 godine, a mi nismo mogli u potpunosti preuzeti i upravljati brandom.” (Slučaj A)

Poduzetnik je čekao rezultate natječaja koje je raspisalo Ministarstvo regionalnoga razvoja i fondova Europske unije više od dvije i pol godine. Iščekivanje rezultata natječaja dodatno je produljilo proces. Kako poduzeće po objavi rezultata nije dobilo financiranje u konačnici je akviziciju branda financiralo dijelom vlastitim sredstvima, a dijelom bankarskim kreditom.

Pojedini pristupi procjeni vrijednosti poduzeća korišteni od strane poduzetnika u istraživanim slučajevima, izazovi s kojima su se u procesu susreli, kao i korištenje usluga savjetnika, te načini financiranja akvizicije sumirani su i prikazani u tablici 5.

**Tablica 5: Procjena vrijednosti poduzeća, korištenje poslovnih savjetnika u procesu i financiranje akvizicije**

Slučaj	Vrsta akvizicije	Procjena vrijednosti	Korištenje poslovnih savjetnika	Izazovi u procesu procjene	Financiranje akvizicije
<b>Slučaj A</b>	Kupovina brenda ( <i>asset deal</i> )	Samostalno, uz pomoć prodavatelja	- (korištenje usluga odvjetničkog društva za pripremanje ugovora o preuzimanju)	Smanjivanje cijene uslijed pada tržišnih udjela branda	70% kredit banke i 30% vlastita sredstva poduzeća
<b>Slučaj B</b>	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )	Angažirani poslovni savjetnici, ali u procjeni sudjeluju i ključni zaposlenici poduzeća	+ Prilikom procjene vrijednosti	Precijenjena i nekurentna zaliha, nenaplativa potraživanja i dodatno specifični izazov u prekograničnim akvizicijama	100% financirano bankarskim kreditom
<b>Slučaj C</b>	Kupovina dijela poslovanja – imovine i zaliha poduzeća ( <i>asset deal</i> )	Samostalno (vlasnik uz pomoć ključnih zaposlenika)	-	Precijenjena vrijednost robe (zaliha)	Vlastitim sredstvima poduzeća

<b>Slučaj D</b>	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )	Samostalno (vlasnik)	- (ugovor o preuzimanju sastavio odvjetnik kupca)	- (vlasnik nije isticao posebne izazove korekcije)	Poduzetnici uzimaju kredit u banci kao fizičke osobe
<b>Slučaj E</b>	Kupovina dijela poslovanja ( <i>asset deal</i> )	Angažirani poslovni savjetnici, ali u procjeni sudjeluje i vlasnik i ključni zaposlenici poduzeća	+ Prilikom procjene vrijednosti (dva odvjetnička ureda i revizorska kuća)	Duga povijest poslovanja, mogući skriveni troškovi	Osnovano poduzeće posebne namjene (SPV) koje bankarskim kreditom financira akviziciju
<b>Slučaj F</b>	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )	Angažirani poslovni savjetnici	+ Prilikom procjene vrijednosti i integracije	- (vlasnik nije isticao posebne izazove korekcije)	Bankarski kredit
<b>Slučaj G</b>	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )	Samostalno (u proces je bio uključen interni tim poduzeća)	- (vlasnik ima prethodno iskustvo rada u konzultantskoj kući)	- (vlasnik nije isticao posebne izazove korekcije)	Dijelom iz vlastitih obrtnih sredstava, a dijelom kreditom (30% transakcije plaćeno nakon godinu dana)
<b>Slučaj H</b>	Kupovina poslovnih udjela ( <i>share deal</i> )	Samostalno	- (vlasnik ima prethodno iskustvo prodaje poduzeća, ali ne i samostalne procjene vrijednosti)	- (vlasnik nije isticao posebne izazove korekcije)	Vlastitim sredstvima

Izvor: izrada autora

## 5.5. Uključenost poduzetnika u proces i prethodno akvizicijsko iskustvo

Uključenost poduzetnika u proces akvizicije izražena je u svim istraživanim slučajevima. Čak i u onim slučajevima gdje su poduzetnici imali pomoć savjetnika (*slučaj B, slučaj E, slučaj F*) njihova uloga u procesu je bila značajna. U slučajevima u kojima poduzetnici nisu imali pomoć savjetnika (*slučaj A, slučaj C, slučaj D, slučaj G, slučaj H*), te u kojima su, primjerice, sami procjenjivali vrijednost poduzeća ili pojedinih dijelova imovine koju su kupovali, uključenost je bila još i veća. U *slučajevima D i G*, u kojima su vlasnici preuzimali cjelokupno poslovanje, poduzetnici su bili izrazito uključeni u proces pregovaranja s prethodnim vlasnikom i proces procjene vrijednosti, te su veliku pažnju posvetili **izgradnji odnosa povjerenja** s prethodnim vlasnikom. Veliku ulogu u samom procesu za poduzetnike je imalo poznavanje industrije u kojoj posluju, ali i dobro poznavanje poduzeća koje su preuzimali.

“Kako sam jako dobro poznavala firmu, bila sam dovoljno hrabra donijeti odluku [o akviziciji].” (*Slučaj F*)

“Plan sam izradio na temelju iskustva jer sam mogao pretpostaviti gdje bi mogao biti problem [zbog poznavanja načina poslovanja u industriji].” (*Slučaj C*)

Iako je u *slučaju C* poduzetnik bio uključen u sve faze procesa, veliku ulogu u procesu preuzimanja imali su i ključni zaposlenici.

“Zaista imamo odlične ljude, odličan kapacitet ljudi koji to mogu izgurati. Ja sam odradio prvu fazu, odredio sam terminski plan i tko što radi. Ana [*voditeljica nabave*] i Marko [*voditelj maloprodaje*] su 1. siječnja sjeli u avion i išli u Dalmaciju snimiti stanje zaliha. Druga faza je bila odrediti i ustrojiti radne potencijale, to je radila Sanja [*voditelj ljudskih potencijala*]. Svi smo bili tamo stalno prisutni.” (*Slučaj C*)

Poduzetnik iz *slučaja D* naglasio je kako mu je dobro poznavanje industrije koristilo prilikom donošenja odluke o preuzimanju, ali jednako tako prilikom procjene vrijednosti poduzeća.

“Da nemam [*znanje iz industrije*] ne bih ni ulazio [*u akviziciju*]. Pomoglo mi je.” (*Slučaj D*)

I u drugim poduzećima je znanje o industriji pomoglo poduzetnicima da preciznije odrede vrijednost poduzeća koje preuzimaju, mada pojedini poduzetnici, primjerice poduzetnici iz *slučaja D*, nisu imali prethodnih znanja o metodama procjene vrijednosti poduzeća.

Akvizicija se smatra jednom od rizičnijih metoda rasta. Vlasnici malih i srednjih poduzeća mogu lakše odustati od akvizicija za koje tijekom akvizicijskog procesa procijene da su potencijalno štetne i mogu rezultirati gubicima. Ovu fleksibilnost malih i srednjih poduzeća u akvizicijskim procesima potvrdila su i prethodna istraživanja<sup>124</sup>.

Akvizicije unutar provedenog istraživanja signaliziraju kako su vlasnici poduzeća dobro promišljali o riziku koji navedena akvizicija nosi. Vlasnici poduzeća iz *slučaja D* akviziciju su financirali vlastitim financijskim sredstvima kako bi eliminirali potencijalne rizike koje bi zaduživanjem mogli stvoriti drugim poduzećima koje imaju u vlasništvu. Pojedini poduzetnici odlučili su kupiti samo dijelove imovine jer su kupnju cjelokupnog poslovanja ocijenili izrazito rizičnom (*slučaj C, slučaj E, slučaj H*). Poduzetnici su u akvizicije ulazili promišljeno, imajući u vidu potencijalne rizike, posljedice za poduzeće, ali i moguća rješenja ukoliko se akvizicija pokaže neuspješnom.

“Mi nismo to [*preuzeto poduzeće*] toliko platili da bi propali. Ja sam rekao da mi od ovog *ZT Sporta* možemo ostati invalidi, može nam se odsjeći jedna ruka, ali mi funkcioniramo i dalje. Nas on nije mogao upropastiti, ali nas je mogao dignuti u nebesa i dignuo nas je.” (*Slučaj C*)

Pojedini intervjuirani poduzetnici sudjelovali su u nekoliko akvizicijskih procesa tijekom svoje poduzetničke karijere. Znanje i iskustvo stečeno kroz prethodne procese aktivno su koristili u svakom sljedećem procesu.

“Da nisam imao takvo prethodno iskustvo [*iz industrije i prethodne akvizicije*], ne bih ulazio u to.” (*Slučaj E*)

Poduzetnik iz *slučaja H*, također je sudjelovao u nekoliko akvizicija tijekom svoje poduzetničke karijere, i na strani prodavatelja i na strani kupca. Prvo iskustvo imao je kao prodavatelj poduzeća, a koje mu je u kasnijim procesima preuzimanja bilo od velike koristi.

“Iskustvo prodavatelja mi je izvrsno koristilo kada sam se pojavio na strani kupca.” (*Slučaj H*)

Osim toga, pozitivno iskustvo iz prethodnih akvizicijskih procesa ohrabrilu je poduzetnika na ulazak u nove akvizicije.

“Opet sam počeo istraživati na strani kupca što bi bilo dobro. Imao sam dobro iskustvo i htio sam to ponoviti još jednom.” (*Slučaj H – akvizicija 2018. godine*)

Neka od loših iskustava poduzetnici također koriste kako bi povećali uspješnost budućih procesa u koje će ulaziti, što je istaknuto u *slučaju E*, gdje vlasnik poduzeća nakon neuspjeha u integraciji zaposlenika pokreće osnivanje odjela ljudskih potencijala kojeg planira koristiti u budućim akvizicijama. Istraženi slučajevi pokazuju da poduzetnici koriste znanje i iskustvo iz akvizicijskih procesa u kojima su prethodno sudjelovali, uspjeli su razviti sposobnost analiziranja svojih uspjeha i neuspjeha, te na temelju njih graditi određene akvizicijske strategije u budućnosti što je uočeno i u nekim od prethodnih istraživanja<sup>125</sup>.

## Specifični izazovi - prekogranična akvizicija

*Slučaj B* prikazuje poduzeće koje je paralelno preuzimalo nekoliko konkurentskih poduzeća u regiji među kojima i jedno poduzeće u Hrvatskoj. Slučaj se ne može se analizirati bez uvažavanja svih izazova koji su se pojavili u procesu akvizicije. Uz preuzimanje poduzeća u Hrvatskoj preuzeta su i poduzeća u susjednim državama - Bosni i Hercegovini, Sloveniji i Srbiji zbog čega je poduzetnik bio suočen s dodatnim izazovima s kojima nisu bili suočeni vlasnici koji su akvizicije provodili isključivo na domaćem tržištu.

“Proces je trajao dvije godine, zato što u tim zemljama nije bilo objavljeno niti jedno financijsko izvješće. Dobili smo financijska izvješća koja nisu bila usporediva u Excel tablici, a Excel stvarno trpi svašta!” (*Slučaj B*)

“Kasnili su s predajom izvještaja u Poreznu. Od zemlje do zemlje su različiti sustavi, različiti jezici. U Srbiji ćirilica, pa treba gledati izvještaje na ćirilici.” (*Slučaj B*)

*Slučaj B* slikovito prikazuje potencijalne izazove s kojima se mogu susresti poduzetnici prilikom akvizicije poduzeća u nekoj od susjednih zemalja. U takvim slučajevima pojedine komponente okruženja, kao što su pravni i porezni sustavi koji su različiti u odnosu na Hrvatsku, pa i sam jezik, mogu predstavljati prepreke prilikom provođenja akvizicije. Također, rješavanje problema lošeg menadžmenta uz sve ostale izazove koje je poduzeće imalo u procesu, zahtijevalo je dodatne napore u post-akvizicijskom razdoblju.

“Najveći izazov su bile Slovenija i Srbija. Srbija zato što su imali ugovore koje nitko nije mogao pratiti. Tamo je bio i loš direktor, pa se nije znalo što je sve potpisao. Morali smo zatvoriti kompaniju i otvoriti novu jer nismo znali kako stvoriti dobar imidž iz starog.” (*Slučaj B*)

U prekograničnim akvizicijama koje je poduzeće provelo, do izražaja su došle i neke kulturološke razlike, pa možda čak i animozitet između građana pojedinih zemalja.

“U Sloveniji je bilo dosta ljudi zaposlenih koje smo kasnije otpustili. I dosta se onda to negativno proširilo po tržištu, pa nam je trebalo godinu-dvije dana da vratimo povjerenje.” (*Slučaj B*)

Paralelni procesi preuzimanja nekoliko poduzeća u ovom slučaju pokazalo se iznimno zahtjevnim. Menadžment poduzeća morao je koordinirati procesima u nekoliko država suočavajući se pri tome s nizom izazova na domaćem, ali i na inozemnom tržištu.

## 5.6. Efekti i (ne)isplativost akvizicija

Različiti motivi i očekivanja o potencijalnim koristima, potaknut će poduzetnike na odabir akvizicije kao metode rasta. Neovisno o motivima, pojedine akvizicije pokazat će se kao uspješne, dok će druge rezultirati neuspjehom. Post-akvizicijsko razdoblje, posebno promatrano s vremenskim odmakom, pokazat će je li provedena akvizicija bila uspješna, te je li poduzeće uspjelo ostvariti očekivane sinergijske efekte.

Prethodno su analizirani motivi poduzetnika za ulazak u akviziciju. Kako bi bili u mogućnosti dobiti potpunu sliku akvizicijskih procesa među istraživanim poduzećima, potrebno je analizirati jesu li poduzetnici provođenjem akvizicija ostvarili zacrtane ciljeve.

Velik dio očekivanja poduzetnika se ostvario u razdoblju nakon akvizicije. Primjerice, poduzeće iz *slučaja B* uspjelo je spriječiti ulazak novih konkurenata na tržište, te posredstvom akvizicije povećati tržišni udio. Osim toga, poduzeće je akvizicijom proširilo proizvodni asortiman što je dodatno omogućilo učvršćivanje tržišne pozicije.

“Kupili smo jednog od većih distributera i onda smo automatski smanjili jednog od konkurenata koji je imao 30% tržišta, a mi smo imali ostalih 60%. Normalno, kada dođeš na razinu od 90% tržišta puno je lakše.” (*Slučaj B*)

“Oni su radili 70% isto što i mi, ali 30% su radili nešto što je nama novo, pa smo mi tom akvizicijom dobili još i 30% novoga asortimana koji smo prenijeli na naše kupce. Tako da smo mi s tom akvizicijom dobili i tržište i dobavljače koje je ta kompanija imala, i ljude koji su imali znanja i koji imaju poznanstva u određenim firmama. Osim toga, dobili smo i novoga dobavljača s nekim novim artiklom i novim načinom razmišljanja.” (*Slučaj B*)

Jednako tako, povezivanjem poduzeća ostvarene su operativne sinergije kroz smanjenje troškova što je vidljivo u *slučaju B*.

“Centralizirali smo skladišta iz kojih ide distribucija proizvoda. Ostavili smo skladište u mjestu gdje ga je jeftinije održavati.” (*Slučaj B*)

“Imamo iste dobavljače za sve naše profitne centre, pa nas sad tretiraju kao grupu i imamo puno ozbiljnije ugovore i rabate, a to svakom znači. Osjeti se jedan drugačiji pristup prema nama, imamo veću pregovaračku moć, nismo sad samo jedan izdvojeni lokal.” (*Slučaj H*)

Rezultat akvizicije u *slučaju H* povećanje je pregovaračke moći poduzeća koje poduzetnik ima u svom portfelju, što posljedično utječe i na mogućnost stvaranja operativnih sinergija.

Neki poduzetnici ostvarili su puno veće sinergijske efekte nego li su to prvotno očekivali.



“Dobili smo nekurentnu robu koju smo tako reći dobili besplatno. Neka potraživanja nisu mogli naplatiti, a mi nismo očekivali da ćemo ta neka potraživanja naplatiti, tu neku robu uspjeti prodati, a što smo u konačnici uspjeli. Tu smo dobili neke dodatne benefite.” (Slučaj B)

Dio dodatno ostvarenih sinergija u ovom slučaju proizlazi iz dobrog poznavanja industrije i lokalnog tržišta, zahvaljujući čemu su novi vlasnici uspjeli naplatiti dio potraživanja kroz kompenzacije ili prodati nekurentnu robu, što prethodni strani vlasnici nisu uspijevali napraviti. Novi vlasnici ostvarili su određene menadžerske sinergije jer su bolje upravljali poduzećem u odnosu na prethodne vlasnike. Pojedini poduzetnici naglašavaju dodatne sinergijske efekte proizašle iz ljudskog kapitala u preuzetim poduzećima.

“Dobili smo, a nismo u toj fazi razmišljali o tome, jednu bazu vrlo motiviranih ljudi koji su nas vidjeli i još uvijek nas vide kao nekoga tko ih je oslobodio neizvjesnosti. Mislim da je njima to povezivanje s nama dalo jedan novi elan i motiv da rade dalje, a oni su nam zaista to vratili i svojom profesionalnošću i preuzimanjem drugih poslova, ali su otvarali i nove klijente koji su došli zbog njihove aktivnosti. Tako da smo zaista dobili dobre ljude i nisam to iskreno uključio u nekakvu matematiku, to je bila pozitivna neočekivana stvar. Možda sam to trebao očekivati, ali za mene je to bonus.” (Slučaj G)

“Najveća vrijednost je povezivanje [*usluga koje nude poduzeća*] i povezivanje ljudi. Povezivanje ljudi [*je važno*], a ne strojevi. Strojeve možeš uvijek imati.” (Slučaj D)

“Dobio sam više nego sam očekivao. Imamo odlične ljude, a sad kad se u *Adidasu* budu miješale karte ponovno - mi ćemo tu biti glavni igrač jer smo sa *7 shopova* bitan igrač i vole raditi s nama jer znaju da je sve čisto.” (Slučaj C)

Poduzeća su imala značajne koristi od kombiniranja resursa dvaju poduzeća, ali i kontakata s novim dobavljačima što je u konačnici nakon akvizicije omogućilo poduzećima daljnji organski rast.

