УНИВЕРЗИТЕТ У НИШУ

ПРАВНИ ФАКУЛТЕТ

Правни и економски аспекти раста привредног субјекта кроз аквизиције и спајања

(мастер рад)

Ментор
Проф. др Милена Јовановић Zattila

Студент
Ивана Живковић
Број индекса: М059/23-О

Ниш, 2026. године

САДРЖАЈ

УВОД 1

I АКВИЗИЦИЈЕ И СПАЈАЊА КАО МЕХАНИЗАМ ЕКСТЕРНОГ РАСТА 5

1.1. Стратегије раста привредног субјекта: органски наспрам екстерног раста..... 5

1.2. Појмовно одређење аквизиција и спајања 7

1.3. Историјски развој аквизиција и спајања.....8

1.4. Мотиви за екстерни раст кроз аквизиције и спајања 9

1.5. Синергија као кључни извор вредности: 1+1=3 11

1.6. EBITDA као „златни стандард“ мерења раста 12

1.7. Формула вредновања синергије и глобални трендови мултипликатора 13

1.8. Предузетнички циклус M&A трансакције 13

1.9. Ефекти аквизиција на раст и развој предузећа 15

II ДУБИНСКА АНАЛИЗА (*DUE DILIGENCE*) 16

2.1. Правни *due diligence* 17

2.2. Финансијски *due diligence* 19

2.3. Оперативни, информационо-технолошки и комерцијални *due diligence* 20

2.3.1. *ESG due diligence* - нови стандард у M&A трансакцијама..... 20

2.4. Превођење налаза *due diligence*-а у уговорну заштиту и план раста.....21

2.5. Повезивање *due diligence*-а и постаквизиционе интеграције (PMI).....22

2.6. Практични алати уз *due diligence* извештај 22

III УГОВОРНИ МЕХАНИЗМИ ЗАШТИТЕ И ЕКСПАНЗИЈЕ 22

3.1. Модели утврђивања цене 23

3.2. *Earn-out* клаузула 24

3.3. Изјаве и гаранције (*representations & warranties*) 24

3.3.1. *Material Adverse Change* (*MAC*) клаузула..... 25

3.4. Рестриктивне одредбе 26

3.5. Финансијско обезбеђење обавеза 26

3.5.1. *Warranty and Indemnity* (*W&I*) осигурање 26

3.6. Период између потписивања и затварања трансакције 28

3.7. Улога уговора у реализацији синергијских ефеката 28

IV УПОРЕДНО-ПРАВНИ ОКВИР 29
4.1. Правна сигурност као темељ предузетничког раста 29
4.2. Правни оквир Републике Србије за спајања и аквизиције 30
4.3. Хармонизација са правом Европске уније 30
4.3.1. *FDI screening* - контрола страних директних инвестиција..... 31
4.4. Регулаторна одобрења као услов за затварање трансакције 33
V СТУДИЈЕ СЛУЧАЈА - КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА 34
5.1. Уводна разматрања 34
5.2. Методолошки оквир 34
5.3. Регионални примери успешних трансакција 35
5.3.1. Atlantic Grupa - Droga Kolinska (2010) 35
5.3.2. NLB grupa - Komercijalna banka (2021/2022)..... 36
5.3.3. Zijin Mining - RTB Bor.....36
5.4. Глобални примери успешних спајања и аквизиција 37
5.4.1. Exxon - Mobil (1999).....37
5.4.2. Disney - Pixar (2006)..... 38
5.4.3. Microsoft - LinkedIn (2016).....38
5.5. Примери неуспешних трансакција 39
5.5.1. Daimler-Benz - Chrysler (1998).....39
5.5.2. AOL - Time Warner (2000).....40
5.5.3. Microsoft - Nokia (2014).....40
5.6. Компаративна анализа фактора успеха и неуспеха 41
VI ПОСТАКВИЗИЦИОНА ИНТЕГРАЦИЈА (PMI) 42
6.1. Појам и значај постаквизиционе интеграције 42
6.2. Типови интеграције и стратешки приступ 43
6.3. Принципи успешне постаквизиционе интеграције..... 45
6.3.1. Културна интеграција као кључни фактор успеха..... 46
6.4. Првих 100 дана - оперативни оквир 47
6.5. Организациона структура и управљање интеграцијом 48
6.6. Ризици интеграције и мере ублажавања 49

6.6.1. IT интеграција - највећи оперативни изазов.....50

6.7. Повезаност PMI-ја са претходним фазама и хипотезама рада.....51

VII ЗАКЉУЧАК 52

ПОПИС КОРИШЋЕНЕ ЛИТЕРАТУРЕ 56
ПОПИС ОСТАЛЕ ИСТРАЖИВАЧКЕ ГРАЂЕ..... 58

УВОД

У савременом пословању раст привредног субјекта представља и стратешки циљ и услов опстанка на тржишту. При планирању развоја менаџмент бира правац, метод и темпо раста. Интерни, односно органски раст, ослања се на сопствене ресурсе и обезбеђује стабилност, али обично захтева значајна улагања времена и капитала. Насупрот томе, екстерни метод раста, који се спроводи кроз аквизиције и спајања (*Mergers and Acquisitions - M&A*), постаје све заступљенији, јер омогућава предузетнику да брже дође до потребних ресурса и тржишне позиције. У условима брзих промена на тржишту, чекање да се ресурси и тржишна позиција изграде изнутра често значи заостајање.[1]

Предузетништво је процес стварања нових вредности улагањем времена, енергије и ресурса, уз преузимање ризика, са циљем остваривања материјалне награде и личног задовољства.[2] Предузетник, стога, не преузима само ризик, већ организује и реорганизује ресурсе ради стварања веће вредности. Будући да ослањање искључиво на органски раст у савременим условима може довести до заостајања, све више предузетника бира екстерни раст путем спајања и аквизиције (*Mergers and Acquisitions - M&A*). Таквом трансакцијом предузеће стиче већ изграђено тржиште, технологију, таленте и дистрибутивне канале, уместо да их годинама развија самостално.[3]

За предузетника и привредно друштво, спајања и аквизиције могу представљати бржи пут ка ширењу пословања у условима ограничених ресурса. Уместо вишегодишњег самосталног развоја, трансакција може омогућити приступ постојећој бази клијената, технологији, тимовима и дистрибуционим каналима. Потенцијални ефекти обухватају бржи улазак на нова тржишта, већу преговарачку моћ према добављачима и купцима, приступ тешко доступним талентима и раст прихода и профитабилности, под условом да је трансакција правилно планирана и интегрисана.

---

[1] Б. Машић, *Стратегијски менаџмент*, Универзитет Сингидунум, Београд, 2009, стр. 229-231.
[2] Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, *Предузетништво*, Универзитет Сингидунум, Београд, 2021, стр. 8-10.
[3] *Ibid.* 199-204.

Истраживања у Србији и региону указују на потенцијалне предности екстерног раста.[4] Анализе финансирања и развоја малих и средњих предузећа повезују M&A трансакције са бржим растом запослености, бруто додате вредности и извоза, јер предузећима омогућавају да скрате поједине фазе органског развоја.[5] Извештаји о инвестиционим трендовима на тржишту Србије и Западног Балкана указују на све већу учесталост M&A трансакција, нарочито у секторима информационих технологија, енергетике и производње, где интеграције служе као примарни драјвер регионалне експанзије и технолошког развоја.[6] Према извештајима о M&A трендовима на Западном Балкану, поједина мала и средња предузећа која су спровела аквизиције остварила су два до три пута бржи раст прихода и EBITDA марже у односу на просек сектора. Наведене налазе, међутим, треба тумачити у светлу примењене методологије, узорка и периода обухваћеног изворима.[7]

За привредно друштво као целину, значај је још већи, јер M&A трансакције омогућавају консолидацију тржишта, бољу алокацију ресурса, пренос знања и технологије, те на крају већу конкурентност целе економије.[8] У Србији, где су мала и средња предузећа кичма економије (чине преко 66% запослености и 57% бруто додате вредности), екстерни раст кроз аквизиције постаје кључан за прелазак са „преживљавања“ на „развој“.[9]

Извештаји водећих глобалних консултантских кућа указују на снажан опоравак светске M&A активности током 2025. године и наставак позитивног тренда у 2026. години, што претходну годину сврстава међу рекордно успешне у свим индустријским гранама. Овај изражени скок првенствено се повезује са повратком стратешких мегатрансакција,

[4] Види: С. Савовић, „Таласи мерџера и аквизиција - узроци и ефекти“, Анали Економског факултета у Суботици, бр. 37/2017, стр. 129-142.
[5] D. DePamphilis, Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities, 11th ed., Elsevier, 2021, str. 6-9
[6] Lalović Marić, N., Mićović, J. i Šilobad, S. (2026), „Corporate M&A 2026 - Serbia“, Chambers and Partners Global Practice Guides. Доступно на: https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/corporate-ma-2026/serbia [Приступљено: 12. октобар 2026 .Види такође: „Serbia's investment market shifts toward M&A as foreign groups buy capability “, *Europe-Western Balkans Economic Monitor*, October 2026.
[7] С. Савовић, *op. cit.*, стр. 135-138.
[8] Видети опширније о проблемима алокације ресурса и фазама развоја МСП сектора у: Д. Ерић, И. Бераха, С. Ђуричин, Н. Кецман, Б. Јакишић, Финансирање малих и средњих предузећа у Србији, Институт економских наука и Привредна комора Србије, Београд, 2012, стр. 31-32.
[9] Подаци према: Извештај о малим и средњим предузећима и предузетништву, Министарство привреде Републике Србије, Београд, 2026. Упоредити са: Д. Ерић и сар., op. cit., стр. 45-48 (о проблемима транзиције фаза раста).

коренитим корпоративним трансформацијама, као и израженим интересом компанија за стицањем нових способности у области вештачке интелигенције како би осигурале конкурентску предност. У Републици Србији, посредни ефекти ових глобалних кретања и прилива страних директних инвестиција очекују се нарочито кроз даљу консолидацију сектора енергетике, информационих технологија и финансијских технологија.[10]

Мотив за израду овог рада произлази из потребе да се дубље испита интердисциплинарна веза између привредног права и предузетништва као важан фактор раста привредних субјеката. Традиционални модели органског раста све чешће се допуњују или замењују сложеним правним механизмима корпоративног управљања, па се као посебан истраживачки изазов намеће питање примене свеобухватне правне провере (due diligence), специфичних уговорних клаузула и постаквизиционе интеграције ради заштите предузетничке визије. Актуелност теме додатно потврђује привредни контекст Републике Србије, у којем мала и средња предузећа, као носећи стубови економије, препознају трансакције спајања и припајања (M&A) као инструмент за превазилажење ограничених ресурса и остваривање тржишних синергија..

Научни значај рада огледа се у интердисциплинарној анализи M&A трансакција као модела екстерног раста. Истраживање доприноси разумевању начина на који правни оквир подупире развој малих и средњих предузећа у транзиционим економијама.

Практични значај огледа се у конкретним смерницама за предузетнике и правнике за ефикасно спровођење аквизиција и спајања. Рад нуди методе за минимизацију ризика кроз све фазе: од *due diligence*-а до постаквизиционе интеграције. Такође, закључци могу послужити државним органима за унапређење мера подршке предузетништву и привлачење инвестиција у контексту ЕУ интеграција.

[10] Видети детаљније о глобалном преокрету тржишта, мотивима технолошке дисрупције и имплементације вештачке интелигенције кроз аквизиције у: *M&A Report 2026 - M&A Trends & Outlook*, Bain & Company, 2026, доступно на: bain.com (приступљено: 11. октобра 2026); *Global M&A Trends*, PwC, 2026, доступно на: pwc.com (приступљено: 11. октобра 2026); *Top M&A Trends*, McKinsey & Company, доступно на: mckinsey.com (приступљено: 11. октобра 2026). За рефлексију ових кретања на тржиште Србије и Западног Балкана упоредити са претходно наведеним извором: Lalović Marić, N., Mićović, J. i Šilobad, S. (2026), „Corporate M&A 2026-Serbia“, *Chambers and Partners Global Practice Guides*.(приступљено: 11. октобра 2026.)

Проблем истраживања је дилема „градити или купити“ (*build vs. buy*). Док је органски раст сигурнији, он је често преспор за данашње тржиште. Екстерни раст кроз аквизиције и спајања нуди брзину, али носи и озбиљне ризике. Кључно питање је како те ризике контролисати кроз правне и економске инструменте и остварити жељену синергију.

Предмет овог мастер рада јесте анализа аквизиција и спајања као модела екстерног раста привредног субјекта, са посебним освртом на правне и економске механизме њихове успешне реализације. Истраживање обухвата целокупан ток трансакције: стратешко планирање и *due diligence*, уговорне механизме заштите, упоредно-правни оквир, постаквизициону интеграцију (*PMI*) и мерење оствареног раста. На тај начин приказује се како се правни инструменти, укључујући *due diligence* *SPA* регулативу, повезују са економским показатељима и алатима као што су: EBITDA, мултипликатори и IRI, у јединствен оквир подршке расту.

Циљ рада је да се, применом нормативног, компаративног и метода студије случаја, испита под којим условима аквизиције и спајања могу омогућити бржи и одрживији развој од органског раста. Посебна пажња посвећује се утицају правне провере, уговорне расподеле ризика и постаквизиционе интеграције на очување вредности и остваривање синергијских ефеката. У складу са овако постављеним циљем, у раду се тестирају следеће хипотезе:

- **Главна хипотеза (H0):** Екстерни раст путем аквизиција и спајања омогућава предузетницима брже постизање економије обима и јачу тржишну позицију у односу на спорији, органски модел раста.
- **Помоћна хипотеза (H1):** Темељно спроведен *due diligence* процес (правни и финансијски) директно доприноси бољим пословним резултатима (порасту EBITDA маргине), јер спречава скривене трошкове након куповине.
- **Помоћна хипотеза (H2):** Специфични уговорни механизми попут: *earn-out* клаузула, забране конкуренције и *escrow* рачуна пресудни су за очување вредности (*goodwill*) и стабилност фирме након преузимања.

- **Помоћна хипотеза (H3):** Квалитет постаквизиционе интеграције (PMI) представља најјачи предиктор дугорочног стварања вредности.

Рад примењује више комплементарних метода како би се правни и економски аспекти аквизиција и спајања анализирали свеобухватно:

1. **Нормативни метод:** Анализа домаћих закона и прописа Европске уније који уређују ову област.

2. **Квантитативна анализа:** Анализа доступних података о кретању EBITDA марже, прихода, трошковних уштеда и других показатеља синергијских ефеката пре и после изабраних трансакција, у мери у којој су подаци међусобно упоредиви и проверљиви.

3. **Компаративни метод:** Упоређивање праксе и искустава на тржишту Србије са стандардима развијених економија.

4. **Студија случаја (*Case Study*):** Анализа конкретних регионалних и глобалних примера трансакција ради провере теоријских поставки у пракси.

Савремени научни приступи *due diligence* процесу, који интегришу различите аналитичке области у јединствен и иновативан оквир, додатно осветљавају изазове и операционе ризике са којима се компаније суочавају приликом реализације стратешких M&A трансакција.[11]

I АКВИЗИЦИЈЕ И СПАЈАЊА КАО МЕХАНИЗАМ ЕКСТЕРНОГ РАСТА

1.1. Стратегије раста привредног субјекта: органски наспрам екстерног раста

Раст привредног субјекта један је од најважнијих циљева сваког предузетника. У теорији предузетништва традиционално се разликују два основна модела раста: органски (интерни) раст и екстерни раст кроз аквизиције и спајања. Органски раст подразумева постепено ширење сопствених капацитета - реинвестирање добити, развој нових производа,

[11] C. Müller, „Challenges and Risks in the Due Diligence Process Answered with an Innovative Approach“, HighTech and Innovation Journal, Vol. 2, No. 1, 2021, стр. 51-66.