“Definitivno nam je pomoglo [*dalje organski rasti*] zbog artikala dobavljača, nekih novih kontakata, novih znanja, novih ljudi i novih ideja... Pomogne ti definitivno. I sada da moramo ponovno bi išli u akviziciju.” (Slučaj B)

Također, nakon akvizicije poduzeća su mogla ponuditi širi asortiman usluga, što je u konačnici rezultiralo daljnjim organskim rastom nakon preuzimanja.

“Osim što smo dobili nove klijente, ono što nisam tu spomenuo, a vrlo je bitno, mi smo kupili pomorski transport, ali mi nudimo i cestovni i zračni i carinsko zastupanje. Dakle imamo neke četiri vertikale, a poduzeće koje smo kupili - samo jednu. Mi smo klijentima tog poduzeća počeli odmah nuditi i ostale naše usluge.” (Slučaj G)

Pojedina poduzeća imala su vrijedne resurse čiji potencijal prethodni vlasnici nisu u potpunosti iskorištavali. Novi vlasnici poduzeća imali su kapacitet kvalitetnije utilizacije postojećih resursa poduzeća, bilo da se radi o ljudskim resursima gdje su

postojeći zaposlenici dolaskom novog vlasnika dobili dodatnu motivaciju, te na taj način pojačali efekte akvizicije (*slučajevi G, slučaj D, slučaj C*) ili da se radi o boljem iskorištavanju opreme koju poduzeće posjeduje (*Slučaj D*).

“Prva četiri mjeseca ove godine u odnosu na prva četiri mjeseca prošle godine [2019. u odnosu na 2018. godinu] imali smo rast 58% [na modernom tiskarskom stroju čiji je vlasnik preuzeto poduzeće]. Počeli smo ići na sajmove, a bivši vlasnik je smatrao da ne treba ići na sajmove.” (*Slučaj D*)

Novi vlasnici pokazali su se bolji u upravljanju preuzetim poduzećima, nego što su to do tada činili njihovi prijašnji vlasnici, što je u skladu s teorijom korporativne kontrole<sup>126</sup>.

“Jedna bitna stvar. Da nismo preuzeli *Grafic Lab*, *Grafic Lab* ne bi rastao, znači raste isključivo zbog nas.” (*Slučaj D*)

Jednako tako, uspješnost akvizicije i korektan način provođenja istih od strane kupaca imao je pozitivan utjecaj na reputaciju poduzeća. Vlasnici su istaknuli kako im je akvizicija donijela pozitivnu reputaciju unutar industrije što je u konačnici rezultiralo i povećanjem broja klijenata.

“Mi smo profitirali sa sinergijama koje su nam otvorile prostor za organski rast, međutim nama je ta akvizicija dobro odjeknula u logističko-prijevoznim i špediterskim krugovima i mi smo tu dobili jedan dobar *awareness*. To i pričamo klijentima i vole oni to čuti - da nije netko došao i uništio drugog, nego su se dvije firme zaista fuzionirale. Ništa nije nestalo, ponudili smo bolju i jeftiniju uslugu klijentima, napravili bolja radna mjesta, bolje plaćena radna mjesta i za jednu i drugu stranu, tako da ta priča koja ima pozitivni PR, sigurno nam je pomogla da dobijemo neke nove poslove i da nas prepoznaju naši klijenti kao lidere u segmentu kojim se bavimo.” (*Slučaj G*)

“S ovim što smo preuzeli *Grafic Lab* rastemo brže. I inače bi rasli, ali ne toliko. Lakše je rasti, definitivno je lakše rasti, jer možeš ponuditi veću lepezu proizvoda kod nekoga. Lakše je.” (*Slučaj D*)

“Još jedna stvar, to je izašlo u lokalnim novinama. Iznenadilo me koliko ljudi je to vidjelo u novinama, a ja nisam smatrao da uopće toliko ljudi čita novine. U roku par dana jako puno ljudi je to vidjelo, čestitalo mi, i onda se dešava u vrlo kratkom vremenu da te počnu neki ljudi zvati sa kojima do tada nisi radio, koji su smatrali da si mali i počinju te zvati i pitati - možeš li ti meni ovo isporučiti, pošto si kupio novu firmu, pa hajde sada da radimo to sa tobom, nećemo više sa Đurom, Perom... Tako da su se neke stvari same od sebe počele pokretati što je opet dobra stvar, a to isto nisam očekivao da će se tako dešavati. Očekivao sam da će trebati od vrata do vrata kucati. Neke poslove smo i na taj način dobili.” (*Slučaj D*)

Pozitivna reputacija koji su pojedina poduzeća dobila kroz akviziciju utjecala je na stjecanje novih kupaca što je dodatno pojačalo pozitivne efekte akvizicije. Osim pozitivnog odjeka u medijima, provođenje akvizicije utjecalo je i na percepciju o poduzeću kao važnom akteru u industriji od strane konkurencije, ali i drugih dionika.

“Velika je stvar što smo proveli akviziciju. Postao si odjednom veliki igrač. Svi pričaju o tebi, da si preuzeo nešto, da si u dva mjeseca dogovorio sve i sad kad si dogovorio i to još ide dalje [poslovanje].” (Slučaj C)

“Pozitivno je što smo stvarno uspjeli postići da smo brand, da smo prepoznatljivi. Kad negdje dođemo svi znaju tko smo, dok kod malih firmi, kada dođu na sastanak, prvih pola sata moraju objašnjavati što rade.” (Slučaj E)

Povezujući prethodna očekivanja poduzetnika od akvizicija s realiziranim efektima može se zaključiti kako su poduzetnici ostvarili i veće sinergijske efekte u odnosu na planirane. Tablica 6 daje pregled ostvarenih sinergijskih efekata provedenih akvizicija, a posebno su istaknuta područja u kojima su poduzetnici uspjeli ostvariti dodatne sinergijske efekte koje nisu prvotno očekivali.

**Tablica 6: Pregled očekivanih i ostvarenih koristi od akvizicije**

Slučaj	Ostvareni sinergijski dobici			Dodane ostvarene koristi kroz pozitivan imidž
	Operativne sinergije (efikasnost)	Tržišna snaga	Menadžerske sinergije	
<b>Slučaj A</b>		Preuzimanje kupaca branda Eko čaj poduzeća Atlas – za koji je poduzeće uslužno pakiralo čajeve. Olakšan protok proizvoda iz jednog poduzeća u drugo.		+
<b>Slučaj B</b>	Zajedničko korištenje resursa, npr. logističkog centra i sl.	Povećanje tržišnog udjela, preuzimanje dijela kupaca preuzetog poduzeća te širenje u pojedine dijelove regije ili učvršćivanje pozicije u regiji (Bosna i Hercegovina, Slovenija, Srbija).	Menadžerske sinergije ostvarene kroz bolje upravljanje preuzetim poduzećem (npr. mogućnost naplate potraživanja, upravljanje zaposlenicima).	

Slučaj	Ostvareni sinergijski dobici			Dodane ostvarene koristi kroz pozitivan imidž
	Operativne sinergije (efikasnost)	Tržišna snaga	Menadžerske sinergije	
<b>Slučaj C</b>	Jačanje pregovaračke pozicije prema važnih dobavljačima.	Preuzimanje dijela kupaca kroz širenje poslovanjana područje Dalmacije.	Menadžerske sinergije ostvarene kroz bolje upravljanje novih vlasnika (npr. upravljanje zaposlenicima).	+
<b>Slučaj D</b>	Pristup vrijednoj tehnologiji – poseban tiskarski stroj za naljepnice (optimalnije iskorištavanje resursa poduzeća - tiskarskog stroja).	Kombiniranje usluga dvaju poduzeća, povećavanje opsega usluga i povećanje broja kupaca.	Menadžerske sinergije ostvarene kroz bolje upravljanje novih vlasnika (npr. upravljanje zaposlenicima).	+
<b>Slučaj E</b>		Povećanje tržišnog udjela kroz preuzimanje dijela kupaca koji kupuju isključivo proizvode dobavljača s kojim preuzeto poduzeće ima ekskluzivni ugovor.		+/-
<b>Slučaj F</b>	Napravljene uštede u smislu povezivanja pojedinih odjela.	Pristup dodatnim dijelovima lanca vrijednosti – olakšan protok proizvoda iz jednog poduzeća u drugo – vertikalna integracija prema dobavljačima.		

Slučaj	Ostvareni sinergijski dobici			Dodane ostvarene koristi kroz pozitivan imidž
	Operativne sinergije (efikasnost)	Tržišna snaga	Menadžerske sinergije	
<b>Slučaj G</b>	Uštede proizašle iz povezivanja dva ureda u Rijeci. Razmjena znanja zaposlenika.	Povećanje tržišnog udjela kombiniranje usluga dvaju poduzeća.	Menadžerske sinergije ostvarene kroz bolje upravljanje novih vlasnika (npr. upravljanje zaposlenicima).	+
<b>Slučaj H</b>	Jačanje pregovaračke pozicije prema dobavljačima.	Povećanje broja kupaca kroz proširivanje poslovanja i kupnju dnevnog bara na atraktivnoj lokaciji.	Novi vlasnik vjeruje kako može bolje voditi poslovanje od prethodnog.	+

Izvor: izrada autora

Dodatno je potrebno istaknuti kako su poduzetnici u promatranim slučajevima mjerili uspješnost akvizicije na različite načine. Primjerice, poduzetnici iz *slučaja D* imaju podatke o rastu za svako pojedinačno poduzeće, ali jednako tako promatrali su stope rasta poduzeća nakon preuzimanja upravljanja poduzećem. Poduzetnici iz *slučaja C* prate rast prodaje u preuzetim poslovnica. Poduzetnik iz *slučaja H*, gleda na kupnju poduzeća kao na investiciju te smatra kako mu je ulaganje u akviziciju donijelo više koristi od oročene štednje u banci. Drugi poduzetnici u promatranim slučajevima (*slučaj B, slučaj F, slučaj E*) prate rast kroz rast EBITDA (dobit prije kamata, poreza i amortizacije). Različiti načini praćenja rasta nakon akvizicije, kao i različiti načini provedbe iste, nisu omogućili detaljnu analizu i usporedbu kvantitativnih podataka.

## Zaključna razmatranja analize promatranih slučajeva

Istraživani slučajevi daju uvid u heterogenost u pristupu akvizicijskim procesima malih i srednjih poduzeća na hrvatskom tržištu. Prikazani i analizirani slučajevi poduzeća pokazuju raznolikost po mnogim promatranim aspektima: motivaciji za akvizicijski rast, načinu provođenja i financiranja akvizicija, korištenju usluga savjetnika i osobnoj involviranosti poduzetnika u proces, mogućnosti ostvarivanja sinergijskih efekata i posljedično mogućnosti daljnjeg rasta.

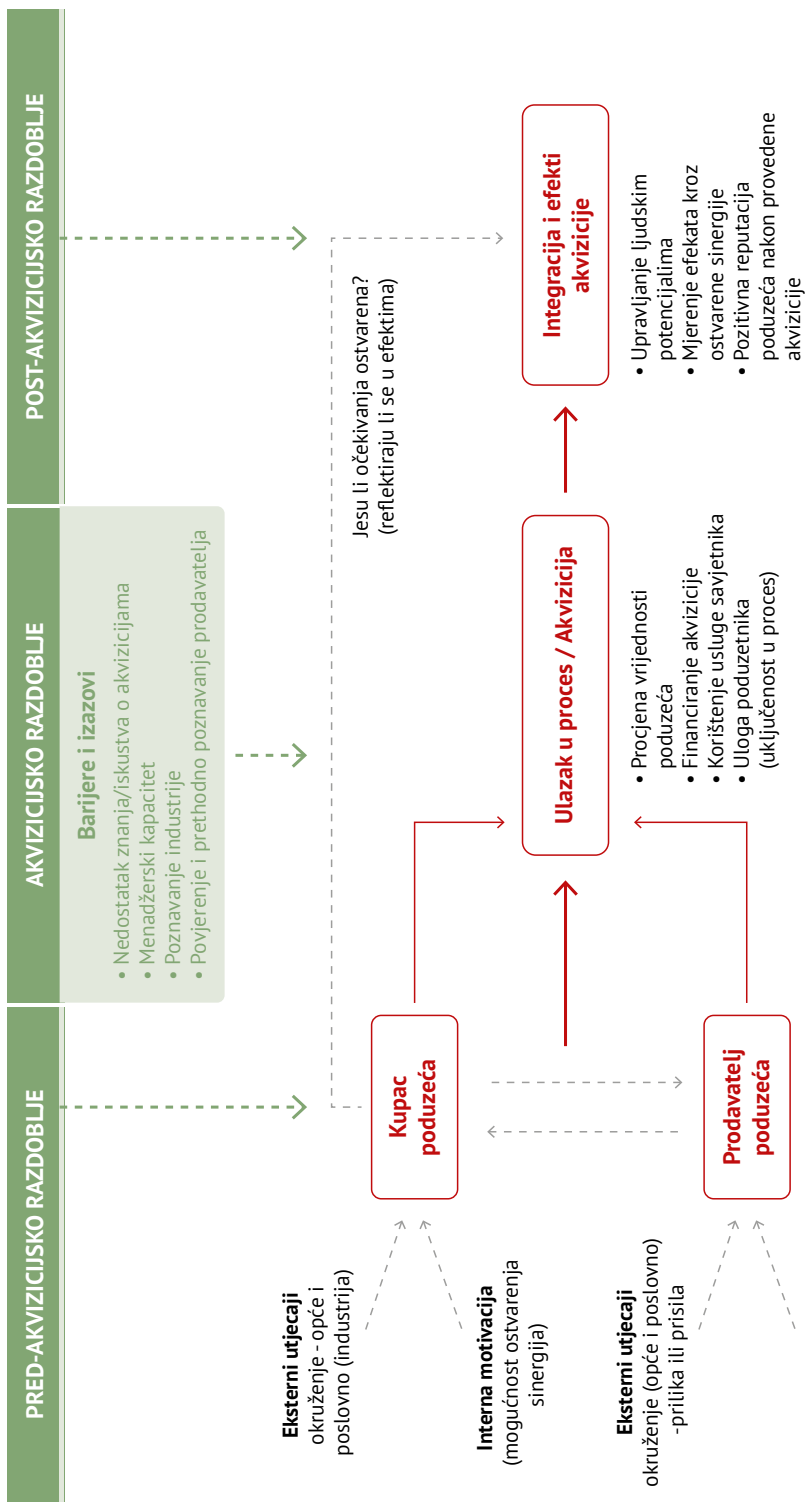
Poduzetnici u opisanim slučajevima bili motivirani ući u akvizicije radi ostvarivanja različitih oblika sinergijskih efekata, odnosno stvaranja dodatne vrijednosti poduzeću. Provedene akvizicije pokazale su se uspješnima iz perspektive poduzetnika jer su ispunile očekivanja u smislu ostvarivanja planiranih sinergija. U pojedinim slučajevima poduzetnici su uspjeli ostvariti puno veće sinergijske efekte nego su to prvotno planirali. Dijelom su dodatni sinergijski efekti proizašli iz skrivenog i neiskorištenog potencijala zaposlenika, a dijelom iz strateške obnove (*engl. strategic renewal*), odnosno nove perspektive razvoja koju je poduzeću ponudio novi vlasnik.

Mjerenje efekata akvizicije izrazito je kompleksno iz razloga što je posredstvom akvizicija moguće ostvariti mjerljive, ali i nemjerljive koristi. Poduzetnici su kroz intervjuje isticali i jedne i druge, ali znatno više naglašavali su one nemjerljive kao što je to primjerice potencijal zaposlenika preuzetog poduzeća, ili posebno zanimljivo, pozitivnu reputaciju (imidž) koji je poduzeće dobilo kroz akviziciju. Povezivanjem motiva poduzetnika i ishoda akvizicije može se zaključiti kako su poduzetnici bili uspješni u provođenju akvizicija, te da su one rezultirale ispunjavanjem njihovih očekivanja. Također, akvizicije su rezultirale stvaranjem mogućnosti za daljnji organski rast poduzeća nakon preuzimanja.

Analiza slučajeva omogućila je kreiranje GROSME modela koji konceptualno sintetizira nalaze istraživanja te u budućnosti može poslužiti kako podloga za daljnja (kvantitativna) istraživanja akvizicijskog rasta malih i srednjih poduzeća (Slika 9).



Slika 9: GROSME - Konceptualni model motiva, izazova i efekata akvizicije malih i srednjih poduzeća



Izvor: izrada autora

U analiziranim slučajevima poduzetnici su dijelom bili interno motivirani na provedbu akvizicije, a velikim dijelom akvizicija je predstavljala odgovor na prilike u okruženju. Interna motivacija poduzetnika proizlazi iz mogućnosti stvaranja sinergijskih efekata, pri čemu treba naglasiti kako je u prikazanim slučajevima akvizicija poslužila kao poluga za ostvarivanje određenih ciljeva poduzetnika i poduzeća. **Poduzetnici nisu aktivno tražili prilike za akviziciju, ali su bili otvoreni i sposobni prepoznati ih, te iskoristiti u trenutku kada su se pojavile.** U svim promatranim slučajevima poduzetnici su preuzimali poduzeća s čijim vlasnicima, odnosno menadžmentom su bili u poslovnom kontaktu, te **poduzeća s kojima su već imali izgrađene partnerske odnose.** Na taj način poduzetnici su, na već postojeće povjerenje, bili u mogućnosti stvoriti dodatno povjerenje što je u nekim akvizicijama bilo izrazito bitno (*slučaj G, slučaj C*). Jednako tako, poduzetnici su dobro poznavali poduzeća koja su preuzimali, odnosno postojala je **manja asimetrija informacija** u odnosu na to da su preuzimali potpuno nepoznato poduzeće. Istaknuta potreba za prethodnim poznavanjem prodavatelja posljedica je **nerazvijenosti tržišta za kupoprodaju malih i srednjih poduzeća.** Nepostojanje pojedinih komponenti poput *on-line* tržišta za povezivanje kupaca i prodavatelja ili dodatnih usluga savjetnika usmjerava poduzetnike na izbor akvizicijskih meta isključivo iz neposrednog okruženja.

Postoji naznaka kako je dobro poznavanje industrije dodatno ohrabrilu poduzetnike na upuštanje u proces, **bez pomoći savjetnika.** Samo su tri poduzeća koristila usluge savjetnika u procesu (*slučaj B, slučaj E i slučaj F*), uz pretpostavku da je uzrok tome **kompleksnost i veličina** navedenih akvizicija u odnosu na ostale analizirane u ovom istraživanju. Mogući razlog nekorištenja usluga savjetnika može biti **pretjerana samouvjerenost poduzetnika** u vlastiti kapacitet za samostalnu provedbu akvizicijskog procesa, neprilagođenost usluga savjetnika potrebama manjih poduzeća ili utjecaj šireg društvenog okruženja u Hrvatskoj gdje ne postoji sklonost korištenja usluga savjetnika među vlasnicima malih i srednjih poduzećima.

Poduzetnici su, na temelju svoje značajne uključenosti u proces, stekli važno "akvizicijsko znanje". Također, vlasnici poduzeća su pokazali sposobnost za uočavanje svojih pogrešaka, te njihovo korigiranje u budućim akvizicijskim procesima (*slučaj E i slučaj F*).

Istraživanje je ukazalo i na potencijalne barijere unutar ekosustava u smislu financiranja na što ukazuju i druga istraživanja. Oni poduzetnici koji nisu financirali akvizicije vlastitim sredstvima, morali su biti **kreativni u pronalaženju izvora financiranja.** Iako su poduzeća pretežno koristila financiranje kreditom banaka, **svrha korištenih bankarskih kredita nije bila namijenjena za provođenje akvizicije.** Poduzetnici koji su željeli financirati akviziciju bankarskim kreditom kao fizičke osobe susreli su se s problemom ishođenja kredita, što ukazuje na probleme koje mogu imati fizičke osobe koji žele kupovinom poduzeća ući u poduzetnički pothvat.



# PODUZETNIČKI EKOSUSTAV U HRVATSKOJ

Što je poduzetnički ekosustav?

Karakteristike uspješnih poduzetničkih ekosustava

Ekosustav za prijenos poslovanja malih i srednjih poduzeća

Okruženje za rast u Republici Hrvatskoj

***“Najviši hrast u šumi nije najviši samo zato što je izrastao iz najžilavijeg žira. Najviši je i zato što mu drugo drvo nije zaklonilo sunce, što je zemlja oko njega bila duboka i plodna, što mu kao mladom stablu zec nije obrstio koru i što ga drvosječa nije sasjekao prije nego je sazrio.”***

(Gladwell, 2009: 20)

Akvizijski rast predstavlja proces koji se ne odvija neovisno od okruženja u kojemu poduzeće djeluje. Tijekom akvizicijskog procesa organizacije su ranjive i izložene neizvjesnosti vanjskog okruženja, stoga je važno dati i širi pogled na ulogu koju u akvizicijskim procesima može imati poduzetnički ekosustav (*engl. entrepreneurial ecosystem*).

## 6.1. Što je poduzetnički ekosustav?

Temeljne ideje iza koncepta poduzetničkog ekosustava prvi puta su razvijene u 1980-ima, a predstavljale su iskorak u istraživanju poduzetništva te odmak od istraživanja ličnosti poduzetnika, ka široj perspektivi koja je uključivala ulogu društvenih, kulturnih i ekonomskih čimbenika na poduzetnički proces. Razvoj paradigme poduzetničkog ekosustava dio je šireg pokreta u istraživanju poduzetništva u kojem dolazi do odstupanja od tradicionalnog poimanja poduzetnika kao jedine i isključivo odgovorne osobe za uspjeh pothvata prema više nijansiranom shvaćanju poduzetništva kao društvenog procesa uklopljenog u šire okvire.

Koncept poduzetničkog ekosustava posebnu popularnost je stekao među kreatorima politika jer stavlja značajan naglasak na utjecaj koji šira društvena zajednica može imati na poduzetnički proces. Iza koncepta poduzetničkog ekosustava stoji motivacija za razvijanje programa, politika i inicijativa za promicanje poduzetništva i rast poduzetničke aktivnosti u različitim regijama. Utjecaj koji poduzetnički ekosustav ima na poduzetnički proces moguće je pratiti u svakom pojedinom dijelu procesa, od stvaranja, rasta i razvoja poduzeća pa do izlaska iz poduzetničkog pothvata. Unatoč popularnosti koju je koncept doživio među kreatorima politika i istraživačima poduzetništva, ne postoji široko prihvaćena definicija poduzetničkog ekosustava.

Podržavajući poduzetnički ekosustav omogućava pojedincima, poduzeću i društvu efikasnu suradnju i kombiniranje resursa radi stvaranja gospodarskog bogatstva i prosperiteta. Definiranjem ekosustava na ovaj način, istaknuta je njegova glavna karakteristika - spajanje dionika koji su često vođeni različitim ciljevima i očekivanjima. Stam i Spigel (2018) poduzetnički ekosustav vide kao skup međusobno ovisnih aktera odnosno dionika i čimbenika koordiniranih na način da omogućuju produktivan razvoj

poduzetničkih inicijativa unutar određenog geografskog područja. Ovakvim pristupom određivanju poduzetničkog ekosustava posebno je naglašeno kako se poduzetništvo odvija u interakciji međusobno ovisnih aktera, stoga je i literatura o poduzetničkim ekosustavima usredotočena na ulogu društvenog konteksta u poticanju i ograničavanju poduzetništva.

## 6.2. Karakteristike uspješnih poduzetničkih ekosustava

Američki ekonomist Elliot Isenberg je 2010. godine u svojoj knjizi *How to Start an Entrepreneurial Revolution* identificirao trinaest elemenata koje predstavljaju glavne dimenzije poduzetničkog ekosustava: kultura, kapital, obrazovanje, vlada, ljudski resursi, ekonomski klasteri, fizička infrastruktura, liderstvo, mreže, podupiruća infrastruktura, priče o uspjehu, prvi kupci. Od navedenih trinaest, Isenberg ističe šest ključnih komponenti ekosustava: politike, financiranje, kultura, potpora, ljudski kapital i tržišta.

Isenberg (2010) navodi kako ne postoji točna formula za kreiranje uspješnog poduzetničkog ekosustava, ali potiče sudionike ekosustava i donositelje politika na primjenu devet principa prilikom izgradnje poduzetničkog ekosustava:

1. Prestanite oponašati Silicijsku dolinu (*Stop Emulating Silicon Valley*) - Stvaranje ekosustava nalik na Silicijsku dolinu ne bi trebao biti standard kod stvaranja poduzetničkog ekosustava. Jedinствeni ekosustav Silicijske doline nemoguće je replicirati budući da je nastao kao rezultat jedinstvenog niza okolnosti.
2. Oblikujte ekosustav sukladno lokalnim uvjetima (*Shape the Ecosystem Around Local Conditions*) - Upravo zbog jedinstvenih okolnosti poduzetnički ekosustav bi trebao odražavati lokalno jedinstven stil i klimu poduzetništva.
3. Uključite privatni sektor od početka (*Engage the Private Sector from the Start*) - Vlade ne mogu samostalno izgraditi ekosustav, stoga je potrebno rano uključiti i privatni sektor u izgradnju ekosustava. Isenberg (2010: 4) navodi kako: "Samo privatni sektor ima motivaciju i perspektivu za razvoj samoodrživih tržišta koja kreiraju profit."

4. Favorizirajte visoke potencijale (*Favor the High Potentials*) - U rastućim ekonomijama mnogi financijski programi u gospodarstvu raspodjeljuju oskudna sredstva među velikom količinom poduhvata koji su primjerice u ranim fazama razvoja te se na taj način nisu u mogućnosti fokusirati na poduzeća koja imaju visoke potencijale.
5. Slavite uspješne (*Get a Big Win on the Board*) - Isenberg (2010) navodi kako je posljednjih godina postalo jasno da čak i jedan uspjeh može imati iznenađujuće poticajan učinak na poduzetnički ekosustav prvenstveno kroz pobuđivanje mašte javnosti, ali jednako tako i nadahnjujući imitatore.
6. Riješite se prepreka vezanih uz kulturu (*Tackle Cultural Change Head-On*) - društvene norme koje su duboko ukorijenjene u pojedinim kulturama treba mijenjati kao što je primjerice stigmatiziranje neuspjeha ili bankrot.
7. Naglasite temelje pothvata (*Stress the Roots*) - Isenberg (2010) ističe kako je pogrešno preplaviti poduzetnike "lakim" novcem čak kada se i radi o onima s značajnim potencijalom, već je potrebno vrlo rano izložiti nove poduhvate strogim tržišnim uvjetima.
8. Nemojte stvarati prekomjeran broj klastera; Pomozite im da rastu organski (*Don't Overengineer Clusters; Help Them Grow Organically*) - Zahvaljujući radu Michaela Portera stvaranje klastera i njihova uloga u poticanju poduzetništva i ekonomske konkurentnosti utjecala je na vlade širom svijeta i potaknula ih na stvaranje strategija klastera. Isenberg (2010) tvrdi da iako poduzetnički klasteri prirodno postoje i mogu biti važni elementi ekosustava, postoje samo upitni anegdotski dokazi da vlade mogu igrati glavnu ulogu u njihovom kreiranju.
9. Reformirajte pravni, birokratski i regulatorni okviri (*Reform Legal, Bureaucratic, and Regulatory Frameworks*) - Dobar pravni i regulatorni okvir od ključnog je značaja za razvoj poduzetništva. Također, Isenberg (2010) navodi kako su zakonske i regulatorne reforme često spore te da reforma neće biti uistinu učinkovita ako nema „mekših“ pristupa koje vlada može izgraditi u ekosustavima, poput rušenja kulturnih barijera, obrazovanja poduzetnika i promocije priča o uspjehu.

Neupitno je da pojedini dijelovi ekosustava mogu djelovati poticajno ili ograničavajuće ne samo u fazi pokretanja pothvata, već i drugim fazama poput rasta ili izlaska iz pothvata. Jednako tako, pojedine komponente poduzetničkog ekosustava mogu utjecati i na akvizicijske procese malih i srednjih poduzeća, stoga je potrebno identificirati i analizirati one komponente koje imaju ključnu ulogu u ovim procesima.



## 6.3. Ekosustav za prijenos poslovanja malih i srednjih poduzeća

Kreiranje poticajnog poduzetničkog ekosustava smatra se preduvjetom za rast i razvoj sektora malih i srednjih poduzeća. Poticajni ekosustav treba uzeti u obzir sve faze poduzetničkog procesa kao i životnog ciklusa poduzeća, od njegovog nastanka, rasta pa sve do prestanka njegovog postojanja. Različite faze životnog ciklusa poduzeća zahtijevat će veći ili manji stupanj razvijenosti pojedinih komponenti ekosustava.

S obzirom da akvizicija poduzeća predstavlja složeni postupak važno je identificirati komponente poduzetničkog ekosustava koje imaju značajnu ulogu u navedenom procesu.

Akvizicija, s jedne strane, predstavlja način ostvarivanja rasta za jedno poduzeće, dok, s druge strane, preuzeto poduzeće biva integrirano s preuzimateljem, a za njegovog vlasnika ovaj proces predstavlja izlazak iz vlasničke strukture. Van Teeffelen (2012) je identificirao ključne komponente ekosustava u kojemu se odvija prijenos poslovanja, odnosno kupoprodaja malih i srednjih poduzeća neovisno o tome jesu li potencijalni kupci poduzeća fizičke ili pravne osobe (Slika 10): tržišne i ekonomske uvjete (*market and economic conditions*), poreznu politiku (*tax and capital regulations*), kupce (*buyers*), prodavatelje (*sellers*), financijske institucije (*financial institutions*) i savjetnike (*advisors*).

**Slika 10: Ekosustav za prijenos poslovanja**



Izvor: Van Teeffelen, L. (2012). *Avenues to improve success in SME business transfers: reflections on theories, research and policies*. Utrecht: Hogeschool Utrecht, str. 5

Poduzetnici, odnosno kupci i prodavatelji poduzeća imaju ključnu ulogu unutar prikazanog ekosustava, dok ostali akteri mogu u značajnoj mjeri doprinijeti kvaliteti odvijanja akvizicijskog procesa. Savjetnici različitih profila mogu pružiti savjetodavnu podršku kupcima ili prodavateljima u različitim segmentima, od organizacijskih, pravnih ili financijskih pitanja. Uloga financijskih institucija bitna je u segmentu osiguravanja sredstava za financiranje akvizicije. Porezna politika, odnosno specifični porezni propisi pojedinih zemalja mogu utjecati na odluku o poduzimanju akvizicije, jer, u određenoj mjeri, mogu utjecati na isplativost akvizicije. I u konačnici eksterni faktori, odnosno tržišni i ekonomski uvjeti utjecat će na ponudu i potražnju poduzeća koja su na prodaju, ali moguće i na odluku poduzetnika na odabir akvizicije kao načina ostvarivanja rasta.

Pojedini autori definiraju dodatne komponente (aktere i procese) unutar ekosustava za prijenos poslovanja kao što su poduzetničke potporne institucije, aktivnosti jačanja svijesti o izazovima prijenosa poslovanja, te *online* platforme, odnosno virtualna tržišta za kupoprodaju malih i srednjih poduzeća. Važnost identificiranih komponenti ekosustava kao i njihova razvijenost u kontekstu akvizicija među malim i srednjim poduzećima analizirane su u nastavku u okviru poduzetničkog okruženja Hrvatske.

## 6.4. Okruženje za akvizicijski rast u Republici Hrvatskoj

*GEM - Global Entrepreneurship Monitor globalno je istraživanje o poduzetništvu koje prati kvalitetu poduzetničkog okruženja, kroz evaluaciju sljedećih komponenti:*

- Pristup financijskim sredstvima
- Vladine politike prema poduzetništvu
- Vladini programi za poduzetništvo
- Poduzetničko obrazovanje
- Transfer istraživanja i razvoja
- Profesionalna i komercijalna infrastruktura
- Otvorenost domaćeg tržišta
- Fizička infrastruktura
- Kulturne i društvene norme.

U tablici 7 prikazane su ocjene svih komponenti poduzetničke okoline za Hrvatsku u razdoblju od 2019. do 2021. godine iz kojih su vidljive niske razine ocjena.