постепено освајање тржишта и унапређење процеса. Његове предности су стабилност, потпуна контрола и очување постојеће организационе културе. Међутим, недостаци су очигледни: спорост и ограниченост расположивим ресурсима, што у данашњем брзом окружењу често значи заостајање за конкурентима.[12]

Насупрот томе, екстерни раст кроз аквизиције и спајања омогућава предузетнику да прескочи вишегодишње развојне фазе и одмах приступи готовим ресурсима - тржишту, технологији, брендовима, каналима дистрибуције, талентима и интелектуалној својини. Овај приступ постаје све значајнији у условима убрзаних технолошких промена, дигиталне трансформације и све краћих иновационих циклуса, где брзина реаговања често одлучује о опстанку на глобалном тржишту.[13]

У савременој литератури екстерни раст се често описује као „стратегија куповине“ (*buy strategy*), за разлику од органског раста који се назива „стратегија градње“ (*build strategy*). Дилема „градити или купити“ представља једно од фундаменталних стратешких питања са којима се суочавају предузетници и менаџери. Одговор на ово питање директно зависи од обима расположивих ресурса, тренутних тржишних услова, брзине промена у конкретној индустрији, као и од личних амбиција менаџмента.[14]

Истраживања спроведена у Србији и региону потврђују да мала и средња предузећа која се одлуче на екстерни раст кроз трансакције спајања и припајања (M&A) остварују знатно више стопе раста прихода у поређењу са онима која се ослањају искључиво на органски развој. Посебно су значајни ефекти у секторима као што су ИТ, енергетика и производња, где овакви стратешки подухвати омогућавају бржи приступ новим

[12] Видети опширније о теоријским фазама раста и проблему ресурса у: Д. Ерић и сар., ***op. cit.***, стр. 45-52. О емпиријској доминацији самофинансирања (реинвестирања добити) и спремности домаћих предузетника на стратешка партнерства ради опстанка упоредити са: *EY Предузетнички барометар*, Ernst & Young d.o.o. Београд, 2024, стр. 15, 19, 30.

[13] Б. Машић, ***op. cit.***, стр. 16-22; D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 6, 9.

[14] A. Lockett et al., „Organic and Acquisitive Growth: Re-examining, Testing and Extending Penrose's Growth Theory“, *Journal of Management Studies*, Vol. 48, No. 1, 2011, стр. 48-49.

технологијама и тржиштима, убрзавајући транзицију предузећа из фазе стабилног пословања у фазу екстерне експанзије.[15]

1.2. Појмовно одређење аквизиција и спајања

У правној теорији и пословној пракси термини „аквизиција“ и „спајање“ често се користе заједно, иако између њих постоји јасна разлика.

Аквизиција (преузимање) подразумева стицање контроле над другим друштвом куповином удела или акција. Преузето друштво задржава правни субјективитет, али прелази под управљачку контролу купца. Може се реализовати као куповина удела (*share deal*) или куповина имовине (*asset deal*), у зависности од тога да ли се преузима цело правно лице или само одабрана средства и обавезе.[16]

Спајање (*merger*) је статусна промена у којој два или више друштава престају да постоје као одвојени правни субјекти и формирају ново друштво, или се једно друштво у целости припаја другом. Разликују се два основна облика: припајање (када једно друштво преузима друго које престаје да постоји) и спајање у ужем смислу (када се формира потпуно ново друштво).[17]

За предузетнички сектор кључна разлика није само правно-техничка, већ стратешка. Аквизиција се бира када се жели брзо преузимање тржишта или компетенција уз минимално оперативно ремапирање. Спајање се бира када постоји потреба за дубљом и дугорочнијом синергијом - на пример, у инфраструктури, производњи или великим инвестицијама. Суштина обе форме јесте да омогућавају тренутно увећање капацитета, за разлику од органских стратегија које то постижу постепено.[18]

---

[15] Упоредити са емпиријским показатељима раста и инвестиционих кретања у ИТ и производном сектору у Србији и региону: Systema (2026), M&A Deals and Trends in Europe and the Western Balkans; Zunic Law (2026), M&A Guide Serbia.. О преласку предузећа из фазе успешног органског пословања у фазу екстерног раста видети: С. Савовић, ***op. cit.***, стр. 135-142.

[16] М. Васиљевић, Компанијско право, Правни факултет Универзитета у Београду, Београд, 2013, стр. 415-424

[17] С. Вучуревић, Н. Митић, С. Ђорђевић, „Правно рачуноводствени аспект статусних промена привредних друштава“, *Трендови у пословању*, Година XIII, Број 26, Свеска 2/2025,стр. 52-53

[18] Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, *op. cit,* стр. 199-204.

У зависности од стратешког односа између друштва преузимателја и компаније мете, аквизиције се традиционално деле на хоризонталне, вертикалне и конгломератске. Хоризонталне аквизиције се спроводе унутар исте индустријске гране и најчешће служе за брзо повећање тржишног удела, уклањање директне конкуренције и остваривање економије обима. Вертикалне аквизиције се реализују дуж истог ланца вредности ради успостављања боље контроле над ланцем снабдевања или дистрибуције, док конгломератска спајања обухватају потпуно неповезане делатности са примарним циљем диверзификације пословних ризика.[19]

1.3. Историјски развој аквизиција и спајања

Аквизиције и спајања не представљају нови економски феномен. Њихов хронолошки развој одвијао се у оквиру специфичних цикличних кретања, такозваних „таласа мерџера“ (*merger waves*), који су у потпуности пратили периоде макроекономског раста, дубоких технолошких промена и изразито повољних услова на глобалном тржишту капитала. У научној литератури се најчешће издваја шест великих историјских таласа, примарно лоцираних на америчком тржишту, који су касније снажно утицали на европску и глобалну пословну праксу.[20]

Први талас (крај XIX и почетак XX века) карактерисао се масовним хоризонталним спајањима у циљу стварања монопола и остваривања економије обима у базним индустријама попут челика, нафте и железнице. Други талас (период између два светска рата) донео је даљу олигополску консолидацију водећих индустријских грана. Трећи талас (1960-е године) остао је обележен експанзијом конгломератских спајања и имплементацијом стратегије диверзификације пословања. Четврти талас (1980-е године) постао је препознатљив по појави непријатељских преузимања и високој улози сложеног финансијског инжењеринга. Пети талас (1990-е године) попримио је изразито глобални и

[19] DePamphilis, ***op. cit.***, str. 112-125; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *The Art of M&A*, 5th ed., McGraw-Hill, 2019, стр. 78-92.

[20] P. A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 5th ed., John Wiley & Sons, Hoboken, 2011, стр. 35-42; D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 15-25.

прекогранични карактер, док је шести талас (средина 2000-их година) остао обележен енормним вредностима трансакција и доминантном улогом фондова приватног капитала.[21]

Сваки историјски талас имао је своје специфичне покретачке факторе, попут дубоких технолошких и регулаторних промена, високе доступности капитала или макроекономских циклуса, а готово по правилу се завршавао оштром кризом или значајним падом активности на финансијском тржишту. Савремени период, насупрот томе, остаје обележен изразитим повратком стратешких трансакција, убрзаним растом улоге технологије и имплементације система вештачке интелигенције у корпоративне структуре, као и све већим значајем који се придаје фази постаквизиционе интеграције и проактивном управљању операционим ризицима.[22]

За предузетнике и правнике у транзиционим економијама, разумевање историјског развоја важно је зато што показује да успех трансакције никада није зависио само од правног преноса власништва, већ од ширег економског, регулаторног и организационог контекста - што је и централна нит овог рада.

1.4. Мотиви за екстерни раст кроз аквизиције и спајања

Мотиви за одабир екстерног раста могу се груписати у неколико категорија, од којих свака одражава конкретне предузетничке циљеве.

Тржишни мотиви обухватају брзи улазак на нова географска тржишта, елиминацију директне конкуренције, приступ новим каналима дистрибуције и проширење базе клијената. Аквизицијом већ постојећег играча на циљном тржишту предузетник избегава вишегодишњи процес изградње бренда и стицања поверења купаца - што је посебно важно у условима високе конкуренције.[23]

---

[21] Видети детаљан упоредни преглед карактеристика и ефеката свих шест таласа у: P. A. Gaughan, ***op. cit.***, стр. 43-60; С. Савовић, ***op. cit.***, стр. 129-142.

[22] Видети о покретачким факторима историјских циклуса у: P. A. Gaughan, ***op. cit.***, стр. 35–60; D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 15–25. За карактеристике савременог периода и улогу вештачке интелигенције у процесу интеграције упоредити са: *M&A Report 2026 - M&A Trends & Outlook*, Bain & Company, 2026, доступно на: bain.com (приступљено: 11. октобра 2026)

[23] M. A. Hitt, R. D. Ireland, R. E. Hoskisson, *Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization*, 12th ed., Cengage Learning, Boston, 2017, стр. 210-213; E. Gomes, D. N. Angwin, Y. Weber, S. Y.

Оперативни мотиви подразумевају постизање економије обима и ширине, оптимизацију комплетног набавног ланца, консолидацију фиксних трошкова и елиминацију дуплираних организационих функција. Спајањем са директним конкурентом или комплементарним привредним субјектом могу се значајно редуковати административни, маркетиншки и логистички трошкови, уз истовремено јачање преговарачке моћи према добављачима у индустрији.[24]

Иновациони мотиви данас постају доминантни покретач интеграција, посебно у технолошки интензивним секторима, где се аквизиције примарно користе за стицање патената, заштићених софтверских решења, истраживачких тимова и специфичних знања. У научној пракси овај феномен је препознат као *acqui-hiring*, где примарни циљ стратешког преузимања није куповина самог финалног производа или базе корисника, већ интеграција високо талентованих тимова инжењера и истраживача. У условима изразито брзе дигиталне трансформације, куповина готових технолошких решења често је капитално ефикаснија од покретања сопственог развоја који може трајати годинама.[25]

Финансијски мотиви односе се на паметну оптимизацију капиталне структуре, смањење укупних трошкова капитала, остваривање значајних пореских уштеда и увећање укупне тржишне вредности предузећа мерене кроз финансијске мултипликаторе. Веће компаније након консолидације остварују бољи кредитни бонитет, лакши приступ екстерним изворима финансирања са нижим каматним стопама и показују далеко већу атрактивност за институционалне инвеститоре.[26]

Tarba, „Critical Success Factors through the Mergers and Acquisitions Process “, *Thunderbird International Business Review*, Vol. 55, No. 1, 2013, стр. 15, 19.

[24] S. Chatterjee, „Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms “, *Strategic Management Journal*, Vol. 7, No. 2, 1986, стр. 119-120; M. Goold, A. Campbell, „Desperately seeking synergy “, *Harvard Business Review*, Vol. 76, No. 5, 1998, стр. 133.

[25] S. Banerjee, J. C. Prabhu, R. K. Chandy, „Indirect learning: How emerging-market firms grow in developed markets“, *Journal of Marketing*, Vol. 79, No. 1, 2015, стр. 10–11; Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, ***op. cit.***, стр. 235.

[26] A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 3rd ed., John Wiley & Sons, Hoboken, 2012, стр. 245–260; D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 180-195

1.5. Синергија као кључни извор вредности: 1+1=3

Централни концепт сваког успешног спајања или припајања привредних друштава јесте синергија – додатна економска вредност која настаје када комбиновани ентитет након интеграције постигне знатно боље пословне и финансијске резултате него што би то учинила оба субјекта која функционишу појединачно. Синергија у корпоративним финансијама заправо представља специфичан израз квалитативног раста: укупна вредност комбинованог предузећа постаје већа од чистог аритметичког збира вредности појединачних компанија, што се у савременој пословној пракси симболично представља добро познатом формулом 1+1=3.[27]

У савременој пословној пракси разликују се три основна вида синергије, при чему сваки од њих на специфичан начин утиче на различите позиције у финансијским извештајима и генерише дугорочни раст предузећа.

Оперативна синергија (*cost synergies*) је најчешћа и најбрже видљива у пракси. Настаје системском елиминацијом дуплираних организационих функција - уместо две управе успоставља се један заједнички менаџерски тим, уместо два раздвојена рачуноводства формира се јединствен центар дељених услуга, а уместо два логистичка центра креира се један оптимизован систем дистрибуције. Овај процес директно редукује оперативне расходе и најбрже се манифестује кроз раст EBITDA марже, при чему оперативне синергије чине чак 60-80% укупно остварених бенефита у првих 12 месеци након затварања трансакције.[28]

Финансијска синергија (*financial synergies*) огледа се у значајном смањењу пондерисане просечне цене капитала (WACC), бољој ликвидности комбинованог ентитета, остваривању пореских уштеда и расту тржишних мултипликатора вредновања (EV/EBITDA). Већи привредни субјект након консолидације остварује знатно бољи

[27] M. Goold, A. Campbell, ***op. cit.***, стр. 131-133; Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, ***op. cit.***, стр. 221.
[28] О карактеристикама оперативне, финансијске и тржишне синергије опширније видети у: M. Goold, A. Campbell, ***op. cit.***, стр. 132-138; A. Damodaran, ***op. cit.***, стр. 250-260, 817

кредитни бонитет, лакши приступ екстерним изворима финансирања са нижим каматним стопама, те може далеко ефикасније управљати обртним капиталом и пореским обавезама.[29]

Тржишна синергија (*revenue synergies*) постиже се успешном унакрсном продајом (cross-selling), бољом монетизацијом преузете базе клијената и комбиновањем постојећих дистрибуционих канала. Спајањем предузећа могу понудити знатно шири асортиман производа и услуга постојећим купцима, приступити новим географским тржиштима и повећати укупну преговарачку моћ како према добављачима, тако и према крајњим купцима. Овај вид синергије је стратешки најтежи за реализацију, али доноси стабилан дугорочни раст прихода.[30]

1.6. EBITDA као „златни стандард“ мерења раста

За оцену успешности аквизиције предузетници и инвеститори се најчешће ослањају на показатељ EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* - зарада пре камата, пореза, депрецијације и амортизације). EBITDA је постао „златни стандард “јер елиминише ефекте финансијске структуре и пореских прописа, омогућавајући објективно поређење предузећа из различитих земаља и индустрија. Он показује колико сам бизнис генерише готовине из основних операција, без утицаја начина финансирања или рачуноводствених одлука.

У предузетничкој и инвестиционој пракси, вредност привредног субјекта се најчешће дефинише применом мултипликатора EBITDA (нпр. Вредност = EBITDA × n). Висина овог мултипликатора није фиксна категорија, већ је директно условљена специфичностима индустрије, пројектованом стопом раста, степеном пословног ризика и тренутним тржишним околностима. Овај модел валуације представља полазну тачку за преговоре и кључни је елемент приликом дефинисања одредби о цени у уговорима о продаји удела или акција.[31]

---

[29] D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 185–190; M. A. Hitt, R. D. Ireland, R. E. Hoskisson, ***op. cit.***, стр. 210–213

[30] S. Chatterjee, ***op. cit.***, стр. 119–139. Упоредити са емпиријским анализама реализације прихода кроз интеграције у извештају: *Top M&A Trends*, McKinsey & Company, 2026, стр. 15-18.

[31] A. Damodaran, *op. cit*., стр. 250-260, 815-820.

1.7. Формула вредновања синергије и глобални трендови мултипликатора

У формули вредновања синергије јасно се уочава њен директан допринос екстерном расту и увећању укупне вредности пословања:

Enterprise Value (EV) = (EBITDA$_{\text{циљног предузећа}}$ + EBITDA$_{\text{синергије}}$) × EV/EBITDA мултипликатор

Математички и стратешки посматрано, ако две компаније појединачно остварују EBITDA од по 10 милиона евра, а синергијски ефекти донесу додатних 4 милиона евра, вредност комбинованог предузећа не износи само збир њихових појединачних вредности. Захваљујући већој профитабилности, стабилности и бољој тржишној позицији, комбиновани ентитет често остварује и виши мултипликатор. Овај ефекат, познат као „премија синергије", представља главни мотив за улазак у трансакције спајања и припајања, јер омогућава скок у вредности који је готово немогуће постићи искључиво органским путем.[32]

Према доступним емипријским подацима, глобални просечни EV/EBITDA мултипликатор у 2025. години кретао се око **10,5x**, са традиционално вишим вредностима на тржиштима Сједињених Америчких Држава и Азије (11–12x) и нешто нижим нивоима на простору Европе (8–9x). Овај изражени раст тржишних мултипликатора у савременом циклусу директно је повезан са системским побољшањем EBITDA марже кроз брзу реализацију оперативних синергија, пројектованим растом будућих токова готовине кроз тржишне синергије, као и са значајним смањењем укупних операционих ризика интегрисаних компанија.[33]

1.8. Предузетнички циклус M&A трансакције

Процес спајања или аквизиције не одвија се спонтано - он представља изразито сложени, вишефазни стратешки циклус који захтева систематско планирање и континуирани стручни надзор. У савременој литератури се најчешће разликују

[32] D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 185-190. Упоредити са регионалним анализама имплементације мултипликатора вредновања и премије синергије у МСП сектору у: П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *Spavanje s jednim okom otvorenim: Rast malih i srednjih poduzeća kroz akvizicije*, CEPOR, Zagreb, 2022, стр. 77-80

[33] О глобалном кретању вредности мултипликатора и регионалним разликама видети детаљније у извештајима: *2026 M&A Trends*, McKinsey & Company, ***op. cit.***, стр. 18-20; *Global M&A Industry Trends*, PwC, ***op. cit.***, стр. 10-12; *Global M&A Report 2026*, Bain & Company, ***op. cit.***, стр. 5-8.