**Tablica 7: Percepcija kvalitete poduzetničke okoline u Hrvatskoj, 2019.-2021.\***

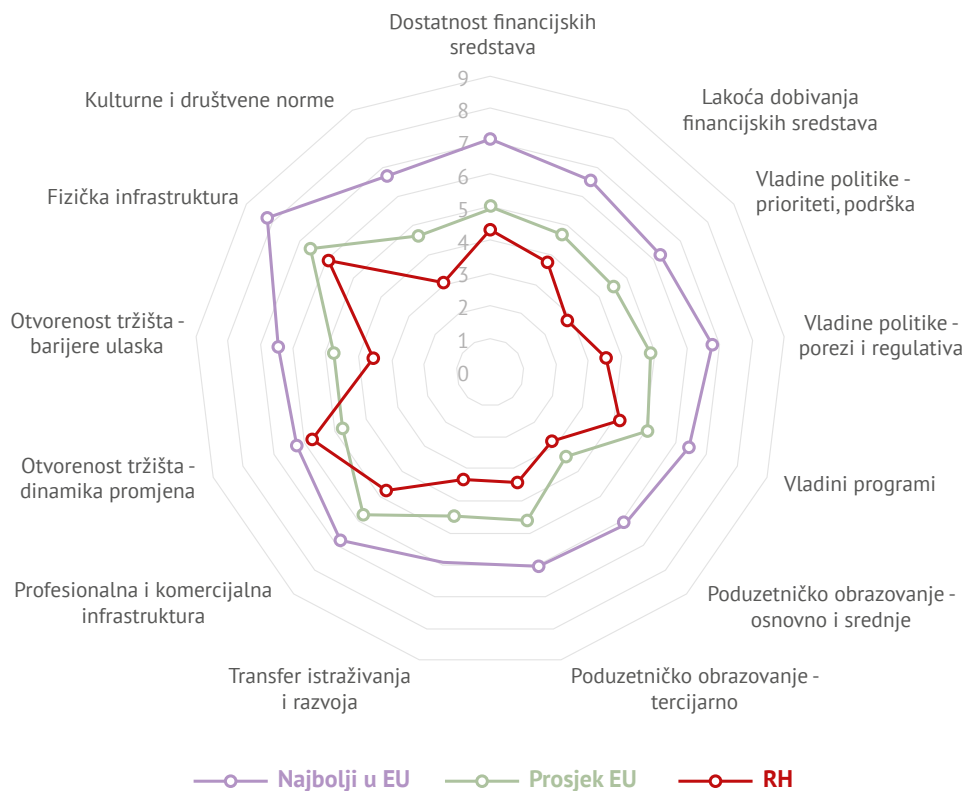
	Dostatnost financijskih sredstava	Lakoća dobivanja financijskih sredstava	Vladine politike - prioriteti, podrška	Vladine politike - porezi i regulativa	Vladini programi	Poduzetničko obrazovanje - osnovno i srednje	Poduzetničko obrazovanje - tercijarno	Transfer istraživanja i razvoja	Profesionalna i komercijalna infrastruktura	Otvorenost tržišta - dinamika promjena	Otvorenost tržišta - barijere ulaska	Fizička infrastruktura	Kulturne i društvene norme
2019.		4,19	3,17	2,69	3,5	2,22	3,34	2,75	4	5,47	3,45	6,3	2,97
2020.		4,23	3,28	2,73	3,46	2,6	3,61	2,96	4,62	5,53	3,22	6,28	3,38
2021.	4,32	3,76	2,8	3,53	4,15	2,82	3,44	3,36	4,8	5,77	3,57	5,97	3,06

*Izvor: Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2022). Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2021. Zagreb: CEPOR, str. 84.*

U 2021. godini najniže su ocijenjene vladine politike kojima se identificiraju prioriteti i podrška poduzetništvu<sup>127</sup>. Ocjene Vladinih politika niže su od prosjeka EU zemalja, a jednako tako izrazilo su niske u svim godinama istraživanja, odnosno od 2002. godine kada se istraživanje počelo provoditi u Hrvatskoj<sup>128</sup>. Ovi rezultati upućuju na to kako su Vladine politike ograničavajuća komponenta okoline, te se poduzetnici često susreću s brojnim ograničenjima poput primjerice sporosti administracije. Ostale komponente poduzetničkog ekosustava ocijenjene su, također niskim ocjenama. Jedino su dvije komponente dobile ocjenu veću od 5 što ukazuje kako djeluju stimulirajuće na poduzetničku aktivnost, a to su otvorenost tržišta i fizička infrastruktura.

Uspoređujući ocjene pojedinih komponenti okoline sa prosjekom EU zemalja ili sa zemljama koje imaju visoki društveni dohodak vidljivo je kako Hrvatska znatno zaostaje u pogledu razvijenosti ekosustava (Slika 11).

**Slika 11: Kvaliteta komponenti poduzetničke okoline u Hrvatskoj u usporedbi s najboljim zemljama u EU i prosjekom EU zemalja uključenih u GEM istraživanje, 2021.**



Izvor: Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2022). Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2021. Zagreb: CEPOR, str. 88.

U istraživanju poduzetničkih ekosustava tri su komponente poduzetničkih ekosustava od iznimne važnosti, a to su pristup tržištu, ljudski kapital/zaposlenici i finansijski kapital, odnosno pristup financiranju<sup>129</sup>. Pristup finansijskim sredstvima od ključne je važnosti i za poduzeća koja planiraju rast. Prema GEM istraživanju, Hrvatska zaostaje za EU zemljama u pristupu finansijskim sredstvima.

Prikaz stanja i razvijenosti pojedinih komponenti ekosustava za prijenos poslovanja koji je napravljen u Hrvatskoj 2015. godine upućuje na nedostatak izvora financiranja za potencijalne preuzimatelje poduzeća<sup>130</sup>. U analizi je istaknuto i kako u Hrvatskoj finansijske institucije, bilo da se radi o državnim ili komercijalnim, u ponudi nemaju finansijske proizvode za olakšano preuzimanje poduzeća. Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR) u svojim programima imala je predviđenu mogućnost financiranja

kupnje poslovnih udjela, ali ta mjera nije bila javno promovirana, niti se šire primjenjivala<sup>131</sup>. U odnosu na 2015. godinu, u 2019. godini primjetni su pomaci u smislu povećanja mogućnosti financiranja akvizicija. Početkom 2019. godine Upravni odbor Hrvatske agencije za malo gospodarstvo, inovacije i investicije (HAMAG BICRO) usvojio je prijedlog novog jamstvenog programa PLUS unutar kojega se jedna od mjera odnosi na mogućnost kupnje poslovnih udjela. Jamstvo se izdaje isključivo za kupnju 100% vlasničkih udjela u drugom gospodarskom subjektu po modelu 30% ulaganja vlastitih sredstava, 70% iznosa financira se iz kredita<sup>132</sup>. Uvođenje jamstvenog programa upućuje na pozitivne pomake u jačanju pojedinih komponenti ekosustava za prijenos poslovanja, što bi u konačnici trebalo omogućiti lakše financiranje kupnje udjela poduzeća onim poduzetnicima koji za to iskažu interes.

Iz perspektive ekosustava za prijenos poslovanja iznimno je važno razmotriti i na koji način potencijalni kupci i prodavatelji ostvaruju u kontakt. U razvijenim ekosustavima značajnu ulogu imaju virtualna tržišta za kupoprodaju malih i srednjih poduzeća (*on-line* platforme). Prodaja ili kupovina poduzeća posredstvom platforme uobičajena je u zemljama zapadne Europe poput Belgije, Finske ili Njemačke. Primjerice u Njemačkoj suvlasnik jedne od najvećih platformi je njemačka razvojna banka (KfW). *On-line* platforme ne služe isključivo za povezivanje kupaca i prodavatelja poduzeća, nego i osiguravaju i pristup drugim komponentama ekosustava kao što su primjerice poslovni savjetnici koji mogu biti izrazito bitni prilikom pojedinih faza akvizicije.

U Hrvatskoj postoji dostupnost usluga različitih profila savjetnika, ali one nisu dovoljno prilagođene potrebama mikro i malih poduzeća u segmentu preuzimanja poslovanja<sup>133</sup>. Dodatno važan segment unutar ekosustava predstavljaju i poduzetničke potporne institucije koje mogu ponuditi različite usluge poduzetnicima. U kontekstu akvizicijskog rasta njihova uloga može biti značajna u informiranju poduzetnika o različitim načinima ostvarivanja rasta, kao i njihovim prednostima i nedostacima. U Hrvatskoj je većina poduzetničkih potpornih institucija usmjerena na poduzetnike početnike, ali malo je onih koji su usmjereni na pružanje informacija, edukaciju ili druge oblika potpore poduzećima koja su u fazi rasta. Značajnu ulogu unutar hrvatskog ekosustava za prijenos poslovanja ima CEPOR – Centar za politiku malih i srednjih poduzeća i poduzetništva koji je u 2018. i 2019. godini provodio edukativni program *Klub kupaca malih i srednjih poduzeća* namijenjen vlasnicima malih i srednjih poduzeća koji planiraju akviziciju, a koji nudi niz radionica koje su fokusirane na ključne faze procesa preuzimanja.

Analiza poduzetničkog okruženja i pojedinih komponenti ekosustava za prijenos poslovanja upućuje kako postoji potencijal za daljnjim razvojem pojedinih komponenti posebno u pogledu povezivanja kupaca i prodavatelja poduzeća, edukacije poduzetnika kao i savjetničkih usluga usmjerenih i cijenom prilagođenih vlasnicima mikro i malih poduzeća.



# ZAKLJUČNA RAZMATRANJA



Akvizijski rast malih i srednjih poduzeća važna je, ali nedovoljno istražena i aktualizirana tema u Hrvatskoj. Značaj ove teme proizlazi iz važnosti samog sektora malih i srednjih poduzeća čiji je udio u gospodarstvu Hrvatske, kao i drugih zemalja EU veći od 95%. U prethodna tri desetljeća rast malih i srednjih poduzeća temeljio se većinom na organskom rastu, a umirovljenjem poduzetnika koji su poduzeća osnivali 1990-ih godina otvara se potencijal za akvizijski rast kroz preuzimanje poduzeća u kojima obiteljska tranzicija nije moguća ili odabrana opcija.

Rast kroz akvizicije složen je proces koji iziskuje vrijeme, novac i znanje. Iskustva poduzeća koja su prošla akvizijske procese važan su izvor spoznaja o tome izazovima i potencijalu koji nosi akvizijski rast. Nažalost, uvid u lekcije iz prethodnih iskustava temelje se gotovo isključivo na iskustvima velikih poduzeća čija je generalizacija i korisnost za sektor malih i srednjih poduzeća upitna.

Ukazivanje na potencijal akvizijskog rasta i želja za pružanjem uvida u naučene lekcije iz sektora malih i srednjih poduzeća, glavni su razlozi za izdavanje ove knjige. U nastavku dani su glavni zaključci proizašli iz analize prethodnih istraživanja na temu akvizijskog rasta i empirijskog istraživanja provedenog na uzorku malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj.

### Zaključak 1:

U teoriji - **poticaj na akvizicije može biti interni i/ili eksterni** i djeluje i na kupce i na prodavatelje poduzeća. U praksi – teško je razlučiti jedan od drugog. Poduzetnici su motivirani na ulazak u akvizicije radi ostvarivanja različitih sinergijskih efekata, ali u konačnici na taj način unaprjeđuju svoju konkurentnost i jačaju poziciju na tržištu.

### Zaključak 2:

U okolnostima nerazvijenog tržišta kupoprodaje malih i srednjih poduzeća kakvo je hrvatsko, ne postoje neki od elemenata ekosustava koji facilitiraju tranzicijske procese, poput on-line tržišta, izvora financiranja ili specijaliziranih savjetnika. Kako bi kompenzirali manjkavosti u okruženju poduzetnici se oslanjaju na **izgrađeno povjerenje i prethodno poznavanje prodavatelja**. U istraživanim slučajevima kupci su uglavnom preuzimali poduzeća unutar industrije u kojoj posluju, iz njihovog neposrednog poslovnog okruženja i ona s kojima su već imali razvijene poslovne odnose.

### Zaključak 3:

Ostvareni sinergijski efekti u istraživanim slučajevima bili su i veći od očekivanih, naročito oni neopipljive prirode, poput **pozitivnog utjecaja na reputaciju poduzeća** što je omogućilo poduzećima daljnji organski rast kroz privlačenje novih kupaca nakon provedene akvizicije; **oslobađanje dodatnog skrivenog potencijala zaposlenika te stratešku obnovu poduzeća**. U uvjetima nedostatka kvalitetnih zaposlenika na tržištu rada, akvizicija može biti jedan od načina za pronalazak i zadržavanje ljudskih resursa.

#### Zaključak 4:

U nedostatku odgovarajućih izvora financiranja za akvizicije, poduzetnici u Hrvatskoj su bili **kreativni u pronalasku načina financiranja akvizicije**, te su nastojali financiranje prilagoditi svojim potrebama. Navedeno ukazuje na potrebu za razvojem prilagođenijih programa financiranja akvizicija u sektoru malih i srednjih poduzeća.

#### Zaključak 5:

**Poduzetnici samouvjereni ulaze u proces akvizicije**, najčešće samostalno, bez savjetnika, iako nemaju prethodno iskustvo sudjelovanja u akvizicijama. U akvizicijama koje procijene rizičnima, **minimiziraju rizik** kupujući dijelove imovine poduzeća umjesto kupovine udjela u poduzeću. Navedeno ukazuje na potrebu daljnje prilagodbe i promocije usluga savjetnika među vlasnicima malih i srednjih poduzeća, te edukaciju poduzetnika o rizicima u akvizicijama i važnosti savjetnika.

#### Zaključak 6:

**Poduzetnici su kroz akvizicijski proces učili**, te stekli važno iskustvo i znanje o akvizicijama koje će im poslužiti kao baza za planiranje budućih akvizicija u kojima planiraju sudjelovati.

Poduzeća obuhvaćena ovim istraživanjem oslikala su svu raznolikost u pristupu provođenju akvizicija među malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj. Vlasnici poduzeća provodili su akvizicije na različite načine, te na različite načine pristupali integraciji poduzeća. Ova činjenica pojačava tvrdnje o tome koliko je teško pratiti, ne samo rast proizašao iz akvizicija, već i rast malih i srednjih poduzeća općenito. Akvizicije u promatranim slučajevima doprinijele su rastu ukupnog poslovanja. U pojedinim slučajevima poduzetnici su kreirali portfolio poduzeća u svom vlasništvu, a akvizicija je doprinijela rastu poduzeća iako ona nisu formalno spojena što otvara pitanje sagledavanja ovakvog rasta – kao organskog ili akvizicijskog, te ostavlja prostor za daljnju akademsku raspravu u pogledu mjerenja rasta.

#### Zaključak 7:

Analizom ekosustava za prijenos poslovanja u Hrvatskoj utvrđeni su nedostaci u kvaliteti pojedinih komponenti, koji mogu predstavljati barijeru za primjenu akvizicije kao metode rasta u segmentu malih i srednjih poduzeća. Prva **poboljšanja ekosustava** trebaju ići u smjeru uklanjanja ograničavajućih utjecaja pojedinih komponenti sustava. Na taj način poduzetnicima se daje mogućnost odabira alternativnih načina ostvarivanja rasta, pri čemu nisu već u početku ograničeni pojedinim komponentama ekosustava. Nakon uklanjanja pojedinih ograničavajućih faktora potrebno se dodatno fokusirati na izgradnju i unaprjeđenje pojedinih komponenti ekosustava koje će doprinijeti ne samo uspješnosti procesa provođenja akvizicija, nego i njegovoj popularnosti među malim i srednjim poduzećima.

# EXECUTIVE SUMMARY

Small and medium business growth is viewed primarily through the lens of organic growth, although small and medium businesses can grow in a variety of ways. Acquisitions are not only “reserved” for large companies, but they are becoming an interesting growth option for small and medium enterprises in the Republic of Croatia. The book *Growth of SMEs through acquisitions: “Sleeping with one eye open”* aims to highlight the importance of acquisitions as one of the growth methods of SMEs.

The book systematically presents in seven chapters the research results of the dissertation entitled “Acquisitive Growth of Small and Medium Enterprises”, as well as the findings from many years of dealing with the topic of acquisitions and participation in numerous conferences on the topic of business transfers and acquisitions in Europe.

The first chapter highlights the importance of acquisitive growth for SMEs and describes the author’s activities in researching this topic through academic and professional work.

The second chapter presents the methodology of the dissertation “Acquisitive Growth of Small and Medium-sized Enterprises”, the main results of which are presented in this book.

The third chapter focuses on understanding the growth of SME companies and attempts to answer the important question of why companies grow or do not grow. This chapter discusses the factors that influence the growth of firms and the ways in which growth can be measured.

The fourth chapter provides a conceptual explanation of acquisitions as a method of growth, describes the process of mergers and acquisitions, and provides an overview of the motives and effects of SME acquisitions.

The fifth chapter provides a brief description of the cases analysed and the most interesting findings of the study. The chapter ends with a presentation of the conceptual model GROSME - Conceptual Model of Motives, Challenges and Effects of Small and Medium Enterprises Takeover.

The sixth chapter gives an overview of the entrepreneurial ecosystem in the Republic of Croatia with special reference to the entrepreneurial environment, which is important for the acquisitive growth of SMEs.

The book ends with concluding remarks summarising the main findings of research on SME acquisitive growth. The concluding remarks shed light on the motives and effects of the acquisitions made by the entrepreneurs in the observed cases. In addition, the concluding remarks highlight the shortcomings of the entrepreneurial environment that are important for the acquisition growth of SMEs in the Republic of Croatia.