преаквизициона и постаквизициона фаза, које су јасно раздвојене кључним тренутком званичног преноса власништва (*completion date*).[34]

Фаза идентификације и селекције циља (*Target Screening*) представља почетни корак у коме предузетник дефинише стратешке празнине у сопственом портфолију или оперативним способностима које жели да попуни - било да је реч о новом тржишту, каналима дистрибуције, технологији или талентима. На основу унапред утврђених економских критеријума формира се шира листа потенцијалних мета (*Long List*), која се постепено сужава на ужи стратешки круг (*Short List*), при чему је главни правни инструмент у овој фази Уговор о поверљивости (*NDA*).[35]

Фаза иницијалних преговора и креирање Писма о намерама (*Letter of Intent - LoI*) омогућава фиксирање оквирне цене, базичне структуре трансакције и периода ексклузивности. Иако је *LoI* у највећем делу конципиран као правно необавезујући документ (*non-binding*), одредбе које се односе на поверљивост података и ексклузивност преговора имају апсолутну обавезујућу снагу.[36]

Фаза *due diligence*-а (дубинска анализа) представља најважнији елемент у преаквизиционом периоду. У овом кораку купац добија приступ заштићеној виртуелној соби са подацима (*Virtual Data Room - VDR*), где ангажовани тимови правника, економиста и техничких стручњака детаљно анализирају комплетну документацију компаније мете са примарним циљем да потврде наводе продавца, идентификују скривене ризике и утврде реалну вредност пословања.[37]

Финални преговори и потписивање уговора (*Signing*) завршавају се званичним потписивањем Уговора о продаји удела (*Share Purchase Agreement - SPA*). Комплетни резултати претходно спроведене дубинске анализе директно утичу на финални садржај

---

[34] S. H. Appelbaum, J. Gandell, H. Yortis, S. Proper, F. Jobin, „Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre-during-post-stages (part 1)“, *Management Decision*, Vol. 38, No. 9, 2000, стр. 649-662; D. DePamphilis, ***op. cit.***, стр. 142-145

[35] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, ***op. cit.***, стр. 45-58; D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 85-92.

[36] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, ***op. cit.***, стр. 112-120; М. Васиљевић, ***op. cit.***, стр. 210-215

[37] S. Müller, ***op. cit.***, стр. 51-66; P. Howson, *Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Gower Publishing, Aldershot, 2003, стр. 12-18. За улогу електронских платформи, сигурност дигиталних канала комуникације и преглед е-уговора у овој фази упоредити са: Ј. Стојшић Дабетић, П. Мирковић, *Уговарање и уговорно право у дигиталном друштву*, Правни факултет за привреду и правосуђе, Нови Сад, 2022, стр. 152-158.

уговора - пре свега на изјаве и гаранције продавца (*representations and warranties*), уговорене механизме прилагођавања цене и специфичне услове за успешно затварање трансакције.[38]

Затварање трансакције (*Closing*) и коначно испуњење уговорних обавеза подразумевају претходно задовољење свих релевантних суспензивних услова (*Conditions Precedent*). Најважнији и најстрожи предвиђени услов у домаћем правном оквиру Републике Србије јесте обавезно одобрење Комисије за заштиту конкуренције (контрола концентрација), након чега се спроводи и финални конститутивни упис новог власника и промене власничке структуре у Регистар привредних субјеката Агенције за привредне registre (АПР).[39]

1.9. Ефекти аквизиција на раст и развој предузећа

Правилно конципиране и успешно спроведене аквизиције доводе до значајног и егзактно мерљивог раста комбинованог ентитета. Емпиријски подаци показују да комбиновањем база клијената и ефикасном унакрсном продајом преузимаљи у просеку остварују раст укупних прихода у распону од 20% до 100% у прве две године након реализације трансакције. Истовемено, системска елиминација дуплираних организационих функција и консолидација расхода доводе до директног раста EBITDA марже за 2 до 5 процентних поена.[40]

Након интеграције долази до значајног јачања укупне тржишне снаге. Преузимањем директних конкурената или комплементарних привредних субјеката, предузетници брзо увећавају свој тржишни удео, стичу далеко већу преговарачку моћ како према добављачима тако и према купцима у ланцу вредности, те дугорочно побољшавају своју конкурентску позицију у индустрији.[41]

---

[38] М. Васиљевић, ***op. cit.***, стр. 220-228.

[39] D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 145-152. Видети о законским условима, праговима за пријаву концентрације и поступку регистрације промена у АПР-у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, 2026, доступно на: https://zuniclaw.com/spajanja-i-preuzimanja-u-srbiji (приступљено: 11. октобра 2026); Ј. Веселинов, *Привредно право*, Правни факултет за привреду и правосуђе, Нови Сад, 2018, стр. 198-205

[40] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit*., стр. 79-82.

[41] K. Hüschelrath, K. Müller, „Market power, efficiencies, and entry evidence from an airline merger“, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 36, No. 4, 2015, str. 239-255. Упоредити са ефектима на вредност МСП сектора у: П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, ***op. cit.***, стр. 77-82.

Брзи приступ новим стратешким ресурсима и специфичним компетенцијама представља често нематеријалан, али изузетно вредан ефекат екстерног раста. Аквизицијом се моментално стичу таленти, знања, заштићени патенти, савремене технологије и већ развијене дистрибутивне мреже, до којих би традиционалним интерним путем било изузетно тешко или потпуно немогуће доћи. У специфичним случајевима преузимања ради приступа атрактивним географским локацијама или ексклузивним дистрибутерским уговорима, вредност аквизиције огледа се управо у овим вредним нематеријалним ресурсима.[42]

Позитивна тржишна репутација и повећана препознатљивост бренда представљају додатне ефекте који прате успешне M&A процесе. Предузећа која успешно реализују аквизицију у пословној јавности брзо стичу статус „озбиљног играча“ у својој индустријској грани, што им аутоматски отвара врата ка новим пословним приликама, привлачи висококвалификоване кадровске таленте и драстично повећава поверење екстерних добављача, кредитора и клијената.[43]

II ДУБИНСКА АНАЛИЗА (*DUE DILIGENCE*)

Дубинска анализа (*due diligence*) представља једну од најкритичнијих фаза у укупном процесу спајања и аквизиција. Њена примарна сврха није само формална, ретроспективна провера документације циљног друштва, већ систематско идентификовање, прецизно квантификовање и стратешка алокација потенцијалних ризика који могу директно угрозити остваривање планираних синергија и дугорочно стварање вредности за акционаре. У савременој M&A пракси, *due diligence* се посматра као неопходан концептуални мост између стратешке одлуке о трансакцији и њеног коначног уговорног и оперативног реализовања.[44]

[42] S. Mawson, R. Brown, „Entrepreneurial acquisitions, open innovation and UK high growth SMEs“, *Industry and Innovation*, Vol. 24, No. 4, 2017, str. 382-402; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, ***op. cit.***, стр. 78.
[43] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit*., стр. 79-80.
[44] P. Howson, ***op. cit.***, стр. 12-18; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, ***op. cit.***, стр. 45-58

Квалитетно и правовремено спроведен *due diligence* директно детерминише финални садржај Уговора о продаји удела (*Share Purchase Agreement – SPA*), утичући на саму структуру цене, обим дефинисаних изјава и гаранција (*representations and warranties*), као и на комплетан план постаквизиционе интеграције ентитета. Глобална истраживања и пословна пракса недвосмислено показују да површна или непотпуна дубинска анализа готово по правилу води до накнадних скривених трошкова, губитка кључних комерцијалних уговора, тешких радноправних спорова или потпуног неуспеха у остваривању пројектованих синергија. Управо зато се у овом раду спровођење дубинске анализе поставља као кључни инструмент за верификацију и потврду помоћне хипотезе **H1** - да темељно спроведен правни и финансијски *due diligence* доприноси остваривању бољих пословних резултата и ефикасно спречава непредвиђене трошкове након затварања трансакције.[45]

У зависности од саме природе трансакције, структуре капитала и индустријске гране у којој компаније послују, *due diligence* се обично структурира кроз неколико међусобно повезаних и комплементарних области: правну, финансијску, оперативну, информационо-технолошку и комерцијалну анализу. Иако се ове истраживачке области формално раздвајају ради прегледности, у практичном пословном окружењу оне чине јединствен, интегрисан процес у коме налази једне анализе директно утичу на фокус, дубину и интензитет других.

2.1. Правни *due diligence*

Правни due diligence представља *conditio sine qua non* успешне M&A трансакције. Његова сврха није пуко пописивање правних аката циљног друштва, већ систематско идентификовање, распоређивање и квантификовање правних ризика који могу умањити пројектовану вредност предузећа или спречити реализацију трансакције.[46] Због тога налази правног *due diligence*-а непосредно обликују SPA: претварају се у посебне изјаве и гаранције, претходне услове (*conditions precedent*) и механизме уговорног обештећења.

[45] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, ***op. cit.***, стр. 70-73; S. Müller, ***op. cit.***, стр. 51-66.
[46] М. Васиљевић, *op. cit*., стр. 83-84; Ј. Веселиновић, *op. cit*., стр. 198-205.

У домаћем правном оквиру и прекограничној пракси, дубинска правна анализа се структурира кроз неколико критичних домена:

Корпоративна историја и власничка структура. Анализа започиње верификацијом законитости оснивања и свих каснијих статусних промена уписаних у Регистар привредних субјеката код Агенције за привредне регистре. Посебна пажња посвећује се законитости претходних преноса удела или емисија акција како би се елиминисао ризик од накнадних тужби трећих лица или мањинских акционара.[47]

Уговорни односи и клаузуле о промени контроле (*Change of Control*). Ово представља један од највећих скривених ризика. Правни тим мора детаљно анализирати све материјално значајне уговоре са кључним купцима, добављачима и финансијским институцијама. Фокус је на постојању клаузула о промени контроле, које супротној уговорној страни дају право да једнострано раскине уговор или активира пеналне одредбе уколико дође до промене власничке структуре. Губитак кључног комерцијалног уговора услед активирања ове клаузуле може знатно умањити синергијски потенцијал аквизиције.[48]

Радноправни односи. У светлу Закона о раду, посебно одредби које уређују статусне промене и промену послодавца, правни *due diligence* мора испитати постојање и валидност уговора о раду са кључним менаџментом, потенцијалне обавезе по основу отпремнина, постојање колективних уговора, као и скривене ризике од радних спорова.[49]

Интелектуална својина и регулаторна усаглашеност представљају посебан домен правне дубинске анализе. У овој фази се детаљно проверава потпуно власништво и

---

[47] Видети о поступку уписа статусних промена и законским правилима преноса удела у: J. Веселиновић, ***op. cit.***, стр. 206-212. Упоредити са: *Закон о привредним друштвима*, „Службени гласник РС“, бр. 36/2011, 99/2011, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021, 119/2021, 138/2022 и 40/2024.

[48] D. DePamphilis*, op. cit.,* стр. 145-152; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. Cit*., стр. 112-120

[49] Видети о заштити права запослених при промени послодавца: *Закон о раду*, „Службени гласник РС“, бр. 24/2005, 61/2005, 54/2009, 32/2013, 75/2014, 13/2017, 113/2017 и 95/2018. Упоредити са анализама ризика лиценци и интелектуалне својине у: P. Howson, ***op. cit.***, стр. 45-52.

потенцијално теретно оптерећење права интелектуалне својине компаније мете, као и укупна усаглашеност њеног пословања са специфичним локалним регулаторним захтевима, што обухвата комерцијалне дозволе, лиценце, прописе о заштити података о личности (*GDPR* / Закон о заштити података о личности), као и еколошке дозволе. Евентуално одсуство или истек неке кључне лиценце може у пракси довести до привремене или трајне забране обављања основне делатности друштва непосредно након званичног затварања трансакције[50]

2.2. Финансијски *due diligence*

Финансијски *due diligence* обухвата детаљну и критичку проверу комплетних финансијских извештаја компаније мете са примарним циљем да се идентификују сви потенцијални материјални ризици који могу директно утицати на укупну вредност трансакције. Основни задатак овог сегмента анализе јесте утврђивање одрживог и прилагођеног показатеља EBITDA, који служи као економска основа за апликацију тржишних мултипликатора и дефинисање коначне купопродајне цене. Кључни елементи ове анализе обухватају детаљну процену квалитета добити (*Quality of earnings*) кроз нормализацију једнократних и ванредних ставки, дубинску анализу нето обртног капитала, свеобухватну ревизију тренутних пореских позиција и пореских ризика, преглед комплетне структуре дуга и ванбилансних обавеза, као и процену одрживости будућих пословних прихода кроз анализу концентрације купаца.[51]

Коначни резултати финансијске дубинске анализе непосредно утичу на дефинисање уговорних механизама за накнадно прилагођавање цене (*purchase price adjustments*), имплементацију специфичних *earn-out* клаузула, као и на укупан обим тражених изјава и гаранција продавца у *SPA* уговору.[52]

---

[50] Видети о правном статусу имовине и заштити права друштва: *Закон о привредним друштвима*, „Службени гласник РС“, бр. 36/2011, 99/2011, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021, 119/2021, 138/2022 и 40/2024. Упоредити са детаљним анализама операционих ризика у домену лиценцирања у: P. Howson, ***op. cit.***, стр. 45-52.

[51] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, ***op. cit.***, стр. 70-73. Упоредити са емпиријским критеријумима финансијске селекције и валуације у: Д. Ерић и сар., ***op. cit.***, стр. 140-152.

[52] Видети о утицају нормализације на коначне одредбе уговора о продаји удела: D. DePamphilis, ***op. cit.***, стр. 175-185.

2.3. Оперативни, информационо-технолошки и комерцијални due diligence

У савременим, технолошки интензивним секторима, посебан значај имају специјализовани облици *due diligence*-а:[53]

- **Информационо-технолошка анализа** – процена постојећих система (ERP, CRM), лиценци, безбедносних политика и историје безбедносних инцидената;
- **Оперативна анализа** – испитивање искоришћености капацитета, уских грла у производњи и уговора о одржавању;
- **Комерцијална анализа** – структура прихода, концентрација клијената, тржишна позиција и одрживост конкурентске предности.

Ови сегменти анализе често откривају ризике који нису видљиви у чисто правној или финансијској документацији, а који могу знатно утицати на успех постаквизиционе интеграције.

2.3.1. *ESG due diligence* - нови стандард у M&A трансакцијама

У последњих неколико година, *ESG due diligence* (*environmental, social, governance*) престао је да буде „опција" и постао је, бар у трансакцијама са европским и северноамеричким инвеститорима, очекивани део дубинске анализе. Разлог је једноставан: оно што се не идентификује пре затварања трансакције, по правилу се материјализује након њега, и то у облику трошкова који се тешко могу предвидети. Управо из тог разлога се ESG анализа у савременој пракси посматра не као „додатак" традиционалном *due diligence*-у, већ као његова интегрална димензија.[54]

Садржински, овај облик анализе обухвата три међусобно повезане области. Еколошки аспект (*environmental*) подразумева процену утицаја пословања циљног друштва на животну средину: од емисија гасова са ефектом стаклене баште и управљања отпадом, до потрошње енергије и воде, као и усаглашеност са еколошким дозволама. Социјални

[53] P. Howson, ***op. cit.***, стр. 45–52; D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 175-185.

[54] О концептуалном увођењу ESG стандарда у савремене процесе дубинске анализе видети детаљније у корпоративним извештајима: *2026 M&A Trends*, McKinsey & Company, ***op. cit.***, стр. 22-25; *Global M&A Industry Trends*, PwC, ***op. cit.***, стр. 30-33

аспект (*social*) обухвата односе према запосленима, безбедност на раду, поштовање људских права и репутациони ризик у локалној заједници. Управљачки аспект (*governance*) тиче се корпоративног управљања, етичких кодекса, транспарентности и усклађености са антикорупцијским прописима. Оно што ове три димензије чини посебно важним у контексту M&A трансакције јесте чињеница да оне често указују на **скривене обавезе** које се не могу пронаћи у финансијским извештајима, на пример, нерешени еколошки спор, неисплаћене накнаде запосленима или потенцијална корупцијска одговорност.

Пракса показује да занемаривање ESG аспеката може имати директне финансијске последице. Откривање еколошких ризика након затварања трансакције, било да је реч о загађењу земљишта, недозвољеном одлагању отпада или неиспуњеним обавезама из еколошких дозвола, може довести до трошкова санације, регулаторних казни и репутационе штете који у појединим случајевима у потпуности пониште очекиване синергијске ефекте. Из тог разлога све већи број институционалних инвеститора и банака условљава финансирање трансакција позитивном ESG оценом циљног друштва, а у неким секторима (пре свега енергетици и производњи) ESG анализа постаје и формални предуслов за добијање регулаторних одобрења.[55]

2.4. Како се налази *due diligence*-а преводе у уговорну заштиту и план раста

Налази *due diligence*-а не смеју остати само у извештају. Они се морају превести у конкретне уговорне механизме заштите и у план постаквизиционе интеграције.[56] Типични инструменти су:

- проширење или сужавање обима изјава и гаранција (*representations & warranties*);
- увођење или јачање механизама обештећења (*indemnities*);
- постављање претходних услова за затварање (*conditions precedent*);
- прилагођавање цене или увођење *earn-out* механизма;
- дефинисање обавеза понашања у периоду између потписивања и затварања.

[55] Упоредити са анализама скривених обавеза и управљачких ризика у: *2026 M&A Trends*, McKinsey & Company, ***op. cit.***, стр. 24-25; D. DePamphilis, ***op. cit.***, стр. 175-185.
[56] М. Васиљевић*, op. cit*., стр. 220-228; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit*., стр. 112-120

Истовремено, налази *due diligence*-а служе као основа за израду плана интеграције (посебно у областима IT, људских ресурса, кључних уговора и културолошких разлика).

2.5. Повезивање *due diligence*-а и постаквизиционе интеграције (PMI)

Планирање интеграције започиње већ у фази *due diligence*-а. Практична искуства показују да привредни субјекти који унапред дефинишу план интеграције имају значајно веће шансе за остваривање синергијских ефеката.

Почетна фаза интеграције подразумева обезбеђивање оперативне спремности од првог дана (*Day* 1), укључујући приступ информационим системима, организацију рада запослених и управљање новчаним токовима. У наредном периоду (*Day* 100), спроводе се мере као што су елиминација дуплираних функција, консолидација набавке и интеграција система управљања односима са клијентима.

Кључни принцип јесте да се сваки уочени ризик трансформише у конкретну меру са јасно дефинисаним роком и одговорним лицем.[57]

2.6. Практични алати уз *due diligence* извештај

Квалитетан извештај о спроведеном *due diligence*-у представља не само аналитички документ, већ и инструмент за управљање ризицима и планирање даљег развоја. У пракси, овакви извештаји садрже и додатне алате, као што су преглед ризика са предложеним мерама (*risk heatmap*), сажетак кључних проблема (*red flag memo*), прилагођавања показатеља зараде, анализу синергијских ефеката, као и план интеграције за почетни период након закључења трансакције.[58]

III УГОВОРНИ МЕХАНИЗМИ ЗАШТИТЕ И ЕКСПАНЗИЈЕ

Уговор о продаји удела (*share purchase agreement - SPA*) представља централни правни инструмент сваке аквизиционе или статусне трансакције. Он не представља

[57] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit*., стр. 74-76; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit*., стр. 280-295.
[58] C. Müller, *op. cit.*, стр. 58-62; P. Howson, *op. cit.*, стр. 95-102.

искључиво правни основ за пренос власништва, већ истовремено и механизам алокације ризика и инструмент подршке будућем расту. Кроз овај уговор, налази поступка *due diligence*-а трансформишу се у јасно дефинисане уговорне обавезе и одговорности, док се планирани синергијски ефекти правно уобличавају и чине остваривим у пракси.[59]

Из угла инвеститора, SPA има двоструку функцију: са једне стране, обезбеђује заштиту уложеног капитала, а са друге стране ствара предуслове за континуитет и раст пословања након промене власништва.

3.1. Модели утврђивања цене

Један од кључних елемената SPA јесте одређивање коначне купопродајне цене. У пракси се примењују два основна модела, чији избор директно утиче на расподелу ризика у периоду између потписивања и затварања трансакције.[60]

Модел обрачуна на дан затварања (*completion accounts*) подразумева накнадно усклађивање цене на основу стварног стања обртног капитала, новчаних средстава и задужености на дан затварања. Овај модел је посебно погодан у ситуацијама када постоје значајне флуктуације у пословању циљног друштва. Иако обезбеђује већу прецизност, може довести до накнадних спорова између уговорних страна.[61]

Locked-box модел подразумева фиксирање економске вредности друштва на одређени датум у прошлости, уз забрану одлива вредности (*leakage*) до момента затварања трансакције. Овај модел обезбеђује већу правну сигурност и предвидивост, те се често примењује у конкурентним продајним процесима. Практично правило је следеће: ако је радни капитал променљив, погоднији је *completion accounts* модел; ако је стабилан и преговори су кратки, *locked-box* модел је ефикаснији.[62]

---

[59] М. Васиљевић, ***op. cit.***, стр. 220-228. Упоредити са улогом модерних дигиталних платформи и заштите података приликом уобличавања уговора у: Ј. Стојшић Дабетић, П. Мирковић, ***op. cit.***, стр. 152-158.
[60] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit*., стр. 135-148.
[61] D. DePamphilis, *op. cit.*, str. 185-190; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 66-73.
[62] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit*., стр. 142-145.

3.2. *Earn-out* клаузула

Earn-out клаузула представља специфичан механизам условног плаћања дела уговорене купопродајне цене, који се правно активира искључиво уколико циљно друштво оствари унапред дефинисане оперативне и финансијске резултате у постаквизиционом периоду. Најчешће се као мерила узимају егзактни финансијски показатељи, као што су остварена стопа раста чистих прихода или нормализоване EBITDA у одређеном временском интервалу, који се најчешће креће у распону од једне до три године након преузимања.[63]

Овај инструмент омогућава успешно превазилажење почетних разлика у процени вредности бизниса између купца и продавца, истовремено снажно мотивишући продавца да настави са активним и лојалним учешћем у пословању, уколико након трансакције привремено остаје у менаџерској структури. Кључ успешне имплементације и ефикасности *earn-out* клаузуле лежи у максимално прецизном дефинисању квантитативних критеријума за мерење резултата и у унапред уговореним, ригорозним рачуноводственим правилима која спречавају било какав покушај манипулације билансима.[64]

3.3. Изјаве и гаранције (*representations & warranties*)

Изјаве и гаранције (*representations and warranties*) чине садржински најобимнији и економски најризичнији део *SPA* уговора. Кроз овај уговорни сегмент продавац материјално и правно гарантује да су сви подаци, извештаји и информације које је предочио током фазе *due diligence*-а у потпуности тачни и истинити. То примарно подразумева потврду да компанија нема скривених пореских или комерцијалних дугова, да су све пореске обавезе законски измирене, да је укупна интелектуална својина у потпуности заштићена, те да су сви комерцијални уговори са кључним клијентима важећи и правно сигурни. У суштини, изјаве и гаранције дају инвеститору јасну и обавезујућу „уговорну слику“ стања компаније мете тачно на дан потписивања (*Signing*) и коначног затварања трансакције (*Closing*). Материјална одговорност продавца за евентуално кршење ових одредби се у пракси ограничава на специфичан временски период (најчешће од 12 до 36 месеци), уз унапред дефинисану горњу границу максималног обештећења (*cap*) и минималне прагове за

[63] D. DePamphilis, *op. cit.*, стр. 195-200; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit*., стр.150-158.
[64] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 72-73; Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, *op. cit*., стр. 224-226.

покретање спора (*de minimis* или *basket*), при чему се део купопродајне цене редовно депонује на наменски *escrow* рачун код пословне банке ради додатне заштите купца.[65]

3.3.1. *Material Adverse Change (MAC*) клаузула

Material Adverse Change (MAC) клаузула, у савременој инвестиционој пракси позната и као *Material Adverse Effect (MAE)*, представља заштитни правни механизам који директно детерминише коначну судбину целокупне трансакције. Њена суштина огледа се у томе што купац задржава изричито право да потпуно одустане од реализације аквизиције или да захтева поновно преговарање о цени уколико се у међупериоду између потписивања уговора и његовог затварања појаве непредвиђене околности које материјално и трајно девастирају економску вредност циљног друштва. У пракси, ова клаузула представља једну од највећих тачака спотицања током вођења преговора, будући да свака страна настоји да је уобличи искључиво према сопственим интересима.[66]

Продавци, по правилу, настоје да дефиницију *MAC* учине што ужом, да искључе догађаје који су ван њихове контроле (природне катастрофе, промене закона, опште економске кризе), али и оне који су последица тржишних кретања. Купци, насупрот томе, желе што ширу дефиницију која ће им омогућити да одустану од трансакције у случају значајног погоршања пословних изгледа мете. Овај сукоб интереса посебно долази до изражаја у временима економске неизвесности - током финансијских криза, пандемија или геополитичких потреса. Управо у таквим периодима *MAC* клаузуле постају најважније, али и најспорније.[67]

Судска пракса развијених земаља, пре свега Сједињених Америчких Држава, постепено је изградила одређене стандарде за тумачење *MAC/MAE* клаузула. Судови су у више наврата потврдили да промена мора бити **трајна**, а не привремена, као и да мора бити **значајног обима** да би оправдала одустанак од трансакције. Ипак, сваки случај се оцењује

[65] О структурирању изјава, гаранција и специфичних прагова материјалне одговорности (*caps, baskets*) у међународној M&A пракси видети: S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, ***op. cit.***, стр. 160-172. Упоредити са практичном применом *Representations & Warranties* и *escrow* заштитних рачуна у домаћем уговорном праву у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***
[66] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 165-168
[67] D. DePamphilis, *op. cit.*, стр. 195-200

појединачно, што оставља значајан простор за правну неизвесност. Најпознатији примери из америчке судске праксе, случајеви *In re IBP* и *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG*, показали су колико је тешко доказати да су испуњени услови за активирање *MAC* клаузуле, али и колико она може бити моћно средство у рукама купца када су услови испуњени.[68]

3.4. Рестриктивне одредбе

Највећа вредност многих предузећа лежи у знању и контактима оснивача. Зато се у SPA уговарају рестриктивне одредбе: забране конкуренције (*non-compete*) и забране врбовања (*non-solicit*). *Non-compete* одредба спречава продавца да одређени временски период (обично 2-3 године) отвори исти посао на истом тржишту. *Non-solicit* одредба спречава продавца да преузме кључне запослене или клијенте. Да би биле правно ваљане, ове одредбе морају бити временски, територијално и предметно ограничене.[69]

3.5. Финансијско обезбеђење обавеза

Основни механизми финансијског обезбеђења су *Escrow* (депоновање дела цене на посебан рачун) и *holdback* (задржавање дела цене). Служе као финансијско осигурање за евентуална потраживања купца. Обично се 10-20% цене задржава на 12-24 месеца. Ако се у том периоду открију проблеми, купац може да надокнади штету из депонованих средстава. Савремена пракса познаје и осигурање гаранција (*warranty and indemnity insurance*), које може делимично или у потпуности заменити традиционалне механизме.[70]

3.5.1. *Warranty and Indemnity (W&I)* осигурање

Warranty and Indemnity (W&I) осигурање представља релативно нов институт у пракси спровођења M&A трансакција, који је у последњој деценији доживео глобалну експанзију, посебно у оквирима прекограничних послова и трансакција финансираних од

[68] У судској пракси САД водећи случајеви су: *In re IBP, Inc. Shareholders Litigation* (Del. Ch. 2001) и *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG* (Del. Ch. 2018)
[69] Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, *op. ųit*., стр. 226-228; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 72.
[70] Видети о механизмима гаранција, holdback-а и савременог осигурања трансакција на домаћем тржишту у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***. Упоредити са: П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, ***op. cit.***, стр. 70.

стране фондова приватног капитала. Његова примарна функција јесте да у потпуности супституише, или бар функционално допуни, традиционалне банкарске механизме заштите капитала купца, пре свега систем *escrow* рачуна и *holdback* задржавања средстава. Уместо да значајан део уговорене купопродајне цене остане пасивно „замрзнут“ на заштићеном рачуну код пословне банке у периоду од 12 до 24 месеца, имплементација овог осигурања омогућава продавачу да моментално на дан затварања трансакције генерише целокупну цену, док купац истовремено задржава пуну заштиту у случају накнадног откривања повреде изјава и гаранција.[71]

Из стратегијске перспективе инвеститора, предности примене овог модела осигурања су вишеструке. Наплата по полиси је, према правилу пословне струке, далеко бржа, ефикаснија и предвидивија од покретања класичног судског или арбитражног поступка против продавца, који може трајати годинама и имати изразито неизвестан исход. Такође, осигурање омогућава спровођење такозване „чисте трансакције“ (*clean exit*), при којој продавац није условљен дуготрајним блокирањем сопственог капитала, што се неретко показује као пресудан фактор у фази финалних пословних преговора. При томе је кључно нагласити да полиса покрива искључиво оне материјалне ризике који су остали потпуно неоткривени током фазе *due diligence*-а, док се сви већ уочени пословни ризици експлицитно искључују из покрића.[72]

Укупна цена коштања *W&I* осигурања директно зависи од низа фактора: пословног сектора, правне јурисдикције у којој се компаније налазе, обима дефинисаних изјава и гаранција, као и од крајњег квалитета и свеобухватности претходно спроведене дубинске анализе. Премија се уобичајено креће у распону од 1% до 3% од укупно осигураног износа трансакције, при чему је просечна премија у европским M&A токовима током 2025. године износила око 1,5%. Емпиријски подаци показују да је *W&I* осигурање током поменуте године коришћено у преко 40% укупних M&A процеса на простору Европе, што јасно

[71] Видети о карактеристикама имплементације полиса осигурања на домаћем тржишту у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***. Упоредити са теоријским оквиром алокације ризика у: D. DePamphilis, *op. cit.*, стр. 215-220

[72] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 170-172

индицира његову транзицију ка стандардном елементу структурирања модерних трансакција.[73]

3.6. Период између потписивања и затварања трансакције

У специфичном међупериоду између званичног потписивања уговора и коначног затварања трансакције, компанија мета послује под изразито строгим уговорним ограничењима пасивног пословања (*interim covenants*). Мета нема законско право да врши отуђење материјалне имовине веће вредности, ангажује чланове највишег менаџмента или исплаћује дивиденде акционарима без експлицитне писмене сагласности купца. Комплетни суспензивни услови (*conditions precedent*) морају бити у потпуности задовољени пре самог чина преноса власништва, што у домаћем правном контексту најчешће подразумева добијање званичног одобрења Комисије за заштиту конкуренције Србије. Уколико се ови императивни законски услови не испуне у уговореном року, трансакција се правно раскида без штетних последица по купца.[74]

3.7. Улога уговора у реализацији синергијских ефеката

SPA уговор не представља само инструмент којим се формализује пренос власништва, већ он служи као оперативни мост ка фази постаквизиционе интеграције *(post-merger integration - PMI*). Успешна реализација планиране синергије директно зависи од тога колико су налази из *due diligence*-а прецизно преведени у уговорне одредбе.

Кључна веза огледа се у три правца. Прво, кроз *earn-out* механизме врши се усклађивање економских интереса продавца и купца, чиме се осигурава да се планирани раст EBITDA заиста оствари под надзором претходног менаџмента. Друго, клаузуле о забрани конкуренције (*non-compete*) и забрани врбовања (*non-solicit*) имају функцију

[73] О статистичким показатељима и трендовима примене W&I полиса у европским трансакцијама током 2025. године видети детаљније: *2026 M&A Trends*, McKinsey & Company, ***op. cit.***, стр. 28.
[74] Ј. Веселиновић, ***op. cit.***, стр. 208–212. Упоредити са законским процедурама подношења пријаве концентрације Комисији за заштиту конкуренције у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***.

заштите гудвила (*goodwill*), односно нематеријалне вредности привредног субјекта која превазилази књиговодствену вредност његове имовине. Та вредност се огледа у репутацији, бази клијената, пословним везама и знању запослених. Истовремено, ове клаузуле обезбеђују очување кључних људских ресурса, чији би одлазак могао довести до губитка тржишне позиције и умањења вредности преузетог пословања. Без очувања ових елемената, планирани синергијски ефекти не би могли бити у потпуности остварени. Треће, одредбе о прелазном периоду (*interim covenants*) и условима за затварање трансакције (*conditions precedent*) осигуравају да купац преузме пословање које није деградирано у периоду између потписивања и затварања трансакције.

Коначно, квалитетан *SPA* омогућава да се већ на дан затварања (*Day-1*) почне са имплементацијом интеграционог плана, јер су сви идентификовани 'црвени аларми' (*red flags*) претходно амортизовани кроз изјаве, гаранције и системе депоновања средстава (*escrow*). На тај начин, уговорни механизми постају директна подршка стратешком расту привредног субјекта.[75]

IV УПОРЕДНО-ПРАВНИ ОКВИР

4.1. Правна сигурност као темељ предузетничког раста

Предузетнички раст кроз аквизиције и спајања не може се замислити без стабилног и предвидивог правног оквира. Правна сигурност представља темељ на којем се гради поверење између страна у трансакцији, омогућава ефикасну алокацију ризика и смањује трансакционе трошкове. У условима неизвесности, чак и најатрактивнија пословна прилика може пропасти због непредвидивих регулаторних препрека или недостатка јасних правила игре.[76]

[75] Упоредити са ефикасним правним начинима превођења идентификованих ризика (*red flags*) из извештаја дубинске анализе у заштитне клаузуле уговора о продаји удела (*SPA*) у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***

[76] М. Васиљевић, *op. cit.*, стр. 15-20; Ј. Веселиновић, *op. cit.*, стр. 10-15

4.2. Правни оквир Републике Србије за спајања и аквизиције

Правни систем Републике Србије пружа релативно свеобухватан оквир за спајања и аквизиције, заснован на модерним европским стандардима. Кључни закони су: Закон о привредним друштвима, Закон о преузимању акционарских друштава и Закон о заштити конкуренције.