# IZVADAK IZ RECENZIJA

*„Knjiga Rast malih i srednjih poduzeća kroz akvizicije: „Spavanje s jednim okom otvorenim“ ističe važnost akvizicija kao relevantne metode rasta i razvoja poduzeća ili poduzetničke aktivnosti. Znanstveni doprinos temelji se na kritičkoj interpretaciji geneze relevantnih teorijskih okvira (rast, spajanja i akvizicije), recentnih znanstvenih istraživanja pokazatelja, čimbenika te efekata akvizicijskog rasta. Posebno je vrijedno istaknuti kako nove spoznaje koje se temelje na vlastitom kvalitativnom istraživanju osam tipičnih slučajeva akvizicijskih procesa provedenih od strane malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj mogu biti polazište za daljnja istraživanja, ali i praktične implikacije.“*

prof.dr.sc. Sanja Pfeifer

Ekonomski fakultet u Osijeku, Sveučilište J.J. Strossmayera u Osijeku

---

*„Ovako koncipirana i uređena knjiga predstavlja značajnu inovaciju u načinu izučavanja malog i srednjeg poduzetništva, općenito. Knjiga donosi jedan zanimljivi pristup objašnjenja akvizicijskog rasta jer je kroz primjenu metode studija slučaja, zasnovana na brojnim svjedočanstvima, odnosno osobnim iskustvima poduzetnika i rezultatima prethodnih istraživanja na globalnoj razini vezanih uz akvizicijskih rast. Ono što je posebno aktualno su zaključna razmatranja gdje koautorice identificiraju zaključke te daju preporuke poduzetnicima kroz prizmu trendova, izazova i prilika koje može osigurati rast kroz akvizicije.“*

prof.dr.sc. Ivona Vrdoljak Raguž

Odjel za poslovnu ekonomiju i ekonomiju, Sveučilište u Dubrovniku

---

*„Knjiga „Rast malih i srednjih poduzeća kroz akvizicije: Spavanje s jednim okom otvorenim“ doprinosi dubljem razumijevanju izazova i značaja akvizicijskog rasta malih i srednjih poduzeća što u istraživačkom smislu predstavlja nedovoljno istraženu, a izuzetno relevantnu i aktualnu temu. S obzirom na strukturu, stil pisanja i aktualnost sadržaja knjiga predstavlja uspješan pokušaj prilagodbe spoznaja nastalih temeljem provedenih znanstvenih istraživanja široj znanstvenoj i poslovnoj zajednici. U isto vrijeme, knjiga je vrijedan nastavni alat u poticanju studentske populacije na raspravu na temu važnosti rasta malih i srednjih poduzeća kroz akvizicije.“*

prof.dr.sc. Vlatka Škokić

Ekonomski fakultet Split, Sveučilište u Splitu

## **Europski fond za jugoistočnu Europu**

Cilj Europskog fonda za jugoistočnu Europu (EFSE) je poticanje gospodarskog razvoja i prosperiteta u regiji jugoistočne Europe, uključujući istočno susjedstvo Europske unije European Eastern Neighbourhood Region, kroz održivo pružanje dodatnog razvojnog financiranja. Fond nudi dugoročne instrumente financiranja kvalificiranim partnerskim kreditnim institucijama kako bi bolje opsluživali potrebe za financiranjem mikro i malih poduzeća i privatnih domaćinstava s niskim prihodima. EFSE-ove partnerske kreditne institucije su komercijalne banke, mikrofinancijske banke, mikrokreditne organizacije i nebankarske financijske institucije, poput leasing društava. Oni sredstva dobivena od EFSE-a dalje posuđuju krajnjoj ciljnoj skupini Fonda: mikro, mala poduzeća i privatna domaćinstva s niskim prihodima. Sve EFSE-ove partnerske institucije su pažljivo izabrane: osim toga što su financijski stabilne, institucije se prema svojim klijentima moraju odnositi pošteno i transparentno. Potporu investicijskim aktivnostima EFSE-a pruža EFSE Development Facility (EFSE DF), koji je osnovan 2006. godine kako bi podržavao EFSE-ov mandat razvojnog financiranja. Njegova je misija pružanje djelotvorne, ciljane i inovativne tehničke pomoći kako bi se maksimizirao utjecaj i doseg mandata razvojnog financiranja Fonda u ciljnim zemljama. Usluge izgradnje kapaciteta koje pruža EFSE DF uključuju izgradnju kapaciteta i obuku, potporu financijskom sektoru, kao i primijenjena istraživanja s ciljem jačanja unutarnjih kapaciteta i operacija Fondovih partnerskih kreditnih institucija. EFSE je prvo javno-privatno partnerstvo ove vrste i prvi privatno upravljani fond u području razvojnog financiranja koji koristi privatna sredstva za financiranje mikro i malih poduzeća u ciljnoj regiji. Fond je 15. prosinca 2005. godine osnovala Njemačka razvojna banka (KfW) od četiri multi-donatorska programa kojima je upravljala. Kapital osiguravaju donatorske agencije, međunarodne financijske institucije i privatni institucionalni investitori, uključujući Savezno ministarstvo za gospodarsku suradnju i razvoj SR Njemačke (BMZ), Europsku Komisiju, Vladu Albanije, SMBCS - podružnicu Središnje banke Armenije za kreditiranje malih i srednjih poduzetnika, Austrijsku razvojnu banku (OeEB), Švicarsku agenciju za razvoj i suradnju (SDC), Dansku međunarodnu razvojnu agenciju (Danida), KfW kao glavnog investitora, Međunarodnu financijsku korporaciju (IFC), Nizozemsku razvojnu banku (FMO), Europsku banku za obnovu i razvoj (EBRD), Europsku investicijsku banku (EIB), Sal. Oppenheim i Deutsche Bank. Za više informacija o EFSE i EFSE DF, molimo posjetite: <http://www.efse.lu>



**CEPOR** | Centar za politiku  
razvoja malih  
i srednjih poduzeća  
i poduzetništva

**CEPOR – Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva**  
*je neovisni policy centar koji se bavi problematikom malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj. CEPOR je osnovan 2001. godine na temelju sporazuma između Vlade Republike Hrvatske i Instituta Otvoreno društvo Hrvatska.*

*Institucionalni osnivači CEPOR-a su: Ekonomski institut Zagreb, Sveučilište J.J. Strossmayera u Osijeku - Ekonomski fakultet u Osijeku, Institut za međunarodne odnose Zagreb, Hrvatska gospodarska komora, Hrvatska obrtnička komora, REDEA Razvojna agencija Međimurje – Čakovec, IDA Istarska razvojna agencija – Pula, Centar za poduzetništvo Osijek, Institut Otvoreno društvo Hrvatska i UHIPP Udruga hrvatskih institucija za poticanje poduzetništva.*

*Misija CEPOR-a je utjecati na javno-političko okruženje naglašavajući ulogu poduzetništva, te malih i srednjih poduzeća na razvoj gospodarstva Hrvatske. CEPOR želi doprinijeti oblikovanju poduzetničke kulture, te stvaranju stimulativnog institucionalnog i regulatornog okvira za poduzetničko djelovanje.*

## **CEPOR**

Trg J.F. Kennedy-a 7, Zagreb

[www.cepor.hr](http://www.cepor.hr)

## POPIS SLIKA

<b>Slika 1:</b> Udio pojedinih izlaznih strategija nakon umirovljenja poduzetnika, prema iskustvu zapadnoeuropskih zemalja. ....	11
<b>Slika 2:</b> Edith Penrose, američko-britanska znanstvenica, autorica knjige Teorija rasta poduzeća iz 1959. godine .....	18
<b>Slika 3:</b> David Storey, profesor s britanskog Sveučilišta Sussex dao je značajan doprinos razumijevanju internih faktora koji utječu na rast poduzeća. ....	21
<b>Slika 4:</b> Faktori koji utječu na rast malih i srednjih poduzeća .....	22
<b>Slika 5:</b> Prikaz pojmova koji se često uključuju u koncept spajanja i akvizicija .....	31
<b>Slika 6:</b> Iskustvo i interes za akvizicije među malim i srednjim poduzećima. ....	40
<b>Slika 7:</b> Proces spajanja i akvizicija .....	41
<b>Slika 8:</b> Struktura vlasnika malih i srednjih poduzeća u Hrvatskoj s obzirom na iskustvo korištenja savjetodavnih usluga .....	43
<b>Slika 9:</b> GROSME - Konceptualni model motiva, izazova i efekata akvizicije malih i srednjih poduzeća .....	84
<b>Slika 10:</b> Ekosustav za prijenos poslovanja .....	90
<b>Slika 11:</b> Kvaliteta komponenti poduzetničke okoline u Hrvatskoj u usporedbi s najboljim zemljama u EU i prosjekom EU zemalja uključenih u GEM istraživanje, 2021. ....	93

## POPIS TABLICA

<b>Tablica 1:</b> Faktori koji utječu na rast malih i srednjih poduzeća .....	23
<b>Tablica 2:</b> Način ostvarivanja rasta prema pojedinim autorima .....	28
<b>Tablica 3:</b> „Osobna iskaznica“ analiziranih slučajeva .....	50
<b>Tablica 4:</b> Motiviranost prethodnog vlasnika za prodaju .....	60
<b>Tablica 5:</b> Procjena vrijednosti poduzeća, korištenje poslovnih savjetnika u procesu i financiranje akvizicije. ....	72
<b>Tablica 6:</b> Pregled očekivanih i ostvarenih koristi od akvizicije. ....	80
<b>Tablica 7:</b> Percepcija kvalitete poduzetničke okoline u Hrvatskoj, 2019.-2021. ....	92



## ENDNOTES

- <sup>1</sup> Doktorska disertacija obranjena je u ožujku 2020. godine na međusveučilišnom interdisciplinarnom doktorskom studiju „Poduzetništvo i inovativnost“ na Sveučilištu JJ. Strossmayera u Osijeku pod mentorstvom prof.dr.sc. Mirele Alpeza.
- <sup>2</sup> Praćenjem prilika u okruženju za preuzimanje.
- <sup>3</sup> Protokol provođenja studije slučaja (engl. Case Study Protocol) je formalni dokument koji obuhvaća set procedura uključenih u proces prikupljanja podataka koji se koriste za izradu studije slučaja (Encyclopedia of Case Study Research, 2010: 83)
- <sup>4</sup> Alpeza, M., Basarac Sertić, M., Delić, A., Has, M., Koprivnjak Popović, T., Mezulić Juric , P., Novosel, M., Oberman, M., Oberman Peterka, S., Perić, J., Petričević, T., Šimić Banović, R., Vučković, V., Križanović, K. i Kuček, S. (2022). *Izvjешće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2021. MALA I SREDNJA PODUZEĆA U HRVATSKOJ U UVJETIMA PANDEMIJE BOLESTI COVID-19*. CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb
- <sup>5</sup> Bronars, S. G., & Deere, D. R. (1993). Union organizing activity, firm growth, and the business cycle. *The American Economic Review*, 83(1), 203-220.
- <sup>6</sup> Coad, A. (2009). *The growth of firms: A survey of theories and empirical evidence*. Edward Elgar Publishing.
- <sup>7</sup> OECD (2018). Enabling SMEs to scale up. Discussion paper. SME Ministerial Conference. 22-23 February 2018 Mexico City. Dostupno na: <https://www.oecd.org/cfe/smes/ministerial/documents/2018-SME-Ministerial-Conference-Plenary-Session-1.pdf>, Pristupljeno: 7.5.2019.
- <sup>8</sup> Arvanitis, S., Stucki, T. (2015). Do mergers and acquisitions among small and medium-sized enterprises affect the performance of acquiring firms?. *International Small Business Journal*, 33(7), 752-773.
- <sup>9</sup> Wiklund, J. (1998), *Small Firm Growth and Performance: Entrepreneurship and Beyond*. Doctoral dissertation. Jönköping: Jönköping International Business School.
- Robson, P. J., Bennett, R. J. (2000). SME growth: The relationship with business advice and external collaboration. *Small business economics*, 15(3), 193-208.
- <sup>10</sup> Delmar, F., Davidsson, P., Gartner, W. B. (2003). Arriving at the high-growth firm. *Journal of business venturing*, 18(2), 189-216.
- Chandler, G. N., McKelvie, A., Davidsson, P. (2009). Asset specificity and behavioural uncertainty as moderators of the sales growth–Employment growth relationship in emerging ventures. *Journal of Business Venturing*, 24(4), 373-387.
- Shepherd, D., Wiklund, J. (2009). Are we comparing apples with apples or apples with oranges? Appropriateness of knowledge accumulation across growth studies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 105-123.
- <sup>11</sup> Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small Firm Growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69–166.

<sup>12</sup> Ibidem

<sup>13</sup> Ibidem

<sup>14</sup> Bolton, J. E. (1971). *Small firms: report of the Committee of Inquiry on Small Firms chairman JE Bolton*. HM Stationery Office. Citirano u Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small firm growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69-166.

Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small Firm Growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69–166.

<sup>15</sup> Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small Firm Growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69–166.

<sup>16</sup> Wiklund, J., Shepherd, D. (2003). Aspiring for, and achieving growth: The moderating role of resources and opportunities. *Journal of management studies*, 40(8), 1919-1941.

<sup>17</sup> Storey, D. J. (1994). *Understanding the small business sector*. London: Routledge.

<sup>18</sup> Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2022). Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2021, Zagreb: CEPOR

<sup>19</sup> Storey, D. J. (1994). *Understanding the small business sector*. London: Routledge.

Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small Firm Growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69–166.

<sup>20</sup> Cooper, A. C., Gimeno-Gascon, F. J., Woo, C. Y. (1994). Initial human and financial capital as predictors of new venture performance. *Journal of Business Venturing*, 9(5), 371–395.

<sup>21</sup> Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small Firm Growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69–166.

<sup>22</sup> Storey, D. J. (1994). *Understanding the small business sector*. London: Routledge.

<sup>23</sup> Solem, O. and Steiner, M.P. (1989), 'Factors for Success in Small Manufacturing Firms – and with Special Emphasis on Growing Firms', paper presented at Conference on Small and Medium Sized Enterprises and the Challenges of 1992, Mikkeli, Finland.

Cambridge Small Business Research Centre (1992) *The State of British Enterprise*, Department of Applied Economics, University of Cambridge.

Siegel, R., Siegel, E. and MacMillan, I.C. (1993). Characteristics Distinguishing High Growth Ventures, *Journal of Business Venturing*, 8(2), 169–180

<sup>24</sup> Freel, M. S., Robson, P. J. (2004). Small firm innovation, growth and performance: Evidence from Scotland and Northern England. *International Small Business Journal*, 22(6), 561-575.

<sup>25</sup> Autio, E., Sapienza, H. J., Almeida, J. G. (2000). Effects of age at entry, knowledge intensity, and imitability on international growth. *Academy of management journal*, 43(5), 909-924.

Sapienza, H. J., Autio, E., George, G., Zahra, S. A. (2006). A capabilities perspective on the effects of early internationalization on firm survival and growth. *Academy of management review*, 31(4), 914-933.

<sup>26</sup> Rutherford, M. W., McMullen, P., Oswald, S. (2001). Examining the issue of size and the small business: A self organizing map approach. *The Journal of Business and Economic Studies*, 7(2), 64-81.

Smallbone, D., North, D. (1995). Targeting established SMEs: does their age matter?. *International Small Business Journal*, 13(3), 47-64.

<sup>27</sup> Carroll, G. R., Hannan, M. T. (2004). *The demography of corporations and industries*. Princeton University Press.

Davidsson, P., Delmar, F. (1997). High-growth firms and their contribution to employment: the case of Sweden 1987–96. Paris: OECD Working Party on SMEs.

<sup>28</sup> Weinzimmer, L. G. (2000). A replication and extension of organizational growth determinants. *Journal of Business Research*, 48(1), 35-41

<sup>29</sup> Allinson, G., Braidford, P., Houston, M., Stone, I. (2013). *Understanding growth in microbusinesses*. London: BIS Research paper Number 114.

Robson, P. J., Obeng, B. A. (2008). The barriers to growth in Ghana. *Small Business Economics*, 30(4), 385-403.

<sup>30</sup> Carter, S., Jones-Evans, D. (2006). *Enterprise and Small Business*. Harlow: FT Prentice-Hall.

<sup>31</sup> Bartlett, W., Bukvič, B. (2001). Barriers to SME growth in Slovenia. *Economic Policy in Transition Economies*, 11(2), 177–195.

Robson, P. J., Obeng, B. A. (2008). The barriers to growth in Ghana. *Small Business Economics*, 30(4), 385-403.

Tagoe, N., Nyarko, E., Anuwa & Amah, E. (2005). Financial challenges facing urban SMEs under financial sector liberalization in Ghana. *Journal of small business Management*, 43(3), 331-343.

<sup>32</sup> Carter, S., Jones-Evans, D. (2006). *Enterprise and Small Business*. Harlow: FT Prentice-Hall.

<sup>33</sup> Keyser, M., de Kruif, M., Frese, M. (2000). The psychological strategy process and sociodemographic variables as predictors of success for micro-and small-scale business owners in Zambia In M. Frese (Ed.) *Success and Failure of Micro Business Owners in Africa: A Psychological Approach*. Westport, CT: Quorum Books, pp. 31–54.

Moy, J. W., Luk, V. W. (2003). The life cycle model as a framework for understanding barriers to SME growth in Hong Kong. *Asia Pacific Business Review*, 10(2), 199-220.

Robson, P. J., Obeng, B. A. (2008). The barriers to growth in Ghana. *Small Business Economics*, 30(4), 385-403.

Tagoe, N., Nyarko, E., Anuwa & Amah, E. (2005). Financial challenges facing urban SMEs under financial sector liberalization in Ghana. *Journal of small business Management*, 43(3), 331-343.

<sup>34</sup> Becchetti, L., Trovato, G. (2002). The determinants of growth for small and medium sized firms. The role of the availability of external finance. *Small business economics*, 19(4), 291-306.

Riding, A. L., & Haines, G. J. (1998). Defaulting on loan guarantees: Costs and benefits of encouraging early-stage growth. In P. D. Reynolds, W. D. Bygrave, N. M. Carter, S. Manigart, G. D. Meyer, K. G. Shaver (Eds.), *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Babson College, pp. 504-518.

<sup>35</sup> Adomako, S., Mole, K. F. (2018). Small Business Growth and Performance. In R. Blackburn, D. De Clercq, J. Heinonen (Eds.), *The SAGE Handbook of Small Business and Entrepreneurship*. pp. 220–241. London, UK: SAGE.

<sup>36</sup> Storey, D. J. (1994). *Understanding the small business sector*. London: Routledge.

Burns, P. (2001). *Entrepreneurship and Small Business*. Basingstoke: Palgrave.

<sup>37</sup> Binks, M. R., Ennew, C. T. (1996). Growing firms and the credit constraint. *Small Business Economics*, 8(1), 17–25.

<sup>38</sup> Winborg, J., Landström, H. (2001). Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of business venturing*, 16(3), 235-254

<sup>39</sup> Bartlett, W., Bukvič, B. (2001). Barriers to SME growth in Slovenia. *Economic Policy in Transition Economies*, 11(2), 177–195.

Baumol, W. (1990). Entrepreneurship: productive, unproductive and destructive. *Journal of Political Economy*, 98(5), 893–921.

Krasniqi, B. A. (2007). Barriers to entrepreneurship and SME growth in transition: the case of Kosovo. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 12(1), 71-94.

Roxas, H. B., Lindsay, V., Ashill, N., Victorio, A. (2007). An institutional view of local entrepreneurial climate. *Journal of Asia entrepreneurship and sustainability*, 3(1), 1-28.