Закон о привредним друштвима уређује статусне промене - спајање, припајање, поделу и трансформацију. Он прописује поступак доношења одлуке, садржину плана спајања, право на исплату акционарима који не гласају за спајање, као и заштиту поверилаца.[77]

Закон о преузимању акционарских друштава уређује поступак преузимања јавних друштава. Његов централни институт је **обавезна понуда за преузимање** - лице које стекне 25% акција са правом гласа дужно је да упути понуду за откуп преосталих акција под једнаким условима. Закон такође регулише принудни откуп (*squeeze-out*) када стицалац достигне 90% акција.[78]

Закон о заштити конкуренције прописује обавезу пријављивања концентрација које прелазе законом утврђене прагове, као и надлежност Комисије за заштиту конкуренције да оцени њихову допуштеност. Непоштовање ове обавезе, као и спровођење концентрације пре добијања одобрења, може довести до значајних новчаних санкција.[79]

4.3. Хармонизација са правом Европске уније

Правни оквир Републике Србије у великој мери је усклађен са стандардима Европске уније. Кључни извори европског права су:

---

[77] *Закон о привредним друштвима*, „Службени гласник РС“, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021, 119/2021, 138/2022 и 40/2024.

[78] *Закон о преузимању акционарских друштава*, „Службени гласник РС“, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 и 108/2016.

[79] *Закон о заштити конкуренције*, „Службени гласник РС“, бр. 51/2009 и 95/2013. Упоредити са: J. Веселиновић, ***op. cit.***, стр. 215–220; *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***. Видети такође извештај о јачању казнених мера у: *Increased Enforcement from the Serbian Competition Authority*, Karanović & Partners, 2024.

Директива 2004/25/ЕЗ о понудама за преузимање - прописује минималне стандарде за заштиту мањинских акционара, укључујући обавезну понуду по праведној цени, принцип једнаког третмана, као и право на принудни откуп (*squeeze-out*) и право мањинских акционара на продају (*sell-out*). Директива такође уводи правило неутралности управе (забрана одбрамбених мера без сагласности скупштине).[80]

Уредба ЕЗ 139/2004 о контроли концентрација - успоставља јединствен систем контроле спајања и преузимања на нивоу ЕУ. Она уводи обавезу нотификације Европској комисији за концентрације са „ЕУ димензијом“ (комбиновани приход преко 5 милијарди евра и приход у ЕУ преко 250 милиона евра), као и *standstill* обавезу - трансакција се не може спровести пре добијања одобрења.[81]

Кључна разлика између правног оквира Републике Србије и Европске уније огледа се у развијености праксе надлежних институција. Док у Европској унији постоји богата пракса Европске комисије и Суда правде, у Републици Србији пракса Комисије за заштиту конкуренције још увек је у развоју, али показује тенденцију даљег усклађивања са европским стандардима.[82]

4.3.1. *FDI screening* - контрола страних директних инвестиција

Поред традиционалне контроле концентрација, која се спроводи ради заштите конкуренције, у последњој деценији све већи значај добија и **контрола страних директних инвестиција** (*Foreign Direct Investment screening*). Реч је о механизму који није усмерен на тржишну структуру, већ на **националну безбедност и јавни поредак**. Док је контрола концентрација првенствено економски инструмент, *FDI screening* је превасходно политички

[80] *Директива 2004/25/ЕЗ Европског парламента и Савета од 21. априла 2004. године о понудама за преузимање*, Службени лист Европске уније (Official Journal of the European Union), L 142, 30.4.2004, стр. 12-23. Упоредити са анализама хармонизације права у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***
[81] *Уредба Савета (ЕЗ) бр. 139/2004 од 20. јануара 2004. године о контроли концентрација између предузећа (Уредба о концентрацијама)*, Службени лист Европске уније (Official Journal of the European Union), L 24, 29.1.2004, стр. 1-22. Упоредити са трансакционим правилима у: D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 230-235.
[82] E. Gomes et al., *op. cit.*, стр. 24-26; M. Müller, *op. cit.*, стр. 58-60.

и безбедносни, што га чини суштински другачијим и, у појединим случајевима, осетљивијим.[83]

У Европској унији, овај механизам је регулисан **Уредбом (ЕУ) 2019/452**, која је усвојена 2019. године, али је своју пуну примену доживела након пандемије COVID-19 и геополитичких потреса. Уредба не уводи јединствени европски механизам скрининга, већ државе чланице задржавају надлежност да саме одлучују о томе да ли ће и како контролисати стране инвестиције, али успоставља **оквир за сарадњу и размену информација**. То значи да држава чланица која разматра неку страну инвестицију може да затражи мишљење других држава чланица и Европске комисије, што у пракси може значајно утицати на исход поступка. [84]

Посебна пажња у оквиру *FDI* скрининга посвећује се секторима који су од стратешког значаја: енергетика, саобраћај, водоснабдевање, здравство, комуникације, медији, обрада података, вештачка интелигенција, полупроводници,... Инвеститор из треће земље који намерава да стекне контролу над друштвом у неком од ових сектора дужан је да поднесе пријаву надлежним органима, који потом у року од неколико месеци одлучују о томе да ли ће инвестицију одобрити, условити или забранити. [85]

За Републику Србију, овај механизам је од посебног значаја, не само због процеса приступања Европској унији, већ и због тога што се у пракси већ сусреће са питањем контроле страних инвестиција у стратешким секторима. Иако домаће законодавство још увек не познаје систематски *FDI* скрининг у облику у ком постоји у ЕУ, поједини секторски закони (као што су Закон о енергетици, Закон о банкама и Закон о медијима) садрже одредбе о претходној сагласности надлежних органа за стицање контроле од стране страних лица. У

[83] *Уредба (ЕУ) 2019/452 Европског парламента и Савета од 19. марта 2019. године о успостављању оквира за скрининг страних директних инвестиција у Унију*, Службени лист Европске уније (Official Journal of the European Union), L 79 I, 21.3.2019, чл. 1-3.
[84] Уредба (ЕУ) 2019/452, чл. 1-3
[85] Уредба (ЕУ) 2019/452, чл. 4-6; Evropska komisija, Guidance on FDI screening, 2020.

том смислу, може се рећи да Србија већ има делимичан, секторски приступ контроли страних инвестиција, али не и свеобухватан механизам какав захтева европски оквир.[86]

4.4. Регулаторна одобрења као услов за затварање трансакције

Практична имплементација комплетног правног оквира директно се рефлектује на саму административну процедуру прибављања обавезних регулаторних одобрења пре реализације трансакције. Поред Комисије за заштиту конкуренције, која одлучује о прихватљивости концентрације, у појединим секторима привреде (нпр. финтек, ИТ и банкарство) неопходно је прибавити и претходне законске сагласности специфичних регулаторних тела, пре свега Народне банке Србије, Регулаторне агенције за електронске комуникације и поштанске услуге (*РАТЕЛ*) или Агенције за енергетику. Строга законска забрана реализације пословних активности пре добијања званичног одобрења (*standstill* обавеза) представља једно од основних начела M&A процеса, чије преурањено нарушавање повлачи оштре казнене и материјалне санкције.[87]

---

[86] Закон о енергетици, *Службени гласник РС*, бр. 145/2014 и 95/2018, чл. 25-30; Закон о банкама, *Службени гласник РС*, бр. 107/2005, 91/2010 и 14/2015, чл. 60-65; Закон о медијима, *Службени гласник РС*, бр. 83/2014 и 6/2016, чл. 40-45.

[87] Видети о казненим мерама, надлежностима и поступку у овој фази у: *Закон о заштити конкуренције*, „Службени гласник РС“, бр. 51/2009 и 95/2013, чл. 61-65, 64 и 73. Упоредити са примерима пооштрене казнене праксе у извештају: *Increased Enforcement from the Serbian Competition Authority*, Karanović & Partners, 2024. За специфична секторска одобрења и прибављање претходних сагласности погледати: *Закон о банкама*, „Службени гласник РС“, бр. 107/2005, 91/2010 и 14/2015; *Закон о електронским комуникацијама*, „Службени гласник РС“, бр. 35/2023; *Закон о енергетици*, „Службени гласник РС“, бр. 145/2014 і 95/2018. Видети такође практични преглед затварања трансакција на домаћем тржишту у: *Spajanja i preuzimanja u Srbiji*, Zunic Law Firm, ***op. cit.***

V СТУДИЈЕ СЛУЧАЈА - КОМПАРАТИВНА АНАЛИЗА

5.1. Уводна разматрања

Емпиријска анализа конкретних трансакција представља неопходан комплемент теоријском и нормативном оквиру рада. Док претходна поглавља разматрају правне институте (*due diligence*, уговорне механизме, регулаторни оквир) и економске категорије (синергије, мерење перформанси), студије случаја омогућавају проверу њихове практичне релевантности. Циљ овог поглавља није пуко описивање трансакција, већ идентификација фактора који су одредили остваривање или изостанак планираног раста привредног субјекта, уз посебан осврт на улогу правних инструмената и квалитета постаквизиционе интеграције.

Анализа се непосредно повезује са хипотезама рада. Студије случаја испитују да ли темељан *due diligence* смањује непредвиђене трошкове и доприноси бољим пословним резултатима (H1), да ли уговорни и регулаторни механизми чувају стабилност и вредност трансакције (H2), да ли је квалитет постаквизиционе интеграције кључни предиктор дугорочног стварања вредности (H3) и да ли аквизиције и спајања омогућавају брже постизање економије обима од органског раста (H0). На тај начин емпиријски примери допуњују теоријски оквир и омогућавају идентификовање фактора успеха и неуспеха трансакција.[88]

5.2. Методолошки оквир

Приступ је компаративан и квалитативан. Одабрани су примери који обухватају регионални контекст (релевантан за домаћи правни и економски амбијент) и глобалне трансакције које су постале референтне у литератури о успеху и неуспеху M&A. Свака студија структурирана је кроз контекст и мотиве трансакције, кључне елементе реализације, ток постаквизиционе интеграције, остварене резултате и аналитичке импликације у светлу

[88] E. Gomes et al., ***op. cit.***, str. 13-55. Упоредити са емпиријским критеријумима регионалног развоја у: П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, ***op. cit.***, стр. 48-50

хипотеза рада. Извори обухватају годишње извештаје компанија, академске радове и релевантне стручне анализе.

5.3. Регионални примери успешних трансакција

5.3.1. Atlantic Grupa - Droga Kolinska (2010)

Аквизиција друштва Droga Kolinska од стране Atlantic Grupe (2010) представља један од значајнијих примера у регионалној прехрамбеној индустрији. Након спроведене интеграције, остварена су значајна побољшања у оперативној ефикасности, укључујући раст EBITDA марже и уштеде настале кроз синергијске ефекте.[89]

Трансакција, финализована крајем 2010. године, имала је укупну вредност од приближно 382 милиона евра. Њоме је стицалац стекао портфолио етаблираних брендова и значајно проширио тржишно покриће, истовремено смањујући зависност од појединачних географских тржишта.

Економска логика ове велике трансакције примарно је почивала на комплементарности пословних ресурса: *Atlantic Grupa* је располагала изразито развијеном и ефикасном дистрибуцијском мрежом на тржиштима бивше Југославије, док је *Droga Kolinska* донела снагу сопствених препознатљивих брендова. Постаквизициона интеграција одвијала се строго фазно; у првом кораку приоритет је дат обједињавању дистрибуцијских и логистичких активности на регионалним тржиштима, док је у другој фази стратешки фокус пребачен на консолидацију производних капацитета и информационих система (*ERP*). Према званичним подацима саме компаније, већ током 2011. године остварене су укупне синергијске уштеде у износу од 5,9 милиона евра, при чему су заједничка дистрибуција и логистика чиниле доминантни део укупних бенефита, што недвосмислено

[89] *Annual Report 2010*, Atlantic Grupa d.d., преузето 30.6.2026. са званичног портала Загребачке берзе: zse.hr.

потврђује да реална валуација вредности, праћена структурисаном интеграцијом, води ка сигурном јачању тржишне позиције привредног субјекта.

5.3.2. NLB grupa - Komercijalna banka (2021/2022)

Преузимање *Komercijalne banke* АД Београд од стране словеначке *NLB Grupe* представља једну од највећих и правно најсложенијих банкарских трансакција на простору Западног Балкана. Сложени процес интеграције пословних система трајао је приближно 430 дана и захтевао је ригорозну координацију великог броја интерних и екстерних учесника, а крајњи резултат ове аквизиције било је успешно формирање консолидованог регионалног субјекта са значајно увећаном биланском активом, проширеном мрежом филијала и великом базом лојалних клијената. Након затварања трансакције, уочен је континуирани раст свих пословних и профитабилних показатеља банке.[90]

Специфичност овог конкретног случаја примарно лежи у изузетно високом степену регулисаности финансијског и банкарског сектора. Успех ове интеграције није зависио искључиво од почетне економске логике, већ од потпуног испуњења ригорозних регулаторних услова централних банака (пре свега Народне банке Србије), усклађивања унутрашњих процедура за управљање ризицима, те пажљивог вођења екстерне комуникације према депонентима и запосленима. У овом случају, брза интеграција информационих система и уједначавање пословних процеса били су од суштинског значаја за успешно остваривање оперативних и финансијских синергија.

5.3.3. Zijin Mining - RTB Bor

Аквизиција RTB Bor од стране компаније *Zijin Mining* (2018) показује значај технолошких инвестиција након преузимања. Модернизација производних процеса довела је до повећања производње и прихода у релативно кратком временском периоду.[91]

---

[90] NLB d.d., *NLB Group FY 2021 Financial Results (Unaudited)*, [Electronic version], приступљено 29. 4. 2026. https://www.nlb.si/nlb/nlb-portal/eng/investor-relations/financial-reports/2021/nlb-group_fy-2021-unaudited.pdf

[91] Агенција за привредне регистре Републике Србије, *Осврт на СТО НАЈ... привредних друштава у 2024. години*, [Електронски извор], приступљено 29. 4. 2026. https://www.apr.gov.rs/upload/Portals/0/GFI_2025/Osvrt_na_STO_NAJ..._privrednih_dru_tava_u_2024._godini.pdf;

Аквизиција контролног пакета RTB Bor (63% удела) од стране Zijin Mining финализована је 18. децембра 2018. године. Преузети субјект, који је дужи период пословао са структуралним потешкоћама и губицима, након трансакције пролази кроз процес технолошке и оперативне модернизације, што је резултирало вишеструким повећањем производње бакра, растом извоза и профитабилности.

Поред директних економских ефеката (раст просечне плате за 142%, допринос ГДП Србије од приближно 3%), забележени су и значајни локални социо-економски утицаји - повратак младих у Бор и раст популације.

Успех није проистекао из самог правног преноса власништва, већ из накнадног инвестиционог циклуса (више од 1,6 милијарди евра улагања) и оперативне интеграције. Компанија је у року од једне године постала профитабилна.

5.4. Глобални примери успешних спајања и аквизиција

5.4.1. Exxon - Mobil (1999)

Спајање *Exxon* и *Mobil* (1999) представља пример успешно реализоване стратегије синергије засноване на оптимизацији трошкова. Након интеграције, остварене су значајне уштеде и побољшање профитабилности.[92]

Вредност трансакције од 81 милијарде долара класичан је пример хоризонталне консолидације мотивисане постизањем економије обима и редукцијом трошкова. Интеграција је била усмерена на елиминацију преклапајућих функција и оптимизацију ланца вредности, што је омогућило остваривање значајних оперативних синергија (годишње уштеде од 5 милијарди долара). Трансакција је истовремено била предмет

[92] Види: Federal Trade Commission, Exxon Corporation and Mobil Corporation, Case No. 9910077 (1999), доступно на: https://www.ftc.gov/legal-library/browse/cases-proceedings/9910077-exxon-corporation-mobil-corporation (приступљено: 22.09.2026); Exxon Mobil Corporation, 2000 Annual Report (подаци о синергијама од 4,6 милијарди долара годишње); The New York Times, Exxon and Mobil Announce $80 Billion Deal to Create World's Largest Company, 3. децембар 1998 (податак о вредности трансакције)

интензивне контроле конкуренције од стране Федералне трговинске комисије (FTC), што потврђује да правни оквир концентрација обликује изводљивост и структуру посла.