<sup>40</sup> Smallbone, D., Welter, F. (2001). The role of government in SME development in transition economies. *International Small Business Journal*, 19(4), 63-77.

<sup>41</sup> Pasanen, M. (2007). SME growth strategies: organic or non-organic?. *Journal of Enterprising Culture*, 15(4), 317-338.

<sup>42</sup> Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Oxford University Press., str. 110.

<sup>43</sup> Ibidem

<sup>44</sup> Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small Firm Growth. Foundations and Trends® in Entrepreneurship, 6(2), 69–166.

<sup>45</sup> Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H. (2012). *Corporate finance: a practical approach* (42). John Wiley & Sons.

<sup>46</sup> Alam, A., Khan, S., Zafar, F. (2014). Strategic management: Managing mergers and acquisitions. *International Journal of BRIC Business Research (IJBBR)*, 3(1), 1-10.

47 Ibidem

48 Wheelen, T. J., Hunger, J. D. (2001). Strategic management and business policy (8th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.

49 Gaughan, P.A. (2017) Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.

50 Puranam, P., Singh, H. (1999). Rethinking M&A for the high technology sector. In *AOM 2000 meetings, Wharton School Working paper*.

Hudson, J., Barnfield, E. (2001). Mergers and acquisitions requires social dialogue, *Strategic Communications Management*, 5, 207–239.

Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.

Zollo, M., Meier, D. (2008). What is M&A performance?. *Academy of management perspectives*, 22(3), 55-77.

51 Erez-Rein, N., Erez, M., Maital, S. (2004). Mind the gap: key success factors in cross-border acquisitions, In Pablo, A. L., Javidan, M. (Eds.) *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*, pp. 20-42. Oxford: Blackwell Publishing.

Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.

Zollo, M., Meier, D. (2008). What is M&A performance?. *Academy of management perspectives*, 22(3), 55-77.

52 Goold, M., Campbell, A. (1998). Desperately seeking synergy. *Harvard Business Review*, 76(5), 131-143., str. 139.

53 Lockett, A., Wiklund, J., Davidsson, P., Girma, S. (2011). Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory. *Journal of Management Studies*, 48(1), 48-74.

54 Hitt, M. A., Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. (2016). *Strategic management: Concepts and cases: Competitiveness and globalization*. Cengage Learning.

55 Ibidem

56 Banerjee, S., Prabhu, J. C., Chandy, R. K. (2015). Indirect learning: how emerging-market firms grow in developed markets. *Journal of Marketing*, 79(1), 10-28.

Kaul, A. (2012). Technology and corporate scope: Firm and rival innovation as antecedents of corporate transactions. *Strategic Management Journal*, 33(4), 347-367.

Zollo, M., Reuer, J. J. (2010). Experience spillovers across corporate development activities. *Organization Science*, 21(6), 1195-1212.

57 Hüscherlath, K., Müller, K. (2015). Market power, efficiencies, and entry evidence from an airline merger. *Managerial and Decision Economics*, 36(4), 239-255.

- <sup>58</sup> Hitt, M. A., Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. (2016). *Strategic management: Concepts and cases: Competitiveness and globalization*. Cengage Learning.
- <sup>59</sup> Burghardt, D., Helm, M. (2015). Firm growth in the course of mergers and acquisitions. *Small Business Economics*, 44(4), 889-904.
- Oler, D. K., Harrison, J. S., Allen, M. R. (2008). The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: An empirical illustration using horizontal acquisitions. *Strategic Organization*, 6(2), 151-184.
- <sup>60</sup> Chou, C. H. (2014). Strategic Delegation and Vertical Integration. *Managerial and Decision Economics*, 35(8), 580-586.
- <sup>61</sup> Johnson, G., Scholes, K., Whittington, R. (2009). *Fundamentals of strategy*. Financial Times Prentice Hall.
- <sup>62</sup> Ibidem
- <sup>63</sup> Hitt, M. A., Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. (2016). *Strategic management: Concepts and cases: Competitiveness and globalization*. Cengage Learning.
- <sup>64</sup> Weitzel, U., McCarthy, K.J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.
- Leepsa, N. M., Mishra, C. S. (2016). Theory and Practice of Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Indian Cases. *IIMS Journal of Management Science*, 7(2), 179-194.
- <sup>65</sup> Weitzel, U., McCarthy, K.J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.
- <sup>66</sup> Leepsa, N. M., Mishra, C. S. (2016). Theory and Practice of Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Indian Cases. *IIMS Journal of Management Science*, 7(2), 179-194.
- <sup>67</sup> Wolfe, M., Stressman, S., Manfredi, M. (2011). The acquisition of IBP by Tyson foods in 2001: Pre-and Post-Merger financial Performance. *American Journal of Agricultural Economics*, 93(2), 642-647.
- <sup>68</sup> Weitzel, U., McCarthy, K.J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.
- <sup>69</sup> Ibidem
- <sup>70</sup> Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139.
- Sapienza, P. (2002). The effects of banking mergers on loan contracts. *The Journal of finance*, 57(1), 329-367.
- Cefis, E., Rosenkranz, S., Weitzel, U. (2009). Effects of coordinated strategies on product and process R&D. *Journal of Economics*, 96(3), 193-222.
- <sup>71</sup> Weston, F.J., Mitchell, M.L. Mulherin, H.J. (2004). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.

72 Ibidem

73 Weitzel, U., McCarthy, K.J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.

74 Ibidem

75 Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 59(2), 197-216.

76 Hayward, M. L., Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative science quarterly*, 42(1), 103-127.

Malmendier, U., Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.

77 Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.

78 Martynova, M., Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.

79 Weitzel, U., McCarthy, K.J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.

80 Shleifer, A., Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.

81 Marris, R. L. (1963). A model of 'managerial' enterprise. *Quarterly Journal of Economics*, 77(2), 185–209.

82 Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of financial economics*, 73(2), 201-228.

83 Vretenar, N., Sokolic, D., & Mrak, M. K. (2017, January). Motives for mergers and acquisitions in small and medium-sized enterprises. In *4th International Multidisciplinary Scientific Conferences on Social Sciences & Arts SGEM 2017*.

84 Appelbaum, S. H., Gandell, J., Shapiro, B. T., Belisle, P., Hoveven, E. (2000b). Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre- during- post-stages (part 2). *Management Decision*, 38, 674–687.

Appelbaum, S. H., Gandell, J., Yortis, H., Proper, S., Jobin, F. (2000a). Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre- during- post-stages (part 1). *Management Decision*, 38, 649–665.

Cartwright, S., Cooper, C. L. (2000). *HR Know-How in Mergers and Acquisitions*, Institute of Personnel and Development, London.

Jansen, S.A., Pohlmann, N. (2000). Anforderungen und Zumutungen: Das HR Management bei Fusionen. *Personalführung*, 2, 30–39.



<sup>85</sup> Chang, X., Shekhar, C., Tam, L. H., Yao, J. (2016). Industry expertise, information leakage and the choice of M&A advisors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43 (1-2), 191-225.

<sup>86</sup> Allinson, G., Braidford, P., Houston, M., Robson, P., Stone, I. (2007), *Promoting Success in the Small Business Transfer Market*, Centre for Entrepreneurship, Durham Business School.

Bruce, D., Picard, D. (2006). Making succession a success: Perspectives from Canadian small and medium-sized enterprises. *Journal of Small Business Management*, 44(2), 306-309.

Van Teeffelen, L. (2014). The Added Value of Advisory Services in SME Mergers and Acquisitions. Available at SSRN: [C:\Users\petra\Desktop\PhD Research\Van Teeffelen, L. \(2014\). The Added Value of Advisory Services in SME Mergers and Acquisitions. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2446045.](https://ssrn.com/abstract=2446045)

<sup>87</sup> Delic, A., Alpeza, M. (2017). Consultancy Services Market for Micro, Small and Medium-Sized Enterprises in Croatia. *Economic Review: Journal of Economics and Business*, 15(2), 53-61.

<sup>88</sup> Buono, A. F., Bowditch, J. L., Lewis III, J. W. (2002). When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger. In Peter J. Buckley i Pervez N. Ghauri (Eds.). *International Mergers & Acquisitions*, London: International Thomson Business Press, pp. 307–323.

Oehrich, Marcus (1999), *Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen: Das Beispiel der Pharmazeutischen Industrie*, Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag. Citirano u Kusstatscher, V., Cooper, C. L. (2005). *Managing emotions in mergers and acquisitions*. Edward Elgar Publishing.

<sup>89</sup> Trąpczyński, P., Zaks, O., Polowczyk, J. (2018). The Effect of Trust on Acquisition Success: The Case of Israeli Start-Up M&A. *Sustainability*, 10(7), 2499. 1-16.

<sup>90</sup> Krug, J.A., Nigh, D. (2001). Executive perceptions in foreign and domestic acquisitions: An analysis of foreign ownership and its effect on executive fate. *Journal of World Business*, 36(1), 85-105.

Chua, C.H., Engeli, H.P., Stahl, G. (2005). Creating a new identity and high performance culture at Novartis: The role of leadership and human resources management. In G.K. Stahl i M. Mendenhall (Eds.). *Mergers and Acquisitions: Managing Culture and Human Resources*, Stanford, CA: Stanford University Press, pp. 379-400.

<sup>91</sup> Graebner, M. E. (2009). Caveat venditor: Trust asymmetries in acquisitions of entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal*, 52(3), 435-472.

<sup>92</sup> Schildt, H. A., Laamanen, T. (2006). Who buys whom: Information environments and organizational boundary spanning through acquisitions. *Strategic Organization*, 4(2), 111-133.

Vanhaverbeke, W., Duysters, G., Noorderhaven, N. (2002). External technology sourcing through alliances or acquisitions: An analysis of the application-specific integrated circuits industry. *Organization Science*, 13(6), 714-733.

<sup>93</sup> Graebner, M. E., Eisenhardt, K. M. (2004). The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(3), 366-403.

<sup>94</sup> Appelbaum, S. H., Gandell, J., Yortis, H., Proper, S., Jobin, F. (2000a). Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre- during- post-stages (part 1). *Management Decision*, 38, 649–665.

Appelbaum, S. H., Gandell, J., Shapiro, B. T., Belisle, P., Hoveven, E. (2000b). Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre- during- post-stages (part 2). *Management Decision*, 38, 674–687.

Cartwright, S., Cooper, C. L. (2000). *HR Know-How in Mergers and Acquisitions*, Institute of Personnel and Development, London.

<sup>95</sup> Ashton-James, C. E., McCarthy, K. J., Dranca-Iacoban, A. (2013). Power, and the Destruction of Value in Mergers and Acquisitions. In McCarthy, K. J., Dolfsma, W. (Eds.) *Understanding mergers and acquisitions in the 21st century: A multidisciplinary approach*, 198-222.

<sup>96</sup> Hussinger, K. (2010). On the importance of technological relatedness: SMEs versus large acquisition targets. *Technovation*, 30(1), 57-64.

Bauer, F., Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic management journal*, 35(2), 269-291

<sup>97</sup> Garette, B., Dussauge, P. (2000). Alliances versus acquisitions: choosing the right option. *European Management Journal*, 18(1), 63-69.

<sup>98</sup> Bijlsma-Frankema, K. (2001). On managing cultural integration and cultural change processes in mergers and acquisitions. *Journal of European Industrial Training*. 25(2/3/4), pp. 192-207.

Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1-S5.

Lodorfos, G., Boateng, A. (2006). The role of culture in the merger and acquisition process. *Management decision*. 44(10), pp. 1405-1421.

Nguyen, H., Kleiner, B. H. (2003). The effective management of mergers. *Leadership & Organization Development Journal*. 24(8), pp. 447-454.

<sup>99</sup> Cartwright, S., Cooper, C. L. (2000). *HR Know-How in Mergers and Acquisitions*, Institute of Personnel and Development, London.

<sup>100</sup> Kusewitt, J. B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151-169.

Muehlfeld, K., Rao Sahib, P., Van Witteloostuijn, A. (2012). A contextual theory of organizational learning from failures and successes: A study of acquisition completion in the global newspaper industry, 1981–2008. *Strategic Management Journal*, 33(8), 938-964.

- 101 Barkema, H. G., Schijven, M. (2008). Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. *Academy of management journal*, 51(4), 696-722.
- 102 Billett, M. T., Qian, Y. (2008). Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. *Management Science*, 54(6), 1037-1051.
- Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
- 103 DePamphilis, D. (2011). *Mergers and acquisitions basics: all you need to know*. Academic Press.
- 104 Salvato, C., Lassini, U., Wiklund, J. (2007). Dynamics of external growth in SMEs: A process model of acquisition capabilities emergence. *Schmalenbach Business Review*, 59(3), 282-305.
- 105 Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.
- Zollo, M., Meier, D. (2008). What is M&A performance?. *Academy of management perspectives*, 22(3), 55-77.
- 106 Hassan, I., Ghauri, P. N., Mayrhofer, U. (2018). Merger and acquisition motives and outcome assessment. *Thunderbird International Business Review*, 60(4), 709-718.
- 107 Chalención, L., Colovic, A., Lamotte, O., Mayrhofer, U. (2017). Reputation, e-reputation and value creation of mergers-acquisitions. *International Studies of Management and Organization*, 47(1), 4-22.
- Kukalis, S. (2012). Market-based versus accounting-based performance: A new investigation in post merger situation. *International Journal of Finance*, 24(3), 4475-4489.
- Thanos, I. C., Papadakis, V. M. (2012). The use of accounting-based measures for measuring M&A performance: A review of five decades of research. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 10(1), 103-120.
- 108 Ravenscraft, D.J., Scherer, F.M. (1987) *Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency*. The Brookings Institution, Washington DC.
- Tetenbaum, T. J. (1999). Beating the odds of mergers and acquisition failure: seven key practices that improve the chance for expected integration and synergies, *Organizational Dynamics*, 22-35.
- Hudson, J., Barnfield, E. (2001). Mergers and acquisitions requires social dialogue, *Strategic Communications Management*, 5, 207-239.
- 109 Kang, J. K. (1993). The international market for corporate control: mergers and acquisitions of US firms by Japanese firms, *Journal of Financial Economics*, 34(3), 345-371.
- Markides, C., Iltner, C. D. (1994). Shareholders benefit from corporate international diversification: evidence from US international acquisitions, *Journal of International Business Studies*, 25(2), 343-366.

Kiyamaz, H. (2003). Wealth effect for US acquirers from foreign direct investments, *Journal of Business Strategies*, 20(1), 7–21.

110 Eun, C. S., Kolodny, R. Scheraga, C. (1996). Cross-border acquisitions and shareholder wealth: tests of the synergy and internalization hypotheses, *Journal of Banking and Finance*, 20(9), 1559–1582.

Datta, D. K., Puia, G. (1995). Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms. *Management International Review*, 35(4), 337-359.

Aw, M. S. B., Chatterjee, R. A. (2004). The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets. *Applied Financial Economics*, 14(5), 337-349.

111 Franceschini, F., Galetto, M., Turina, E. (2013). Techniques for impact evaluation of performance measurement systems. *International Journal of Quality & Reliability Management*, 30(2), 197–220.

Sung, N., Gort, M. (2006). Mergers, capital gains, and productivity: Evidence from US telecommunications mergers. *Contemporary Economic Policy*, 24(3), 382–394.

112 Porrini, P. (2004). Can a previous alliance between an acquirer and a target affect acquisition performance? *Journal of Management*, 30(4), 545–562.

113 Lockett, A., Wiklund, J., Davidsson, P., Girma, S. (2011). Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory. *Journal of Management Studies*, 48(1), 48-74.

114 Arvanitis, S., Stucki, T. (2015). Do mergers and acquisitions among small and medium-sized enterprises affect the performance of acquiring firms?. *International Small Business Journal*, 33(7), 752-773.

115 Poduzeća su izabrana u uzorak i svrstana u skupinu mikro, malih i srednjih poduzeća prema Zakonu o poticanju razvoja malog gospodarstva (NN 29/02, 63/07, 53/12, 56/13, 121/16) koji se usklađen s kriterijima Europske komisije (Commission Recommendation 2003/361/EC).

116 Weitzel, U., McCarthy, K. J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.

117 Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2019). Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2018, Zagreb: CEPOR

118 Hussinger, K. (2010). On the importance of technological relatedness: SMEs versus large acquisition targets. *Technovation*, 30(1), 57-64.

Bauer, F., Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic management journal*, 35(2), 269-291.

119 Salvato, C., Lassini, U., Wiklund, J. (2007). Dynamics of external growth in SMEs: A process model of acquisition capabilities emergence. *Schmalenbach Business Review*, 59(3), 282-305.

- 120 Chang, X., Shekhar, C., Tam, L. H., Yao, J. (2016). Industry expertise, information leakage and the choice of M&A advisors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 191-225.
- 121 Van Teeffelen, L. (2011a), *Het profiel van overnemers en opvolger*, HU/ Kamer van Koophandel Nederland, Utrecht Citirano u Van Teeffelen, L. (2012). *Avenues to improve success in SME business transfers: reflections on theories, research and policies*. Utrecht: Hogeschool Utrecht.
- 122 Ibidem
- 123 Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2019). Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2018, Zagreb: CEPOR
- 124 Weitzel, U., McCarthy, K.J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.
- 125 Salvato, C., Lassini, U., Wiklund, J. (2007). Dynamics of external growth in SMEs: A process model of acquisition capabilities emergence. *Schmalenbach Business Review*, 59(3), 282-305.
- 126 Weston, F.J., Mitchell, M.L. Mulherin, H.J. (2004). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Pearson Prentice Hall, Upple Saddle River, New Jersey.
- 127 Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2022). Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2021. Zagreb: CEPOR
- 128 Ibidem
- 129 Foster, G., Shimizu, C., Ciesinski, S., Davila, A., Hassan, S. Z., Jia, N., Morris, R. (2013). Entrepreneurial ecosystems around the globe and company growth dynamics (September 2013). Dostupno na web stranicama Svjetskog gospodarskog foruma World Economic Forum: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_EntrepreneurialEcosystems\\_Report\\_2013.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_EntrepreneurialEcosystems_Report_2013.pdf)
- 130 Alpeza, M., Grubišić, N., Mikrut, M. (2015). *Business Transfer Barometar Hrvatska*. CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb.
- 131 Mezulić Juric, P., Alpeza M. (2017). *Izazovi prijenosa poslovanja u malim i srednjim poduzećima*, CEPOR, Zagreb.
- 132 Prema službenim podacima HAMAG BICRO – jamstvom može biti osigurano do 60%, odnosno do 80% glavnice kredita, ovisno o statusu subjekta. Izvor: <https://hamagbicro.hr/hamag-bicro-novi-jamstveni-program-za-hrvatske-poduzetnike/> (20.08.2022.)
- 133 Alpeza, M., Biškupić, N., Singer, S., Oberman Peterka, S., Delić, A., Mezulić, P. (2015). Situation Analysis: Croatia In Viljamaa, A., Tall, J., Varamäki, E., Singer, S. i Durst, S. (Eds.). *Business Transfer Ecosystems and Awareness Raising Activities: Situation Analysis of Five European Countries*. Seinäjoki: Seinäjoki University of Applied Sciences.

## POPIS LITERATURE

1. Adomako, S., Mole, K. F. (2018). Small Business Growth and Performance. In R. Blackburn, D. De Clercq, J. Heinonen (Eds.), *The SAGE Handbook of Small Business and Entrepreneurship*. pp. 220–241. London, UK: SAGE.
2. Alam, A., Khan, S., Zafar, F. (2014). Strategic management: Managing mergers and acquisitions. *International Journal of BRIC Business Research (IJBBR)*, 3(1), 1-10.
3. Allinson, G., Braidford, P., Houston, M., Robson, P., Stone, I. (2007), *Promoting Success in the Small Business Transfer Market*, Centre for Entrepreneurship, Durham Business School.
4. Allinson, G., Braidford, P., Houston, M., Stone, I. (2013). *Understanding growth in microbusinesses*. London: BIS Research paper Number 114.
5. Alpeza, M., Biškupić, N., Singer, S., Oberman Peterka, S., Delić, A., Mezulić, P. (2015). Situation Analysis: Croatia In Viljamaa, A., Tall, J., Varamäki, E., Singer, S. i Durst, S. (Eds.). *Business Transfer Ecosystems and Awareness Raising Activities: Situation Analysis of Five European Countries*. Seinäjoki: Seinäjoki University of Applied Sciences.
6. Alpeza, M., Grubišić, N., Mikrut, M. (2015). *Business Transfer Barometar Hrvatska*. CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb.
7. Alpeza, M., Basarac Sertić, M., Delić, A., Has, M., Koprivnjak Popović, T., Mezulić Juric, P., Novoseļ, M., Oberman, M., Oberman Peterka, S., Perić, J., Petričević, T., Šimić Banović, R., Vučković, V., Križanović, K. i Kuček, S. (2022). *Izvešće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2021. MALA I SREDNJA PODUZEĆA U HRVATSKOJ U UVJETIMA PANDEMIJE BOLESTI COVID-19*. CEPOR - Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb
8. Angwin, D. (2004). Speed in M&A Integration: The First 100 Days. *European management journal*, 22(4), 418-430.
9. Appelbaum, S. H., Gandell, J., Shapiro, B. T., Belisle, P., Hoveven, E. (2000b). Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre- during- post-stages (part 2). *Management Decision*, 38, 674–687.
10. Appelbaum, S. H., Gandell, J., Yortis, H., Proper, S., Jobin, F. (2000a). Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre-during- post-stages (part 1). *Management Decision*, 38, 649–665.
11. Arvanitis, S., Stucki, T. (2015). Do mergers and acquisitions among small and medium-sized enterprises affect the performance of acquiring firms?. *International Small Business Journal*, 33(7), 752-773.
12. Ashton-James, C. E., McCarthy, K. J., Dranca-Iacoban, A. (2013). Power, and the Destruction of Value in Mergers and Acquisitions. In McCarthy, K. J., Dolfsma, W. (Eds.) *Understanding mergers and acquisitions in the 21st century: A multidisciplinary approach*, 198-222.

13. Autio, E., Sapienza, H. J., Almeida, J. G. (2000). Effects of age at entry, knowledge intensity, and imitability on international growth. *Academy of management journal*, 43(5), 909-924.
14. Aw, M. S. B., Chatterjee, R. A. (2004). The performance of UK firms acquiring large cross-border and domestic takeover targets. *Applied Financial Economics*, 14(5), 337-349.
15. Banerjee, S., Prabhu, J. C., Chandy, R. K. (2015). Indirect learning: how emerging-market firms grow in developed markets. *Journal of Marketing*, 79(1), 10-28.
16. Barkema, H. G., Schijven, M. (2008). Toward unlocking the full potential of acquisitions: The role of organizational restructuring. *Academy of management journal*, 51(4), 696-722.
17. Bartlett, W., Bukvič, B. (2001). Barriers to SME growth in Slovenia. *Economic Policy in Transition Economies*, 11(2), 177-195.
18. Bauer, F., Matzler, K. (2014). Antecedents of M&A success: The role of strategic complementarity, cultural fit, and degree and speed of integration. *Strategic management journal*, 35(2), 269-291.
19. Baumol, W. (1990). Entrepreneurship: productive, unproductive and destructive. *Journal of Political Economy*, 98(5), 893-921.
20. Becchetti, L., Trovato, G. (2002). The determinants of growth for small and medium sized firms. The role of the availability of external finance. *Small business economics*, 19(4), 291-306.
21. Bijlsma-Frankema, K. (2001). On managing cultural integration and cultural change processes in mergers and acquisitions. *Journal of European Industrial Training*. 25(2/3/4), pp. 192-207.
22. Billett, M. T., Qian, Y. (2008). Are overconfident CEOs born or made? Evidence of self-attribution bias from frequent acquirers. *Management Science*, 54(6), 1037-1051.
23. Binks, M. R., Ennew, C. T. (1996). Growing firms and the credit constraint. *Small Business Economics*, 8(1), 17-25.
24. Bolton, J. E. (1971). *Small firms: report of the Committee of Inquiry on Small Firms chairman JE Bolton*. HM Stationery Office. Citirano u Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small firm growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69-166.
25. Bronars, S. G., & Deere, D. R. (1993). Union organizing activity, firm growth, and the business cycle. *The American Economic Review*, 83(1), 203-220.
26. Bruce, D., Picard, D. (2006). Making succession a success: Perspectives from Canadian small and medium-sized enterprises. *Journal of Small Business Management*, 44(2), 306-309.



27. Buono, A. F., Bowditch, J. L., Lewis III, J. W. (2002). When Cultures Collide: The Anatomy of a Merger. In Peter J. Buckley i Pervez N. Ghauri (Eds.). *International Mergers & Acquisitions*, London: International Thomson Business Press, pp. 307–323.
28. Burghardt, D., Helm, M. (2015). Firm growth in the course of mergers and acquisitions. *Small Business Economics*, 44(4), 889-904.
29. Burns, P. (2001). *Entrepreneurship and Small Business*. Basingstoke: Palgrave.
30. Cambridge Small Business Research Centre (1992) *The State of British Enterprise*, Department of Applied Economics, University of Cambridge.
31. Carroll, G. R., Hannan, M. T. (2004). *The demography of corporations and industries*. Princeton University Press.
32. Carter, S., Jones-Evans, D. (2006). *Enterprise and Small Business*. Harlow: FT Prentice-Hall.
33. Cartwright, S., & Schoenberg, R. (2006). Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities. *British journal of management*, 17(S1), S1-S5.
34. Cartwright, S., Cooper, C. L. (2000). *HR Know-How in Mergers and Acquisitions*, Institute of Personnel and Development, London.
35. Cefis, E., Rosenkranz, S., Weitzel, U. (2009). Effects of coordinated strategies on product and process R&D. *Journal of Economics*, 96(3), 193-222.
36. Centre for Strategy & Evaluation Services, (2013). *Evaluation of the implementation of 2006 Commission Communication on Business Transfers*. UK. <https://www.scribd.com/document/408043191/Final-Report-Business-Transfer-FINAL-CSES-21-1-14-pdf> (preuzeto 20.08.2022.)
37. Chalençon, L., Colovic, A., Lamotte, O., Mayrhofer, U. (2017). Reputation, e-reputation and value creation of mergers-acquisitions. *International Studies of Management and Organization*, 47(1), 4–22.
38. Chandler, G. N., McKelvie, A., Davidsson, P. (2009). Asset specificity and behavioural uncertainty as moderators of the sales growth–Employment growth relationship in emerging ventures. *Journal of Business Venturing*, 24(4), 373-387.
39. Chang, X., Shekhar, C., Tam, L. H., Yao, J. (2016). Industry expertise, information leakage and the choice of M&A advisors. *Journal of Business Finance & Accounting*, 43(1-2), 191-225.
40. Chatterjee, S. (1986). Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms. *Strategic management journal*, 7(2), 119-139.
41. Chou, C. H. (2014). Strategic Delegation and Vertical Integration. *Managerial and Decision Economics*, 35(8), 580-586.

42. Chua, C.H., Engeli, H.P., Stahl, G. (2005). Creating a new identity and high performance culture at Novartis: The role of leadership and human resources management. In G.K. Stahl i M. Mendenhall (Eds.). *Mergers and Acquisitions: Managing Culture and Human Resources*, Stanford, CA: Stanford University Press, pp. 379-400.
43. Clayman, M. R., Fridson, M. S., Troughton, G. H. (2012). *Corporate finance: a practical approach* (42). John Wiley & Sons.
44. Coad, A. (2009). *The growth of firms: A survey of theories and empirical evidence*. Edward Elgar Publishing.
45. Cooper, A. C., Gimeno-Gascon, F. J., Woo, C. Y. (1994). Initial human and financial capital as predictors of new venture performance. *Journal of Business Venturing*, 9(5), 371–395.
46. Datta, D. K., Puia, G. (1995). Cross-border acquisitions: An examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms. *Management International Review*, 35(4), 337-359.
47. Davidsson, P., Achtenhagen, L., Naldi, L. (2010). Small Firm Growth. *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, 6(2), 69–166.
48. Davidsson, P., Delmar, F. (1997). High-growth firms and their contribution to employment: the case of Sweden 1987–96. Paris: OECD Working Party on SMEs.
49. Delic, A., Alpeza, M. (2017). Consultancy Services Market for Micro, Small and Medium-Sized Enterprises in Croatia. *Economic Review: Journal of Economics and Business*, 15(2), 53-61.
50. Delmar, F., Davidsson, P., Gartner, W. B. (2003). Arriving at the high-growth firm. *Journal of business venturing*, 18(2), 189-216.
51. DePamphilis, D. (2011). *Mergers and acquisitions basics: all you need to know*. Academic Press.
52. Dodd, S. D., Anderson, A. R. (2007). Mumpsimus and the Mything of the Individualistic Entrepreneur. *International Small Business Journal*. 25(4), 341-360.
53. Erez-Rein, N., Erez, M., Maital, S. (2004). Mind the gap: key success factors in cross-border acquisitions, In Pablo, A. L., Javidan, M. (Eds.) *Mergers and Acquisitions: Creating Integrative Knowledge*, pp. 20-42. Oxford: Blackwell Publishing.
54. Eun, C. S., Kolodny, R. Scheraga, C. (1996). Cross-border acquisitions and shareholder wealth: tests of the synergy and internalization hypotheses, *Journal of Banking and Finance*, 20(9), 1559–1582.
55. Faccio, M., Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *Journal of Finance*, 60(3), 1345–1388.
56. Foster, G., Shimizu, C., Ciesinski, S., Davila, A., Hassan, S. Z., Jia, N., Morris, R. (2013). Entrepreneurial ecosystems around the globe and company growth dynamics (September 2013). Dostupno na web stranicama Svjetskog gospodarskog foruma World Economic Forum: [http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_EntrepreneurialEcosystems\\_Report\\_2013.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_EntrepreneurialEcosystems_Report_2013.pdf)

57. Franceschini, F., Galetto, M., Turina, E. (2013). Techniques for impact evaluation of performance measurement systems. *International Journal of Quality & Reliability Management*, 30(2), 197–220.
58. Freel, M. S., Robson, P.J. (2004). Small firm innovation, growth and performance: Evidence from Scotland and Northern England. *International Small Business Journal*, 22(6), 561-575.
59. Fuller, K., Netter, J., Stegemoller, M. (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make many acquisitions. *The Journal of Finance*, 57(4), 1763-1793.
60. Garette, B., Dussauge, P. (2000). Alliances versus acquisitions: choosing the right option. *European Management Journal*, 18(1), 63-69.
61. Gaughan, P.A. (2017) *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*. Hoboken, NJ: John Wiley and Sons.
62. Gladwell, M. (2009). Izvan prosjeka: priča o uspjehu. Zagreb. Naklada Jesenski i Turk.
63. Goold, M., Campbell, A. (1998). Desperately seeking synergy. *Harvard Business Review*, 76(5), 131-143., str. 139.
64. Graebner, M. E. (2009). Caveat venditor: Trust asymmetries in acquisitions of entrepreneurial firms. *Academy of Management Journal*, 52(3), 435-472.
65. Graebner, M. E., Eisenhardt, K. M. (2004). The seller's side of the story: Acquisition as courtship and governance as syndicate in entrepreneurial firms. *Administrative Science Quarterly*, 49(3), 366-403.
66. Gugler, K., Mueller, D. C., Yurtoglu, B. B., Zulehner, C. (2003). The effects of mergers: an international comparison. *International journal of industrial organization*, 21(5), 625-653.
67. Hassan, I., Ghauri, P. N., Mayrhofer, U. (2018). Merger and acquisition motives and outcome assessment. *Thunderbird International Business Review*, 60(4), 709-718.
68. Hayward, M. L., Hambrick, D. C. (1997). Explaining the premiums paid for large acquisitions: Evidence of CEO hubris. *Administrative science quarterly*, 42(1), 103-127.
69. Hitt, M. A., Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. (2016). *Strategic management: Concepts and cases: Competitiveness and globalization*. Cengage Learning.
70. Hudson, J., Barnfield, E. (2001). Mergers and acquisitions requires social dialogue, *Strategic Communications Management*, 5, 207–239.
71. Hüschelrath, K., Müller, K. (2015). Market power, efficiencies, and entry evidence from an airline merger. *Managerial and Decision Economics*, 36(4), 239-255.
72. Hussinger, K. (2010). On the importance of technological relatedness: SMEs versus large acquisition targets. *Technovation*, 30(1), 57-64.
73. Isenberg, D. J. (2010). How to start an entrepreneurial revolution. *Harvard business review*, 88(6), 40-50.

74. Isenberg, D. J. (2014). What an entrepreneurship ecosystem actually is. *Harvard Business Review*, 5, 1-7.
75. Jansen, S.A., Pohlmann, N. (2000). Anforderungen und Zumutungen: Das HR Management bei Fusionen. *Personalführung*, 2, 30–39.
76. Jensen, M.C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), 323-329.
77. Johnson, G., Scholes, K., Whittington, R. (2009). *Fundamentals of strategy*. Financial Times Prentice Hall.
78. Kang, J. K. (1993). The international market for corporate control: mergers and acquisitions of US firms by Japanese firms, *Journal of Financial Economics*, 34(3), 345–371.
79. Kaul, A. (2012). Technology and corporate scope: Firm and rival innovation as antecedents of corporate transactions. *Strategic Management Journal*, 33(4), 347-367.
80. Keyser, M., de Kruif, M., Frese, M. (2000). The psychological strategy process and sociodemographic variables as predictors of success for micro-and small-scale business owners in Zambia In M. Frese (Ed.) *Success and Failure of Micro Business Owners in Africa: A Psychological Approach*. Westport, CT: Quorum Books, pp. 31–54.
81. Kiessling, T., Harvey, M., Heames, J. T. (2008). Acquisition issues operational changes to the acquired firm's top management team and subsequent organizational performance. *Journal of Leadership & Organizational Studies*, 14(4), 287–302.
82. Kiyamaz, H. (2003). Wealth effect for US acquirers from foreign direct investments, *Journal of Business Strategies*, 20(1), 7–21.
83. Krasniqi, B. A. (2007). Barriers to entrepreneurship and SME growth in transition: the case of Kosova. *Journal of Developmental Entrepreneurship*, 12(1), 71-94.
84. Krug, J. A., Nigh, D. (2001). Executive perceptions in foreign and domestic acquisitions: An analysis of foreign ownership and its effect on executive fate. *Journal of World Business*, 36(1), 85-105.
85. Kukalis, S. (2012). Market-based versus accounting-based performance: A new investigation in post merger situation. *International Journal of Finance*, 24(3), 4475–4489.
86. Kusewitt, J. B. (1985). An exploratory study of strategic acquisition factors relating to performance. *Strategic Management Journal*, 6(2), 151-169.
87. Leepsa, N. M., Mishra, C. S. (2016). Theory and Practice of Mergers and Acquisitions: Empirical Evidence from Indian Cases. *IIMS Journal of Management Science*, 7(2), 179-194.
88. Lockett, A., Wiklund, J., Davidsson, P., Girma, S. (2011). Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory. *Journal of Management Studies*, 48(1), 48-74.