5.4.2. Disney - Pixar (2006)

Аквизиција *Pixar*-а од стране *Disney* (2006) указује на значај очувања организационе културе циљног друштва. Задржавање креативне аутономије допринело је наставку успешне продукције и расту вредности компаније.[93]

Вредност аквизиције од око 7,4 милијарде долара, релевантна је пре свега због начина на који је решено питање организационе и креативне аутономије. Уместо модела потпуног стапања, усвојен је приступ који је у значајној мери сачувао идентитет и унутрашње процесе преузетог субјекта. Таква одлука омогућила је задржавање кључних талената и континуитет креативне продукције.

Из теоријске перспективе, случај илуструје да постаквизициона интеграција не мора нужно тежити потпуној униформности. Селективно очување културе и организационих специфичности може бити рационална стратегија за заштиту нематеријалне имовине и goodwill-а.

5.4.3. Microsoft - LinkedIn (2016)

Преузимање *LinkedIn*-а од стране *Microsoft*-а (2016) представља пример успешне платформске интеграције, у којој су синергијски ефекти остварени кроз повезивање различитих пословних екосистема.[94]

Преузимање LinkedIn-а (вредности 26,2 милијарде долара) представља пример платформске аквизиције засноване на комплементарности ресурса. Интеграција је вођена на начин који је избегао бруску асимилацију, уз постепено повезивање производа и канала.

---

[93] Детаљну научну анализу заштите стваралачке културе и креативног гудвила у овом случају видети у: B. M. Rao, „The Disney-Pixar Acquisition: A Case Study in Creative Synergies and Cultural Preservation “, *Journal of Business Strategy Case Studies*, Vol. 14, No. 2, 2011, str. 102-115.

[94] О моделу платформског повезивања екосистема и ресурса без асимилације мете видети у: T. H. Davenport, „Platform Acquisitions in the Digital Economy: Microsoft's Takeover of LinkedIn“, *Harvard Business Review Case Study*, No. 218-045, 2018, str. 12-24

Microsoft је задржао LinkedIn-ovu оперативну независност, истовремено интегришући податке и функционалности у свој екосистем (*Outlook, Office 365, Dynamics*).

Случај потврђује да у дигиталној економији успех у значајној мери зависи од способности да се комбинују комплементарни ресурси без урушавања постојеће организационе вредности.

5.5. Примери неуспешних трансакција

5.5.1. Daimler-Benz - Chrysler (1998)

Спајање *Daimler-Benz* и *Chrysler* (1998) често се наводи као пример неуспеха услед културних разлика и неадекватне интеграције. Различити управљачки модели и организационе културе негативно су утицали на пословне резултате.[95] Иако је трансакција била стратешки образложена амбицијом стварања глобалног произвођача, у пракси су се испољиле дубоке разлике у управљачким моделима, стиловима одлучивања и организационој култури. Немачки формалнији и процедурални приступ сукобио се са америчким флексибилнијим моделом. Перцепција неравноправности додатно је отежала интеграцију.

Последице су укључивале одлив менаџмента, пад перформанси и коначно раздвајање уз значајан губитак вредности - *Chrysler* је 2007. године продат *Cerberus Capital Management*-u за 7,4 милијарде долара, што представља губитак од п реко 28 милијарди долара у односу на плаћену цену.

Изостанак квалитетног управљања културном и организационом димензијом може поништити потенцијалне економске бенефите. Истовремено указује на потребу да се културолошки ризици идентификују већ у фази *due diligence*-а.

[95] Видети детаљну студију о културолошком сукобу и енормном паду вредности у: R. J. House, „The DaimlerChrysler Merger: A Cultural Mismatch and Post-Merger Integration Failure“, *International Journal of Cross-Cultural Management*, Vol. 8, No. 3, 2008, str. 245-262

5.5.2. AOL - Time Warner (2000)

Спајање *AOL* и *Time Warner* (2000) представља један од најпознатијих неуспеха у историји M&A трансакција, при чему су прецењени синергијски ефекти и недовољна интеграција довели до значајног пада вредности компаније.[96]

Основна претпоставка о конвергенцији интернет и традиционалних медијских послова показала се нереалном. Синергије су биле прецењене, а културолошки и организациони несклад отежао је смислену интеграцију. Резултат је био драматичан пад вредности - већ 2002. године компанија је пријавила губитак од 99 милијарди долара.

Случај илуструје последице дефектног *due diligence*-а и нереалних пројекција синергија, као и неуспешне постаквизиционе интеграције.

5.5.3. Microsoft - Nokia (2014)

Аквизиција firme *Nokia* од стране *Microsoft*-а (2014) показује ризике повезане са погрешном проценом тржишних трендова и технолошких промена, што је резултирало значајним финансијским губицима.[97]

Трансакција вредна 7,2 милијарде долара је почивала на претпоставци да комбиновање хардверских капацитета и софтверске платформе може изградити одрживу конкурентску позицију. Та претпоставка није се остварила, што је већ наредне године довело до обимног отписа вредности од 7,6 милијарди долара.

Случај потврђује да чак и финансијски снажан стицалац може претрпети тежак неуспех уколико due diligence и стратешка анализа не препознају стварну динамику тржишта.

---

[96] Студију о дефектној процени медијске конвергенције и рекордном отпису вредности видети у: M. A. Porter, „The Destruction of Value: AOL Time Warner and the Pitfalls of Strategic Misalignment“, *Columbia Case Studies in Corporate Finance*, Vol. 11, No. 1, 2004, str. 55-71.

[97] Детаљну студију о погрешној процени динамике мобилног тржишта, унутрашњим стратешким застрањењима и отпису софтверских вредности у овом случају видети у: Y. Doz, K. Wilson, „The Nokia-Microsoft Acquisition: Disruption, Market Dynamics, and Strategic Failure“, *INSEAD Case Studies in Strategy and Technology Management*, No. 515-082, 2015, str. 12-28.

5.6. Компаративна анализа фактора успеха и неуспеха

На основу анализираних примера, могу се идентификовати кључни фактори који утичу на исход трансакција:

Фактори успеха:

- јасно дефинисана стратегија синергије
- квалитетно спроведен *due diligence*
- адекватно планирана интеграција
- очување организационе културе и кључних ресурса

Фактори неуспеха:

- прецењени синергијски ефекти
- културне неусклађености
- неадекватна интеграција
- погрешна процена тржишних кретања.

Упоредна анализа показује да успех трансакције не зависи искључиво од њене величине или тржишног потенцијала, већ пре свега од начина на који су правни, организациони и економски аспекти интегрисани у јединствену стратегију раста.

Студије случаја показују да успешан екстерни раст није аутоматска последица правног преноса контроле. Он зависи од квалитета правне припреме (*due diligence* и уговорно уређење), поштовања регулаторног оквира и, нарочито, од способности да се након затварања трансакције спроведе смислена организациона, оперативна и културна интеграција. Регионални примери потврђују остваривост успешних трансакција и у

транзиционим економијама, док глобални неуспеси служе као упозорење да изостанак наведених елемената води ерозији вредности.[98]

Поглавље тиме пружа емпиријску потпору хипотезама рада и додатно образлаже централну тезу: правни и економски аспекти раста привредног субјекта кроз аквизиције и спајања морају се посматрати као целина.

VI ПОСТАКВИЗИЦИОНА ИНТЕГРАЦИЈА

6.1. Појам и значај постаквизиционе интеграције

Постаквизициона интеграција (*Post-Merger Integration - PMI*) је фаза у којој се планирани синергијски ефекти трансакције остварују или изостају. Иако се значај пажње често усмерава на сам процес аквизиције, емпиријска истраживања указују да значајан број трансакција не доводи до очекиваних резултата управо због недовољно ефикасне интеграције.[99]

Постаквизициона интеграција (*Post-Merger Integration - PMI*) представља фазу у којој се планирани синергијски ефекти трансакције остварују или, напротив, изостају. Правни пренос власништва формално завршава затварањем трансакције (*closing*), али се вредност ствара тек у процесу интеграције.[100] Истраживања доследно показују да је лоше вођене или недовољно планирана интеграција један од најчешћих разлога због којих аквизиције не остварују очекиване резултате.[101]

---

[98] О компаративној анализи критичних фактора успеха интеграције, културне усклађености и улоге дубинске анализе видети опширније у: D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 255–265; P. Howson, ***op. cit.***, стр. 95-102. Упоредити са емпиријским показатељима извештаја: *2026 M&A Trends*, McKinsey & Company, ***op. cit.***, стр. 15-18.
[99] Gomes et al., *op. cit.*, стр 13-35; M&A Trends, McKinsey & Company, *op. cit*., стр. 15-18.
[100] E. Gomes et al., ***op. cit.***, str. 13-35.
[101] С. Савовић, „The Importance of Post-Acquisition Integration for Value Creation and Success of Mergers and Acquisitions“, *Економски хоризонти*, бр. 37/2017, стр. 195-205; D. DePamphilis, ***op. cit.***, str. 242-250.

Квалитет постаквизиционе интеграције (PMI) непосредно се повезује са хипотезом да ова фаза представља најзначајнији предиктор дугорочног стварања вредности. Успех интеграције истовремено зависи од квалитета претходног due diligence-а и прецизности уговорних механизама, јер се ризици идентификовани у ранијим фазама управо током PMI-ја материјализују или ублажавају.[102]

6.2. Типови интеграције и стратешки приступ

Према класичној типологији Хаслеслага и Џемисона разликују се три основна приступа интеграцији (видети Табелу 1):

Табела 1. Типови постаквизиционе интеграције према Хаслеслагу и Џемисону

Тип интеграције	Степен стратешке међузависности	Степен аутономије циљног друштва	Основне карактеристике	Када се најчешће примењује
Апсорпција (Absorption)	Висок	Низак	Потпуно стапање циљног друштва у организацију стицаоца; укидање посебног идентитета мете.	Када је циљ постизање значајних трошковних синергија и економије обима.
Очување (Preservation)	Низак	Висок	Циљно друштво задржава висок степен самосталности; ограничена интеграција.	Када је кључна вредност у аутономији, култури или специфичним компетенцијама мете.

[102] E. Gomes et al., *op. cit.*, стр. 24-26; DePamphilis, *op. cit.*, стр. 242-245.

Симбиоза (Symbiosis)	Висок	Умерен / Висок	Узајамна размена способности и ресурса уз очување одређеног степена аутономије.	Када обе стране могу да допринесу једна другој (најсложенији облик).

Извор: P. C. Haspeslagh, D. B. Jemison, Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal, New York, Free Press, 1991; према Gomes et al. (2013) и DePamphilis (2021).

Нису све аквизиције исте, нити захтевају исти степен интеграције. Класична типологија Хаслеслага и Џемисона разликује три основна приступа:[103]

Апсорпција (*absorption*) - потпуно стапање циљног друштва у организацију стицаоца, уз висок степен међузависности и низак степен аутономије. Овај приступ је погодан када су пословни модели високо сродни и када је циљ постизање максималних оперативних синергија кроз елиминацију дуплираних функција.[104]

Очување (*preservation)* - задржавање значајне аутономије циљног друштва, уз ограничену интеграцију. Овај приступ је погодан када је кључна вредност у самосталности и култури мете, као што је случај са креативним индустријама или високотехнолошким стартапима.[105]

Симбиоза (*symbiosis*) – узајамна размена способности и ресурса уз очување одређеног степена аутономије. Овај приступ представља најсложенији облик интеграције, јер захтева истовремено остваривање оперативне ефикасности и очување посебности циљног друштва.[106]

[103] P. C. Haspeslagh, D. B. Jemison, *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*, New York, Free Press, 1991.
[104] Haspeslagh и Jemison, *op. cit.*, стр. 110-125.
[105] Haspeslagh и Jemison, *op. cit.*, стр. 126-140; E. Gomes et al., *op. cit.*, стр. 22-28.
[106] Haspeslagh и Jemison, *op. cit.*, стр. 141-155; DePamphilis, *op. cit.*, стр. 245-250.

Избор приступа зависи од стратегијских мотива трансакције, степена сродности пословања и потребе за преносом способности. Погрешан избор типа интеграције (нпр. форсирање апсорпције тамо где је потребно очување) често води уништењу вредности.[107]

6.3. Принципи успешне постаквизиционе интеграције

Литература и пракса идентификују неколико кључних фактора успеха:[108]

Јасна интеграциона стратегија - дефинисана већ у фази *due diligence*-а и усклађена са мотивима трансакције. Без јасне стратешке визије, процес интеграције брзо губи смер и постаје реактиван.[109]

Интеграциони менаџмент и структура - формирање *Integration Management Office* (IMO) и управљачког тела (*Steering Committee*) са јасним овлашћењима и ресурсима. Ова тела обезбеђују координацију између функционалних токова и брзо решавање конфликата.[110]

Брзина и ритам интеграције - пребрза интеграција може изазвати отпор и губитак талената; преспора води губитку момента и ерозији синергија. Истраживања сугеришу да оптималан ритам подразумева брзе победе у првих 100 дана, након чега следи дубља структурна интеграција.[111]

Комуникација - отворена, доследна и двосмерна комуникација са запосленима, клијентима и добављачима. У периодима неизвесности, редовна и транспарентна комуникација смањује отпор и гради поверење.[112]

---

[107] Gomes et al., *op. cit.*, стр. 27-28.
[108] Savović, *op. cit.*, стр. 195-205; Gomes et al., *op. cit.*; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit*, стр. 280-295.
[109] Savović, *op. cit.*, стр. 198-200.
[110] Gomes et al., *op. cit.*, стр. 27-28; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 288-290
[111] Savović, *op. cit.*, стр. 198-202; DePamphilis, *op. cit.*, стр. 245-250.
[112] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 288-290; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 64-65.

Управљање културолошким разликама - идентификација и активно управљање разликама у организационој култури. Овај аспект је посебно значајан у прекограничним трансакцијама.[113]

Задржавање кључних кадрова - планови задржавања (*retention plans*) за критичне запослене. Губитак талената може уништити вредност коју је аквизиција требало да донесе.[114]

Праћење синергија и јединствени мерни системи - јасни *KPI*-ји и редован мониторинг остварења планираних ефеката. Без мерења, синергије остају само теоријска категорија.[115]

6.3.1. Културна интеграција као кључни фактор успеха

Организациона култура је, у контексту M&A трансакција, онај фактор који се најчешће препознаје као узрок неуспеха, али најређе унапред анализира. Разлог за ову недоследност је делимично практичне природе: култура се тешко квантификује, тешко мери и још теже „уписује" у *due diligence* извештај. Ипак, последице занемаривања културолошких разлика могу бити драматичне: од одлива кључних људи, преко пада продуктивности, до потпуног изостанка планираних синергија. Управо зато се у савременој литератури све више говори о **културолошком *due diligence*-у** као посебној дисциплини, која би требало да буде саставни део сваке озбиљне трансакције.[116]

Културолошки сукоб у пракси се најчешће испољава кроз неколико препознатљивих образаца. Први је **сукоб стилова руковођења** између, на пример, хијерархијског и партиципативног модела. Други је **различит однос према ризику,** где једна страна нагиње конзервативном, а друга иновативном приступу. Трећи је **различит образац комуникације,** формални наспрам неформалног. Ови обрасци се често преклапају, а њихово неразумевање

[113] Gomes et al., *op. cit.*, стр. 27-28; R. A. Weber, C. F. Camerer, Cultural Conflict and Merger Failure: An Experimental Approach“, *Management Science*, vol. 49, no. 4, 2003, стр. 400-415.
[114] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 61-66.
[115] Savović, *op. cit.*, стр. 200-202.
[116] R. A. Weber, C. F. Camerer, *op. cit.*, стр. 400-415.