89. Lockett, A., Wiklund, J., Davidsson, P., Girma, S. (2011). Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory. *Journal of Management Studies*, 48(1), 48-74.
90. Lodorfos, G., Boateng, A. (2006). The role of culture in the merger and acquisition process. *Management decision*. 44(10), pp. 1405-1421.
91. Malmendier, U., Tate, G. (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of financial Economics*, 89(1), 20-43.
92. Markides, C., Iltner, C. D. (1994). Shareholders benefit from corporate international diversification: evidence from US international acquisitions, *Journal of International Business Studies*, 25(2), 343-366.
93. Marris, R. L. (1963). A model of 'managerial' enterprise. *Quarterly Journal of Economics*, 77(2), 185-209.
94. Martynova, M., Renneboog, L. (2008). A century of corporate takeovers: What have we learned and where do we stand?. *Journal of Banking & Finance*, 32(10), 2148-2177.
95. Mason, C., Brown, R. (2014). Entrepreneurial ecosystems and growth oriented entrepreneurship. *Final Report to OECD, Paris*, 30(1), 77-102.
96. Mawson, S., Brown, R. (2017). Entrepreneurial acquisitions, open innovation and UK high growth SMEs. *Industry and Innovation*, 24(4), 382-402.
97. McKelvie, A., Wiklund, J. (2010). Advancing firm growth research: A focus on growth mode instead of growth rate. *Entrepreneurship theory and practice*, 34(2), 261-288.
98. Mezulić Juric, P., Alpeza M. (2017). *Izazovi prijenosa poslovanja u malim i srednjim poduzećima*, CEPOR, Zagreb.
99. Moeller, S. B., Schlingemann, F. P., Stulz, R. M. (2004). Firm size and the gains from acquisitions. *Journal of financial economics*, 73(2), 201-228.
100. Moy, J. W., Luk, V. W. (2003). The life cycle model as a framework for understanding barriers to SME growth in Hong Kong. *Asia Pacific Business Review*, 10(2), 199-220.
101. Muehlfeld, K., Rao Sahib, P., Van Witteloostuijn, A. (2012). A contextual theory of organizational learning from failures and successes: A study of acquisition completion in the global newspaper industry, 1981-2008. *Strategic Management Journal*, 33(8), 938-964.
102. Mukherjee, T. K., Kiyamaz, H., Baker, H. K. (2004). Merger motives and target valuation: A survey of evidence from CFOs. *Journal of Applied Finance*, 14(2), 7-24.
103. Nakamura, H. R. (2005). *Motives, Partner Selection and Productivity Effects of M&As: The Pattern of Japanese Mergers and Acquisition*. Institute of International Business, Stockholm School of Economics, str. 18.
104. Nguyen, H., Kleiner, B. H. (2003). The effective management of mergers. *Leadership & Organization Development Journal*. 24(8), pp. 447-454.

105. Nijkamp, P. (2003). Entrepreneurship in a modern network economy. *Regional Studies*, 37(4), 395-405.
106. OECD (2018). Enabling SMEs to scale up. Discussion paper. SME Ministerial Conference. 22-23 February 2018 Mexico City. Dostupno na: <https://www.oecd.org/cfe/smes/ministerial/documents/2018-SME-Ministerial-Conference-Plenary-Session-1.pdf>, Pristupljeno: 7.5.2019.
107. Oehlich, M. (1999), *Strategische Analyse von Unternehmensakquisitionen: Das Beispiel der Pharmazeutischen Industrie*, Wiesbaden: Deutscher Universitätsverlag.
- Citirano u Kusstatscher, V., Cooper, C. L. (2005). *Managing emotions in mergers and acquisitions*. Edward Elgar Publishing.
108. Oler, D. K., Harrison, J. S., Allen, M. R. (2008). The danger of misinterpreting short-window event study findings in strategic management research: An empirical illustration using horizontal acquisitions. *Strategic Organization*, 6(2), 151-184.
109. Orser, B. J., Hogarth-Scott, S., Riding, A. L. (2000). Performance, firm size, and management problem-solving. *Journal of Small Business Management*, 38(4), 42-58.
110. Pasanen, M. (2007). SME growth strategies: organic or non-organic?. *Journal of Enterprising Culture*, 15(4), 317-338.
111. Penrose, E. T. (1959). *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Oxford University Press.
112. Phillips, B. D., Kirchoff, B. A. (1989). Formation, growth and survival; small firm dynamics in the US economy. *Small business economics*, 1(1), 65-74.
113. Porrini, P. (2004). Can a previous alliance between an acquirer and a target affect acquisition performance? *Journal of Management*, 30(4), 545-562.
114. Prahalad, C. K. (2005). The fortune at the bottom of the pyramid: eradicating poverty through profits. Saddle River, NJ: Wharton School Publishing. P65
115. Puranam, P., Singh, H. (1999). Rethinking M&A for the high technology sector. In *AOM 2000 meetings, Wharton School Working paper*.
116. Ravenscraft, D.J., Scherer, F.M. (1987) *Mergers, Sell-offs and Economic Efficiency*. The Brookings Institution, Washington DC.
117. Riding, A. L., & Haines, G. J. (1998). Defaulting on loan guarantees: Costs and benefits of encouraging early-stage growth. In P. D. Reynolds, W. D. Bygrave, N. M. Carter, S. Manigart, G. D. Meyer, K. G. Shaver (Eds.). *Frontiers of Entrepreneurship Research*, Wellesley, MA: Babson College, pp. 504-518.
118. Robson, P. J., Bennett, R. J. (2000). SME growth: The relationship with business advice and external collaboration. *Small business economics*, 15(3), 193-208.
119. Robson, P.J., Obeng, B. A. (2008). The barriers to growth in Ghana. *Small Business Economics*, 30(4), 385-403.

120. Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of business*, 59(2), 197-216.
121. Roxas, H. B., Lindsay, V., Ashill, N., Victorio, A. (2007). An institutional view of local entrepreneurial climate. *Journal of Asia entrepreneurship and sustainability*, 3(1), 1-28.
122. Rutherford, M. W., McMullen, P., Oswald, S. (2001). Examining the issue of size and the small business: A self organizing map approach. *The Journal of Business and Economic Studies*, 7(2), 64-81.
123. Salvato, C., Lassini, U., Wiklund, J. (2007). Dynamics of external growth in SMEs: A process model of acquisition capabilities emergence. *Schmalenbach Business Review*, 59(3), 282-305.
124. Sapienza, H. J., Autio, E., George, G., Zahra, S. A. (2006). A capabilities perspective on the effects of early internationalization on firm survival and growth. *Academy of management review*, 31(4), 914-933.
125. Sapienza, P. (2002). The effects of banking mergers on loan contracts. *The Journal of finance*, 57(1), 329-367.
126. Schildt, H. A., Laamanen, T. (2006). Who buys whom: Information environments and organizational boundary spanning through acquisitions. *Strategic Organization*, 4(2), 111-133.
127. Schoenberg, R. (2006). Measuring the performance of corporate acquisitions: An empirical comparison of alternative metrics. *British Journal of Management*, 17(4), 361-370.
128. Shepherd, D., Wiklund, J. (2009). Are we comparing apples with apples or apples with oranges? Appropriateness of knowledge accumulation across growth studies. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 33(1), 105-123.
129. Shleifer, A., Vishny, R. W. (1989). Management entrenchment: The case of manager-specific investments. *Journal of financial economics*, 25(1), 123-139.
130. Siegel, R., Siegel, E. and MacMillan, I.C. (1993). Characteristics Distinguishing High Growth Ventures, *Journal of Business Venturing*, 8(2), 169-180
131. Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2019). *Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2018*, Zagreb: CEPOR
132. Singer, S., Šarlija, N., Pfeifer, S., Oberman Peterka S. (2022). *Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom? GEM Hrvatska 2021*, Zagreb: CEPOR
133. Smallbone, D., North, D. (1995). Targeting established SMEs: does their age matter?. *International Small Business Journal*, 13(3), 47-64.
134. Smallbone, D., Welter, F. (2001). The role of government in SME development in transition economies. *International Small Business Journal*, 19(4), 63-77.
135. Solem, O. and Steiner, M.P. (1989), 'Factors for Success in Small Manufacturing Firms – and with Special Emphasis on Growing Firms', paper presented at Conference on Small and Medium Sized Enterprises and the Challenges of 1992, Mikkeli, Finland.



136. Stam, E., Spigel, B. (2018). Entrepreneurial Ecosystems. In R. Blackburn, D. De Clercq, J. Heinonen (Eds.), *The SAGE Handbook of Small Business and Entrepreneurship* (pp. 407–422). London, UK: SAGE.
137. Steyaert, C., Katz, J. (2004). Reclaiming the space of entrepreneurship in society: geographical, discursive and social dimensions. *Entrepreneurship & regional development*, 16(3), 179-196..
138. Storey, D.J. (1994). *Understanding the small business sector*. London: Routledge.
139. Sung, N., Gort, M. (2006). Mergers, capital gains, and productivity: Evidence from US telecommunications mergers. *Contemporary Economic Policy*, 24(3), 382–394.
140. Tagoe, N., Nyarko, E., Anuwa-Amarh, E. (2005). Financial challenges facing urban SMEs under financial sector liberalization in Ghana. *Journal of small business Management*, 43(3), 331-343.
141. Tetenbaum, T. J. (1999). Beating the odds of mergers and acquisition failure: seven key practices that improve the chance for expected integration and synergies, *Organizational Dynamics*, 22–35.
142. Thanos, I. C., Papadakis, V. M. (2012). The use of accounting-based measures for measuring M&A performance: A review of five decades of research. *Advances in Mergers and Acquisitions*, 10(1), 103–120.
143. Trąpczyński, P., Zaks, O., Polowczyk, J. (2018). The Effect of Trust on Acquisition Success: The Case of Israeli Start-Up M&A. *Sustainability*, 10(7), 2499. 1-16.
144. Van Teeffelen, L. (2011a), *Het profiel van overnemers en opvolger*, HU/ Kamer van Koophandel Nederland, Utrecht Citirano u Van Teeffelen, L. (2012). *Avenues to improve success in SME business transfers: reflections on theories, research and policies*. Utrecht: Hogeschool Utrecht.
145. Van Teeffelen, L. (2012). *Avenues to improve success in SME business transfers: reflections on theories, research and policies*. Utrecht: Hogeschool Utrecht.
146. Van Teeffelen, L. (2014). The Added Value of Advisory Services in SME Mergers and Acquisitions. Available at SSRN: C:\Users\petra\Desktop\PhD Research\Van Teeffelen, L. (2014). The Added Value of Advisory Services in SME Mergers and Acquisitions. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2446045>.
147. Van Teeffelen, L., Weesie, E., Depelssemaker, M., Alba, O., Pirotte, N. (2016). Quality of SME Business Transfers Matching Platforms: Research Outcomes of 12 European Countries. EU4BT Report. Dostupno na: [http://www.eu4bt.eu/wp-content/uploads/2016/06/EU4BT\\_Final-Report\\_def.pdf](http://www.eu4bt.eu/wp-content/uploads/2016/06/EU4BT_Final-Report_def.pdf).
148. Vanhaverbeke, W., Duysters, G., Noorderhaven, N. (2002). External technology sourcing through alliances or acquisitions: An analysis of the application-specific integrated circuits industry. *Organization Science*, 13(6), 714-733.
149. Vermeulen, F., Barkema, H. (2001). Learning through acquisitions. *Academy of Management journal*, 44(3), 457-476.

150. Viljamaa A., Tall J., Varamäki E., Singer S., Durst S. (Eds.), (2015). Business Transfer Ecosystems and Awareness Raising Activities: Situation Analysis of Five European countries, Dostupno u: Publications of Seinäjoki University of Applied Sciences. Reports 108, Seinäjoen ammattikorkeakoulu. URN: ISBN:978-952- 7109-33-5
151. Vretenar, N., Sokolic, D., & Mrak, M. K. (2017, January). Motives for mergers and acquisitions in small and medium-sized enterprises. In *4th International Multidisciplinary Scientific Conferences on Social Sciences & Arts SGEM 2017*.
152. Weinzimmer, L. G. (2000). A replication and extension of organizational growth determinants. *Journal of Business Research*, 48(1), 35-41
153. Weitzel, U., McCarthy, K. J. (2011). Theory and evidence on mergers and acquisitions by small and medium enterprises. *International Journal of Entrepreneurship and Innovation Management*, 14(2/3). 248–275.
154. Weston, F. J., Mitchell, M. L. Mulherin, H. J. (2004). *Takeovers, Restructuring and Corporate Governance*, Pearson Prentice Hall, Upper Saddle River, New Jersey.
155. Wheelen, T. J., Hunger, J. D. (2001). *Strategic management and business policy* (8th ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
156. Wiklund, J. (1998), *Small Firm Growth and Performance: Entrepreneurship and Beyond*. Doctoral dissertation. Jönköping: Jönköping International Business School.
157. Wiklund, J., Shepherd, D. (2003). Aspiring for, and achieving growth: The moderating role of resources and opportunities. *Journal of management studies*, 40(8), 1919-1941.
158. Winborg, J., Landström, H. (2001). Financial bootstrapping in small businesses: Examining small business managers' resource acquisition behaviors. *Journal of business venturing*, 16(3), 235-254
159. Wolfe, M., Stressman, S., Manfredi, M. (2011). The acquisition of IBP by Tyson foods in 2001: Pre-and Post-Merger financial Performance. *American Journal of Agricultural Economics*, 93(2), 642-647.
160. Zollo, M., Meier, D. (2008). What is M&A performance?. *Academy of management perspectives*, 22(3), 55-77.
161. Zollo, M., Reuer, J. J. (2010). Experience spillovers across corporate development activities. *Organization Science*, 21(6), 1195-1212.
162. Zou, H., Ghauri, P. (2008). Learning through international acquisitions: The knowledge acquisition and learning process of foreign acquisitions in China. *Management International Review*, 48(2), 207–226.



**Dr.sc. Petra Mezulić Juric**, poslovnu karijeru započela je u PricewaterhouseCoopers Hrvatska u odjelu revizije. Danas radi kao poslijedoktorandica na Ekonomskom fakultetu u Osijeku i dio je UNESCO Katedre za poduzetničko obrazovanje. Sudjeluje u izvođenju nastave na kolegijima koji su usko povezani s temom rasta malih i srednjih poduzeća kao što su Transfer poslovanja u malim i srednjim poduzećima, Obiteljsko poduzetništvo, Poduzetničke strategije, Poduzetništvo i Poduzetnički menadžment. Na Međunarodnom međusveučilišnom poslijediplomskom interdisciplinarnom doktorskom studiju Poduzetništvo i Inovativnost doktorirala je 2020. godine na temu „Rast malih i srednjih poduzeća kroz akvizicije“. Aktivno se bavi problematikom malih i srednjih poduzeća. Koautorica je knjige „Izazovi prijenosa poslovanja u malim i srednjim poduzećima“ te sudjeluje u održavanju radionice i savjetovanja za vlasnike malih i srednjih poduzeća. Članica je udruženja ECSB – European Council for Small Business and Entrepreneurship.



**Dr.sc. Mirela Alpeza**, redovna je profesorica na Ekonomskom fakultetu u Osijeku i dio UNESCO katedre za poduzetničko obrazovanje. Nositeljica je kolegija Transfer poslovanja u malim i srednjim poduzećima, Obiteljsko poduzetništvo i Korporacijsko poduzetništvo. Od 2011. godine direktorica je Centra za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva (CEPOR) gdje u posljednjih 10 godina radi na aktualizaciji problematike prijenosa poslovanja malih i srednjih (obiteljskih) poduzeća. Ovlaštena je medijatorica, članica udruženja ECSB - European Council for Small Business and Entrepreneurship, te članica Upravnog odbora u TRANSEO - European Association for SME Transfer. U 2020. godini bila je voditeljica radne skupine na temu Ekosustav za prijenos poslovanja, te je sudjelovala kao ekspert u kreiranju metodologije za praćenje prijenosa poslovanja na razini EU. Koautorica je knjige „Izazovi prijenosa poslovanja u malim i srednjim poduzećima“ i Minivodiča za poduzetnike – Prijenos poslovanja. Održala je brojne radionice za poduzetnike na temu planiranja izlazne strategije iz poduzeća kod umirovljenja, te je sudjelovala kao predavač na konferencijama o obiteljskim poduzećima i prijenosu poslovanja u Hrvatskoj i inozemstvu.



# PRISUTNOST U 14 ZEMALJA

- One stop shop – jedinstveni centar usluga računovodstva, obračuna plaća, IT-a i poslovnog savjetovanja
- Široki spektar financijskog, poreznog i pravnog savjetovanja
- Potpuno digitalizirani poslovni procesi
- Regionalna platforma za kupnju i prodaju poduzeća (UnijaHub)
- Partnerski odnos i personalizirani pristup klijentima
- Zavidna referentna lista domaćih i inozemnih klijenata

**DATA.LINK** | **unija**<sup>®</sup> |  **SMART ACCOUNTING**

*Mi počinjemo kada drugi odustanu.*

+385 1 63 89 300  
info.zg@unija.com  
info.hr@unijahub.com

[www.data-link.hr](http://www.data-link.hr)  
[www.unija.com](http://www.unija.com)  
[www.unijahub.com](http://www.unijahub.com)





# CEPOR

Centar za politiku  
razvoja malih  
i srednjih poduzeća  
i poduzetništva



Entrepreneurship  Academy  
powered by EFSE

DATA.LINK

unija®

 SMART  
ACCOUNTING