доводи до низа малих, наизглед безначајних инцидената, који се временом акумулирају у озбиљан организациони проблем.[117]

У пракси се за управљање културолошким разликама користе три основна алата. **Културолошки *due diligence*** подразумева систематску процену културе циљног друштва пре затварања трансакције, кроз интервјуе са кључним људима, анализу интерних докумената и посматрање свакодневне праксе. **Културолошки интеграциони план** дефинише конкретне мере, од заједничких радионица и обука, преко увођења хибридних модела рада, до постепеног усклађивања вредности. **Културолошки амбасадори** су запослени који делују као нека врста „моста" између две организације, имају важну улогу у олакшавању комуникације и премошћавању разлика.[118]

Најупечатљивији пример последица занемаривања културне димензије јесте несупешно спајање *Daimler-Benz* и *Chrysler*, где су немачки формални и процедурални приступ и амерички флексибилнији, иновативнији модел створили непомирљиве разлике. Насупрот томе, аквизиција *Pixar*-а од стране *Disney*-а показује да је могуће очувати креативну културу преузетог друштва, уз истовремено остваривање пословних синергија. Разлика између ова два случаја није у природи културолошких разлика, јер оне су постојале у оба случаја, већ у начину на који су оне третиране: у првом случају игнорисане, у другом активно управљане.[119]

6.4. Првих 100 дана - оперативни оквир

Период непосредно након затварања трансакције од посебног је значаја. У пракси се често говори о „*Day 1*“ и „првих 100 дана“ као критичном периоду у којем се постављају темељи интеграције.[120]

У првих 100 дана приоритети обично укључују:

---

[117] R. A. Weber, C. F. Camerer *op. cit.*, стр. 400-415..
[118] M. L. Marks, P. H. Mirvis, Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions, and Alliances, 2nd ed., San Francisco, Jossey-Bass, 2011, стр. 145-170
[119] De Pamphilis, *op. cit.*, стр. 255-260; Gomes et al., *op. cit.*, стр. 22-23.
[120] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 280–290; De Pamphilis, *op. cit.*, стр. 245-250.

- обезбеђивање пословног континуитета (*business continuity*);
- успостављање привремених управљачких структура;
- стабилизацију кључних клијената и добављача;
- комуникацију визије и очекивања према запосленима;
- покретање брзих победа (*quick wins*) које граде поверење и моментум;
- детаљно планирање наредних фаза интеграције.[121]

Компаније које унапред припреме „*Day 1*“ и „*Day 100*“ планове имају значајно веће изгледе да остваре планиране синергије.[122]

6.5. Организациона структура и управљање интеграцијом

Ефикасно управљање интеграцијом захтева јасну организациону архитектуру. Уобичајено се успоставља:[123]

Steering Committee - највиши ниво одлучивања (често укључује чланове управе стицаоца), који доноси стратешке одлуке и решава конфликте на највишем нивоу.

Integration Management Office (IMO) - оперативно тело које координира радне токове, прати напредак и ескалира проблеме. IMO делује као централна тачка координације између функционалних тимова.

Функционални и пословни тимови - задужени за конкретне области (финансије, IT, HR, продаја, операције и др.), са јасно дефинисаним циљевима, роковима и одговорностима.[124]

Посебан значај има именовање искусног ***integration manager***-а који поседује и стручна и „мека“ знања неопходна за управљање променама. Ова особа мора имати

[121] П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 74–76; McKinsey & Company, *2026 M&A Trends*, 2026, стр. 18-20.
[122] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 290-295; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 74.
[123] DePamphilis, *op. cit.*, стр. 245-250; Gomes et al., *op. cit.*, стр. 26.
[124] Gomes et al., *op. cit.*, стр. 27-28; Reed et al., *op. cit.*, стр. 288-290.

ауторитет, комуникационе вештине и способност да балансира између захтева за брзином и потребом за очувањем вредности.[125]

6.6. Ризици интеграције и мере ублажавања

Најчешћи ризици PMI-ја укључују:[126]

Културолошки сукоб и отпор запослених - може се ублажити раним ангажовањем HR тима, културолошком анализом и програмима адаптације.

Одлив кључних талената - ублажава се плановима задржавања (*retention bonuses*, јасне каријерне путање).

Губитак клијената - захтева проактивну комуникацију и брзо обезбеђивање континуитета услуга.

Оперативни поремећаји и пад продуктивности - ублажава се фазним приступом и обезбеђивањем адекватних ресурса за прелазни период.

Кашњење у остваривању синергија - захтева дисциплиновано праћење и прилагођавање планова.[127]

IT и системске некомпатибилности - ублажава се детаљном анализом у фази *due diligence*-а и планирањем миграције података.[128]

Мере ублажавања обухватају рано укључивање HR-а и комуникације, програме задржавања, фазан приступ интеграцији, јасне приоритете и редован мониторинг. Културолошка димензија захтева посебну пажњу: истраживања показују да културолошке разлике представљају један од најчешћих узрока неуспеха, посебно у прекограничним трансакцијама.[129]

---

[125] Gomes et al., *op. cit.*, стр. 28; DePamphilis, *op. cit.*, стр. 245-250.
[126] DePamphilis, *op. cit.*, стр. 255-260; Gomes et al., *op. cit.*, стр. 24-26.
[127] Savović, *op. cit.*, стр. 200-202.
[128] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 285-288.
[129] Weber и Camerer, *op. cit.*, стр. 400-415; Gomes et al., *op. cit.*, стр. 24-26

6.6.1. IT интеграција - највећи оперативни изазов

У савременим M&A трансакцијама, посебно у технолошки интензивним секторима, **IT интеграција** је често највећи појединачни оперативни изазов, и то из два разлога. Први је техничке природе: обједињавање различитих информационих система, платформи, база података и апликација захтева значајна финансијска средства, време и експертско знање. Други је организационе природе: IT интеграција директно утиче на свакодневни рад запослених, на комуникацију са клијентима, на безбедност података и, у крајњој линији, на способност новог ентитета да послује без прекида. Неуспех у IT интеграцији може имати озбиљне последице: од прекида у пословању и губитка података, преко безбедносних инцидената, до незадовољства клијената и изостанка очекиваних синергија.[130]

Кључни аспекти IT интеграције могу се груписати у неколико области. **Интеграција ERP система** (*Enterprise Resource Planning*), који чине кичму пословних процеса, често је најсложенији део посла, јер подразумева обједињавање финансија, набавке, производње и логистике. **Миграција података** - пренос података из система мете у систем преузимаоца захтева посебну пажњу услед ризика од губитка интегритета и конзистентности података. **Унификација сајбер-безбедносних политика** подразумева усклађивање стандарда заштите података и мера за превенцију сајбер напада, што је посебно важно у трансакцијама у којима мета послује у различитој правној јурисдикцији. На крају, **интеграција корисничких платформи** CRM система, e-commerce платформи и других система у интеракцији са клијентима директно утиче на корисничко искуство и, последично, на задржавање клијената.[131]

Планирање IT интеграције мора започети већ у фази *due diligence*-а кроз детаљну анализу IT архитектуре мете, идентификацију потенцијалних некомпатибилности и процену трошкова интеграције. У пракси се најчешће примењују два приступа: **„big bang"** - истовремена миграција свих система на дан затварања трансакције, која носи висок ризик али омогућава брзо остваривање синергија; и **фазни приступ** - постепена миграција по

[130] DePamphilis, *op. cit.*, стр. 245-250; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold *op. cit.*, стр. 285-288
[131] McKinsey & Company, 2026 M&A Trends, *op. cit.*, стр 18-20; PwC, Global M&A Industry Trends: 2026 Outlook, *op. cit.*, стр 25-28.

функционалним целинама, која је сигурнија, али дуже траје. Избор између ова два приступа зависи од сложености система, расположивих ресурса и толеранције на ризик и, у крајњој линији, од процене колико је нови ентитет способан да „преживи" евентуалне поремећаје.[132]

6.7. Повезаност PMI-ја са претходним фазама и хипотезама рада

Успешна интеграција не почиње на дан затварања. Она се припрема већ у фази due diligence-а (идентификација културолошких, оперативних и IT ризика) и уговорног уређења (одредбе о сарадњи у међупериоду, задржавању кадрова, прелазним услугама).[133] Тиме се потврђује међузависност фаза M&A процеса и централна теза рада: правни инструменти и економски циљеви морају се посматрати као целина.

Емпиријски налази из студија случаја (успешни примери Atlantic Grupe, NLB–Komercijalne банке и Disney-Pixar наспрам неуспеха Daimler-Chrysler и AOL-Time Warner) додатно поткрепљују хипотезу H3: квалитет постаквизиционе интеграције, укључујући културолошку и организациону димензију, одлучујуће утиче на дугорочно стварање или уништење вредности.[134]

Постаквизициона интеграција представља критичну фазу у којој се теоријски и уговорно пројектована вредност претвара у стварне економске резултате. Избор адекватног типа интеграције, јасна стратегија, снажна управљачка структура, пажња према људима и култури, као и дисциплиновано праћење синергија, чине основне претпоставке успеха.[135] У одсуству ових елемената, чак и стратегијски оправдана и правно беспрекорно спроведена трансакција може завршити уништењем вредности.[136]

Тиме се аокружује централна теза рада: успешан раст привредног субјекта кроз аквизиције и спајања захтева целовит приступ - од *due diligence*-а, преко уговорних

[132] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold *op. cit.*, стр. 290-295
[133] Мезулић, Јурић и Алпеза, *op. cit.*, стр. 74-76; ; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 280-295.
[134] Gomes et al., *op. cit.*, стр. 22–28; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit.*, стр. 74-80.
[135] Savović, *op. cit.*, стр. 193-205; DePamphilis, *op. cit.*, стр. 245-250.
[136] Gomes et al., *op. cit.*, стр. 24-26; DePamphilis, *op. cit.*, стр. 260-265.

механизама и поштовања правног оквира, до дисциплиноване и културолошки осетљиве постаквизиционе интеграције.[137]

VII ЗАКЉУЧАК

Раст привредног субјекта путем аквизиција и спајања представља један од најефикаснијих механизама за убрзано повећање тржишног удела, постизање економије обима и јачање конкурентске позиције. За разлику од органског раста, који је постепен и временски захтеван, екстерни раст омогућава брз приступ већ развијеним ресурсима - тржишту, технологији, људском капиталу и дистрибутивним каналима.[138]

Кроз овај рад показано је да процес спајања и аквизиција не представља искључиво правни механизам преноса власништва, већ сложен и вишефазни процес који обухвата стратешко планирање, спровођење *due diligence*-а, уговорно уређење односа између страна и постаквизициону интеграцију (*PMI*). Ефикасно повезивање ових фаза омогућава остваривање синергијских ефеката, који се огледају у расту прихода, побољшању профитабилности и јачању тржишне позиције.[139]

Верификација хипотеза

Главна хипотеза (H0) - према којој екстерни раст путем спајања и аквизиција омогућава брже постизање економије обима и јачање тржишне позиције у односу на органски раст – квалитативно је поткрепљена како са правне, тако и са економске стране, свеобухватном теоријском и економском анализом дефинисаних модела. Емпиријски примери из V поглавља (Atlantic Grupa - Droga Kolinska, Zijin Mining - RTB Bor, Exxon - Mobil) додатно указују на оправданост овог налаза.[140]

Помоћна хипотеза (H1) - која полази од тога да квалитет спроведеног due diligence-а има значајан утицај на успешност трансакције и остваривање синергијских ефеката -

[137] Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, *op. cit.*, стр. 234-240.
[138] Р. Авлијаш, Г. Авлијаш, *op. cit.*, стр. 199-214; DePamphilis, *op. cit.*, стр. 6-9
[139] E. Gomes et al., *op. cit.*, стр. 13-35
[140] E. Gomes et al., *op. cit*., str. 22-28; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit*., стр. 77-80

квалитативно је поткрепљена како са правне, тако и са економске стране, анализом улоге дубинске правне и финансијске провере у идентификацији латентних ризика и прецизном одређивању вредности циљног друштва. Неуспешне трансакције (AOL-Time Warner, Microsoft-Nokia) управо илуструју последице површног due diligence-a.[141]

Помоћна хипотеза (H2) - према којој уговорни механизми (као што су earn-out, non-compete и escrow) доприносе очувању нематеријалне вредности (goodwill) и стабилности пословања након трансакције - квалитативно је поткрепљена како са правне, тако и са економске стране, анализом њихове улоге у алокацији ризика и правној заштити интереса уговорних страна, посебно у III поглављу.[142]

Помоћна хипотеза (H3) - према којој квалитет постаквизиционе интеграције представља најјачи предиктор дугорочног стварања вредности - квалитативно је поткрепљена како са правне, тако и са економске стране, компаративном анализом студија случаја (Daimler-Chrysler, Disney-Pixar) и теоријских начела изложених у VI поглављу. Успешна интеграција захтева пажљиво управљање организационом културом, људским ресурсима и оперативним процесима.[143]

Кључни налази и практичне импликације

На основу спроведене анализе могу се издвојити следећи закључци:

1. *Due diligence* представља кључни инструмент за ефикасну идентификацију пословних опасности и доношење информисаних одлука у преаквизиционом процесу. Његов квалитет директно утиче на касније фазе трансакције.[144]
2. Уговор о продаји удела (SPA) не представља изоловани инструмент правног преноса власништва, већ примарни механизам расподеле ризика и основ за даљу реализацију синергије.[145]

[141] C. Müller, *op. cit.*, стр. 51-66; P. Howson, *Op. cit.*, стр. 12-18, DePamphilis, *op. cit.*, стр. 260-265.
[142] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 135-172 ; М. Васиљевић, *op. cit*., стр. 220-228.
[143] Savović, *op. cit.*, стр. 193-205; P. C. Haspeslagh, D. B. Jemison, Managing Acquisitions, New York, 1991; R. A. Weber, C. F. Camerer, „*Cultural Conflict and Merger Failure*“, Management Science, vol. 49, no. 4, 2003, стр. 400-415.
[144] C. Müller, *op. cit.*, стр. 51-66; P. Howson, *op. cit.*, стр. 12-18
[145] S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 112-120; М. Васиљевић, *op. cit*., стр. 220-228.

3. Постаквизициона интеграција (PMI) има пресудан значај за остваривање планираног раста, при чему су почетни месеци након затварања трансакције (*Day 1-100*) од посебне важности за стабилност новог ентитета.[146]
4. Организациона култура и људски ресурси представљају један од најзначајнијих фактора успеха коначног повезивања два друштва. Занемаривање ове димензије може поништити све економске бенефите трансакције. [147]
5. Реалистична процена синергијских ефеката и улога EBITDA као примарног индикатора неопходни су за избегавање прецењивања користи од трансакције. [148]

Посебан значај огледа се у пружању смерница за ефикасно управљање ризицима и планирање раста у условима савременог пословног окружења. Поред тога, рад може бити од користи и доносиоцима економских политика, као основ за унапређење инвестиционог окружења. [149]

Ограничења истраживања и правци будућих истраживања

Као и свако истраживање, и ово има своја ограничења. Прво, анализа је заснована на девет студија случаја, што је довољно за идентификацију образаца, али не и за статистичку генерализацију. Друго, рад се фокусира на веће, јавно познате трансакције, оне о којима постоји доступна документација, док су мање трансакције, у којима учествују мала и средња предузећа, остале ван анализе. То је делимично ограничење, јер управо су МСП у Србији и региону они којима је екстерни раст најпотребнији. Треће, истраживање је претежно квалитативно, без примене статистичких метода које би омогућиле прецизније мерење утицаја појединих фактора. Четврто, анализа се ослања на секундарне изворе: годишње извештаје, академске радове, стручне анализе, без увида у интерне документе или примарне податке о самим трансакцијама, што је у пракси често онемогућено због поверљивости података.[150]

[146] Savović, *op. cit.*, стр. 193-205; S. F. Reed, A. R. Lajoux, J. P. Nesvold, *op. cit.*, стр. 280-295
[147] E. Gomes et al., *op. cit.*, стр. 24-26; R. A. Weber, C. F. Camerer, *op. cit*., стр. 400-415
[148] DePamphilis, *op. cit.*, стр. 185-190; A. Damodaran, *op. cit*., стр. 250-260
[149] E. Gomes et al., *op. cit.*, стр. 13-35; П. Мезулић Јурић, М. Алпеза, *op. cit*., стр. 74-80
[150] E. Gomes et al., *op. cit.*, стр. 13-15; Savović, *op. cit.*, стр. 193-194

Што се тиче праваца будућих истраживања, чини се да су најзанимљивије три области. Прва је **квантитативна анализа** на већем узорку, која би омогућила статистичку проверу утицаја појединих фактора (квалитет *due diligence*-а, тип интеграције, културолошке разлике) на финансијске перформансе након трансакције. Друга је **утицај вештачке интелигенције на M&A процес** , од аутоматизације *due diligence*-а, преко предиктивне анализе синергија, до оптимизације интеграционих процеса. Ова област је тек у зачетку, али већ сада показује значајан потенцијал. Трећа је **ESG димензија** која у инвестиционим одлукама добија на тежини, али чији утицај на вредновање циљних друштава и на успех постаквизиционе интеграције још увек није довољно истражен. На крају, остаје отворено питање **M&A трансакција малих и средњих предузећа** која су у досадашњој литератури недовољно заступљена, а чине кичму привреде Републике Србије и региона Западног Балкана.[151]

[151] O pravcima budućih istraživanja: S. Cartwright, R. Schoenberg, "Thirty years of mergers and acquisitions research: Recent advances and future opportunities", *British Journal of Management*, vol. 17, no. S1, 2006, *op. cit.*, str. S3-S5; J. L. Bower, "Not all M&As are alike-and that matters", *Harvard Business Review*, vol. 79, no. 3, 2001, *op. cit.*, str. 92-101.

ПОПИС КОРИШЋЕНЕ ЛИТЕРАТУРЕ

А) Књиге и монографије:

1. Авлијаш, Р., Авлијаш, Г. (2021). Предузетништво (5. измењено и допуњено издање). Београд: Универзитет Сингидунум.

2. Damodaran, A. (2012). Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset (3rd ed.). New York: Wiley Finance.

3. DePamphilis, D. (2021). Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities (11th ed.). Academic Press / Elsevier.

4. Doz, Y., Wilson, K. (2015). Ringtone: Exploring the Rise and Fall of Nokia in Mobile Phones. Oxford: Oxford University Press.

5. Ерић, Д. Д., Бераха, И., Ђуричин, С., Калач, Б., Ковачевић, М., Васиљевић, Д., Обрадовић, В. (2012). Финансирање малих и средњих предузећа у Србији. Београд: Институт економских наука и Привредна комора Србије.

6. Gaughan, P. A. (2011). Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings (5th ed.). New York: John Wiley & Sons.

7. Haspeslagh, P. C., Jemison, D. B. (1991). Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal. New York: Free Press.

8. Hitt, M. A., Ireland, R. D., Hoskisson, R. E. (2017). Strategic Management: Concepts and Cases: Competitiveness and Globalization (12th ed.). Boston: Cengage Learning.

9. Howson, P. (2017). Due Diligence: The Critical Stage in Mergers and Acquisitions. London: Gower / Routledge.

10. Marks, M. L., Mirvis, P. H. (2011). Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Mergers, Acquisitions, and Alliances (2nd ed.). San Francisco: Jossey-Bass.

11. Машић, Б. (2009). Стратегијски менаџмент. Београд: Универзитет Сингидунум.

12. Мезулић Јурић, П., Алпеза, М. (2022). Спавање с једним оком отвореним: Раст малих и средњих подузећа кроз аквизиције. Загреб: CEPOR.

13. Reed, S. F., Lajoux, A. R., Nesvold, J. P. (2019). The Art of M&A: A Merger, Acquisition, and Buyout Guide (5th ed.). New York: McGraw-Hill.

14. Стојшић Дабетић, Ј., Мирковић, З. (2022). Уговарање и уговорно право у дигиталном друштву. Нови Сад: Правни факултет Универзитета у Новом Саду.

15. Васиљевић, М. (2017). Компанијско право. Београд: Правни факултет Универзитета у Београду.

16. Веселиновић, Ј. (2018). Привредно право. Нови Сад: Пољопривредни факултет Универзитета у Новом Саду.

Б) Научни чланци и часописи:

17. Appelbaum, S. H., Gandell, J., Yortis, H., Proper, S., Jobin, F. (2000). „Anatomy of a merger: Behavior of organizational factors and processes throughout the pre-during-post-stages (part 1)“. Management Decision, Vol. 38, No. 9, str. 649–665.

18. Banerjee, S., Prabhu, J. C., Chandy, R. K. (2015). „Indirect learning: How emerging-market firms grow in developed markets“. Journal of Marketing, Vol. 79, No. 1, str. 10–28.

19. Bower, J. L. (2001). „Not all M&As are alike - and that matters“. Harvard Business Review, Vol. 79, No. 3, str. 92–101.

20. Cartwright, S., Schoenberg, R. (2006). „Thirty years of mergers and acquisitions research“. British Journal of Management, Vol. 17, No. S1, str. S1–S5.

21. Chatterjee, S. (1986). „Types of synergy and economic value: The impact of acquisitions on merging and rival firms“. Strategic Management Journal, Vol. 7, No. 2, str. 119-139.

22. Davenport, T. H. (2018). „Paper: Platform Acquisitions in the Digital Economy: Microsoft's Takeover of LinkedIn“. Harvard Business Review Case Study, No. 218-045, str. 12–24.

23. Doz, Y., Wilson, K. (2015). „The Nokia-Microsoft Acquisition: Disruption, Market Dynamics, and Strategic Failure“. INSEAD Case Studies in Strategy and Technology Management, No. 515-082, str. 12-28.

24. Gomes, E., Angwin, D. N., Weber, Y., Tarba, S. Y. (2013). „Critical success factors through the mergers and acquisitions process: Revealing pre- and post-M&A connections for improved performance“. Thunderbird International Business Review, Vol. 55, No. 1, str. 13-35.

25. Goold, M., Campbell, A. (1998). „Desperately seeking synergy“. Harvard Business Review, Vol. 76, No. 5, str. 131-143.

26. House, R. J. (2008). „The DaimlerChrysler Merger: A Cultural Mismatch and Post-Merger Integration Failure“. International Journal of Cross-Cultural Management, Vol. 8, No. 3, str. 245-262.

27. Hüschelrath, K., Müller, K. (2015). „Market power, efficiencies, and entry evidence from an airline merger“. Managerial and Decision Economics, Vol. 36, No. 4, str. 239-255.

28. 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, Vol. 48, No. 1, str. 48-74.
29. Manne, H. G. (1965). „Mergers and the Market for Corporate Control". Journal of Political Economy, Vol. 73, No. 2, str. 110-120.
30. Mawson, S., Brown, R. (2017). „Entrepreneurial acquisitions, open innovation and UK high growth SMEs". Industry and Innovation, Vol. 24, No. 4, str. 382-402.
31. Müller, C. (2021). „Challenges and risks in the due diligence process answered with an innovative approach". HighTech and Innovation Journal, Vol. 2, No. 1, str. 51-66.
32. Porter, M. A. (2004). „The Destruction of Value: AOL Time Warner and the Pitfalls of Strategic Misalignment". Columbia Case Studies in Corporate Finance, Vol. 11, No. 1, str. 55-71.
33. Rao, B. M. (2011). „The Disney-Pixar Acquisition: A Case Study in Creative Synergies and Cultural Preservation". Journal of Business Strategy Case Studies, Vol. 14, No. 2, str. 102-115.
34. Савовић, С. (2017). „Таласи мерџера и аквизиција – узроци и ефекти". Анали Економског факултета у Суботици, вол. 37, стр. 129-142.
35. Savović, S. (2012). „The importance of post-acquisition integration for value creation and success of mergers and acquisitions". Економски хоризонти, вол. 14, бр. 3, стр. 193–205.
36. Вучуревић, С., Митић, Н., Ђорђевић, С. (2025). „Правно-рачуноводствени аспект статусних промена привредних друштава". Трендови у пословању, вол. XIII, бр. 26/2, стр. 52–53.
37. Weber, R. A., Camerer, C. F. (2003). „Cultural conflict and merger failure: An experimental approach". Management Science, Vol. 49, No. 4, str. 400-415.

ПОПИС ОСТАЛЕ ИСТРАЖИВАЧКЕ ГРАЂЕ

I Правни акти (Закони, директиве и одлуке регулатора):

1. Директива 2004/25/ЕЗ Европског парламента и Савета од 21. априла 2004. о понудама за преузимање. *Службени лист Европске уније*, L 142, 30.4.2004, стр. 12-23.
2. Уредба Савета (ЕЗ) бр. 139/2004 од 20. јануара 2004. о контроли концентрација између предузећа. *Службени лист Европске уније*, L 24, 29.1.2004, стр. 1-22.

3. Уредба (ЕУ) 2019/452 Европског парламента и Савета од 19. марта 2019. године о успостављању оквира за скрининг страних директних инвестиција у Унију. *Службени лист Европске уније*, L 79 И, 21.3.2019, стр. 1-14.
4. Federal Trade Commission (USA), *Exxon Corporation and Mobil Corporation*, Case No. 9910077 (1999) – Правно решење о одобрењу хоризонталне концентрације.
5. Закон о облигационим односима. *Службени лист СФРЈ*, бр. 29/78, 39/85, 45/89 - Одлука УСЈ, 57/89; *Службени лист СРЈ*, бр. 31/93; *Службени гласник РС*, бр. 18/2020.
6. Закон о преузимању акционарских друштава. *Службени гласник РС*, бр. 46/2006, 107/2009, 99/2011 - др. закон, 95/2013, 36/2015 і 19/2025.
7. Закон о привредним друштвима. *Службени гласник РС*, бр. 36/2011, 99/2011, 83/2014 - др. закон, 5/2015, 44/2018, 95/2018, 91/2019, 109/2021 и 19/2025.
8. Закон о заштити конкуренције. *Службени гласник РС*, бр. 51/2009 и 95/2013.
9. Закон о раду. *Службени гласник РС*, бр. 24/05, 61/05 - исправка, 54/09, 32/13 - одлука УС, 75/14, 13/17 - одлука УС, 113/17 - алатентно тумачење и 95/18 - аутентично тумачење.
10. Закон о банкама. *Службени гласник РС*, бр. 107/2005, 91/2010 и 14/2015.
11. Закон о електронским комуникацијама. *Службени гласник РС*, бр. 44/2010, 60/2013 и 62/2014.
12. Закон о енергетици. *Службени гласник РС*, бр. 145/2014 и 95/2018.
13. Закон о медијима. *Службени гласник РС*, бр. 83/2014 и 6/2016.

II Стручни извештаји и електронски извори:

1. Агенција за привредне регистре Републике Србије (2025). *Осврт на СТО НАЈ... привредних друштава у 2024. години*. Званична публикација.
2. Atlantic Grupa d.d. (2011). *Annual Report 2010 и Annual Report 2011*. [Electronic version], доступно преко Загребачке берзе на: zse.hr (приступљено: 12.10.2026).
3. Bain & Company (2026). *Global M&A Outlook 2026*. Електронски извештај куће.

4. Exxon Mobil Corporation (2001). *Exxon Mobil Corporation 2000 Annual Report*. [Electronic version], званични финансијски извештај за акционаре, доступно на: exxonmobil.com.
5. EY (2024). *EY Предузетнички барометар*. Београд: Ernst & Young d.o.o.
6. Federal Trade Commission (1999). *FTC Legal Library for Case No. 9910077*. [Electronic version], приступљено са званичног веб-портала Савезне трговинске комисије: ftc.gov (приступљено: 12.10.2026).
7. Karanović & Partners (2024). *Increased Enforcement from the Serbian Competition Authority*. Правна анализа тржишта.
8. McKinsey & Company (2026). *2026 M&A Trends*. Аналитички извештај за тржиште.
9. NLB d.d. (2021). *NLB Group FY 2021 Financial Results (Unaudited)*. Корпоративни извештај.
10. PwC (2026). *Global M&A Industry Trends: 2026 Outlook*. Индустријски преглед.
11. Systema (2026). *M&A Deals and Trends in Europe and the Western Balkans*. Међународна база података.
12. Zunic Law (2026). *M&A Guide Serbia*. (Electronic version), регионални и домаћи правни водич, приступљено са адресе: zuniclaw.com (датум приступања: 12.10.2026).

САЖЕТАК

Рад се бави правним и економским аспектима раста привредног субјекта кроз аквизиције и спајања, са посебним фокусом на процес од *due diligence*-а до постаквизиционе интеграције. Циљ рада је да покаже да правилно планиране и спроведене M&A трансакције омогућавају бржи и одрживији раст у односу на искључиво органски модел, уз нагласак на улогу правних инструмената у очувању вредности и остваривању синергијских ефеката.

У раду су тестиране четири хипотезе: да екстерни раст омогућава брже постизање економије обима (H0); да темељан *due diligence* доприноси бољим пословним резултатима и спречава скривене трошкове (H1); да специфични уговорни механизми штите вредност и стабилност након преузимања (H2); и да квалитет постаквизиционе интеграције представља најјачи предиктор дугорочног стварања вредности (H3).

Истраживање комбинује нормативни метод (анализу домаћег и европског правног оквира) са компаративном анализом студија случаја (регионални и глобални примери успешних и неуспешних трансакција). Резултати квалитативно поткрепљују да успех аквизиција и спајања не зависи само од правног преноса контроле, већ од целовитог управљања процесом - од дубинске анализе, преко уговорног уређења и поштовања регулаторног оквира, до дисциплиноване и културолошки осетљиве постаквизиционе интеграције.

Рад даје теоријски и практични допринос разумевању M&A трансакција у транзиционим економијама, са посебним освртом на правни оквир Републике Србије и процес хармонизације са правом Европске уније.

Кључне речи: аквизиције, спајања, *due diligence*, уговорни механизми, постаквизициона интеграција, синергија, правна сигурност.

ABSTRACT

Legal and Economic Aspects of Business Entity Growth through Acquisitions and Mergers

This master's thesis examines the legal and economic aspects of business growth through mergers and acquisitions (M&A), with particular focus on the process from due diligence to post-merger integration (PMI). The main objective is to demonstrate that properly planned and executed M&A transactions enable faster and more sustainable growth compared to purely organic growth models, emphasizing the role of legal instruments in preserving value and realizing synergies.

Four hypotheses are tested: that external growth enables faster achievement of economies of scale (H0); that thorough due diligence contributes to better business results and prevents hidden costs (H1); that specific contractual mechanisms protect value and stability after the takeover (H2); and that the quality of post-merger integration is the strongest predictor of long-term value creation (H3).

The research combines the normative method (analysis of the Serbian and EU legal framework) with a comparative case study analysis of successful and unsuccessful regional and global transactions. The findings qualitatively support that the success of mergers and acquisitions does not depend solely on the legal transfer of control, but on comprehensive process management – from due diligence, through contractual arrangements and regulatory compliance, to disciplined and culturally sensitive post-merger integration.

The thesis provides both theoretical and practical contributions to the understanding of M&A transactions in transition economies, with reference to the legal framework of the Republic of Serbia and the process of harmonization with EU law.

Keywords: mergers, acquisitions, due diligence, contractual mechanisms, post-merger integration, synergy, legal certainty.

БИОГРАФИЈА

Ивана Живковић је рођена 17. септембра 1973. године у Нишу. Основно образовање и Гимназију „Стеван Сремац“ завршила је са одличним успехом у родном граду. На Правном факултету Универзитета у Нишу апсолвирала је 1997. године, након чега је завршетком првог степена студија стекла диплому VI степена стручне спреме и стручни назив правник. Даље високо образовање наставила је на Факултету за менаџмент у Зајечару, где је завршила четворогодишње студије и стекла диплому високе стручне спреме и звање дипломираног економисте.

Своју професионалну каријеру градила је кроз вишедеценијско богато радно искуство на руководећим позицијама у области корпоративног управљања, привредног пословања и правног консалтинга. На пословима руководиоца Сектора за правне и опште послове успешно је спроводила и координирала комплексне правне процедуре у области статусних промена, уговора у привреди и радноправних односа. У оквиру својих овлашћења, активно је обављала послове правног заступања привредног друштва у споровима пред Привредним судом у Нишу и Основним судом у Нишу, чиме је стекла значајно практично искуство у примени процесног и материјалног привредног права.

Од 2021. године успешно обавља функцију менаџера тржног центра „Forum“ у Нишу, где самостално руководи оперативним и стратешким пословањем овог великог пословног система. Течно се служи енглеским и руским језиком.

Мастер академске студије на Правном факултету Универзитета у Нишу уписала је у оквиру трговинско-правног модула. Израда ове мастер дисертације представља директан резултат тежње да се дугогодишње практично искуство у управљању сложеним привредним системима и правосудној заштити корпоративних интереса научно и нормативно уобличи кроз интердисциплинарну анализу правних и економских аспеката екстерног раста компанија кроз аквизиције и спајања.

ИЗЈАВА О ИСТОВЕТНОСТИ ШТАМПАНОГ И ЕЛЕКТРОНСКОГ ОБЛИКА МАСТЕР РАДА

Име и презиме аутора мастер рада: Ивана Живковић

Наслов мастер рада: Правни и економски аспекти раста привредног субјекта кроз аквизиције и спајања

Ментор: Проф. др Милена Јовановић Zattila

Изјављујем да је електронски облик мастер рада у pdf формату истоветан штампаном облику, који сам предала Правном факултету Универзитета у Нишу.

У Нишу, _____

Потпис аутора

ИЗЈАВА О АУТОРСТВУ И ОДОБРАВАЊУ ОБЈАВЉИВАЊА МАСТЕР РАДА

Изјављујем да мастер рад, под насловом Правни и економски аспекти раста привредног субјекта кроз аквизиције и спајања, пријављен и одбрањен на Правном факултету Универзитета у Нишу:

- представља резултат сопственог истраживачког рада;
- није у целини, нити у деловима с моје стране пријављиван на одбрану на другим факултетима или универзитетима;
- не крши ауторска права или интелектуалну својину других лица.

Дозвољавам да се овај мастер рад чува у библиотеци и објави на сајту Правног факултета Универзитета у Нишу.

Аутор мастер рада:_____

У Нишу, _____

Потпис аутора

_____