

Sukcesja w polskich firmach budownictwa drogowego

W większości polskich firm drogowych udziałowcy powoli zbliżają się do wieku emerytalnego lub już go osiągnęli.

Swoich firm nie mogą jednak prowadzić wiecznie.

Jak poradzić sobie z przeprowadzeniem sukcesji?

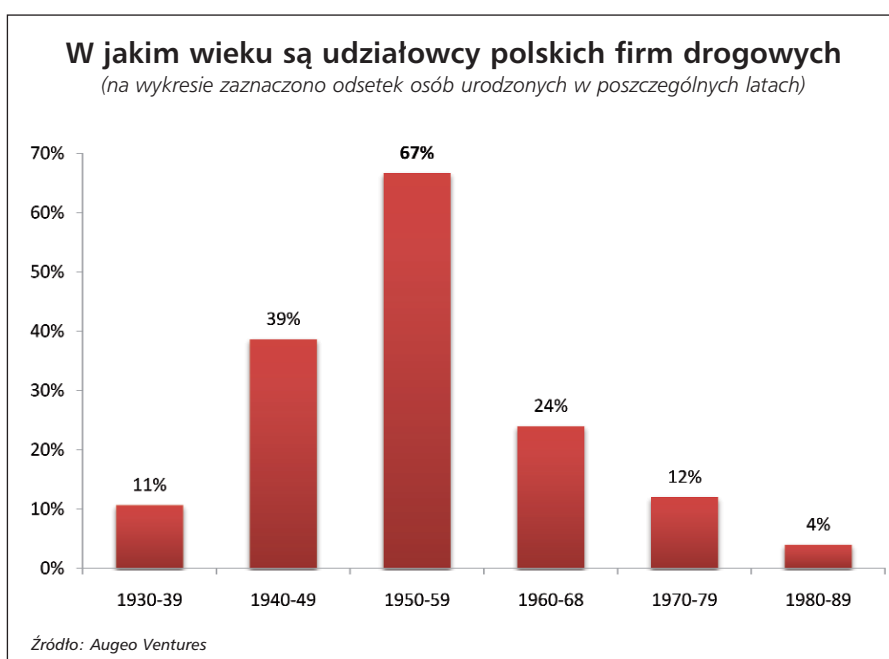
W końcu lat osiemdziesiątych XX stulecia w Polsce pożegnano nieefektywną gospodarkę znaną jako „nakazowo-rozdzielczą” i rozpoczęła się epoka wolnego rynku. Wtedy również nastąpił początek przemian branży budownictwa drogowego. Z jednej strony, powstawały pierwsze firmy prywatne, z drugiej, rozpoczęła się prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych. Od tamtego czasu minęło ponad 20 lat. Młodzi i prężni przedsiębiorcy lat 90. wciąż są w sile wieku i doświadczają największego rozkwitu branży drogowej w swej pamięci. Równocześnie coraz więcej z nich osiąga wiek emerytalny. Jednak czy mogą, tak po prostu, zostawić stworzone przez siebie firmy i odejść na emeryturę?

Obecni zarządzający i właściciele firm drogowych to w większości pięćdziesięcio- i sześćdziesięciolatekowie.

Są oni pierwszym polskim pokoleniem od długiego czasu, które staje przed problemem sukcesji, czyli osobowego i prawnego następcstwa w biznesie. Stoi przed nimi wiele pytań: jak przeprowadzić sukcesję w sposób, który zabezpiecza rodzinny interes, własną przyszłość, a przy tym przyszłość przedsiębiorstwa, które nierzadko stanowi zwieńczenie kilkudziesięciu lat ciężkiej pracy? Co uczynić ze stworzoną firmą i jak przy tym nie zaprzepaścić dorobku firmy, która zapewnia byt dziesiątkom pracowników i ich rodzinom, a klientom – cennie usługi? Zagadnienie sukcesji w Polsce nigdy nie było kwestią równie istotną, co dzisiaj.

Firmy budownictwa drogowego w Polsce i ich właściciele

W Polsce funkcjonuje ponad 400 firm budownictwa drogowego, za-



trudniących 35 tys. pracowników. Największe z nich są notowane na giełdzie lub znajdują się w rękach inwestorów zagranicznych, jednakże właścicielami zdecydowanej większości firm są osoby fizyczne, nierzadko zarządzający firmą i jej pracownicy. Właściciele są zwykle fundamentem przedsiębiorstw, często również osobami, które są w firmie najbardziej doświadczone i trzymają rękę na pulsie biznesu. Łączą w sobie funkcje inżynierskie, budowlane, finansowe i reprezentują firmę na zewnątrz. Ze względu na tę ważną rolę, pytanie o to, jak firma będzie mogła funkcjonować bez nich, gdy zdecydują się na emeryturę lub w inny sposób będą chcieli przekazać kontrolę nad biznesem, jest niezmiernie istotne.

Badanie przeprowadzone przez Augeo Ventures na grupie 70 prywatnych spółek drogowych o przychodach powyżej 30 mln zł w 2008 roku pokazuje, że w większości są one własnością oraz są prowadzone przez osoby urodzone w latach 50. (67 proc. badanych firm ma udziałowców urodzonych w tym okresie). Oznacza to, że osoby te są obecnie między 50. a 60. rokiem życia i powoli zbliżają się do wieku emerytalnego. W 39 proc. spółek właścicielami są osoby urodzone w latach 40., a w 11 proc. przebadanych podmiotów aktywne role sprawują udziałowcy urodzeni nawet w latach 30. Co czwarta firma ma wśród swoich udziałowców osoby urodzone w latach 60., a w 16 proc. spółek można spotkać osoby urodzone po 1970 roku (często są to dorośli dzieci osób, które prywatyzowały lub zakładały te przedsiębiorstwa).

Powyższe dane pokazują, że w najbliższych latach, corocznie, właściciele kilku procent firm drogowych będą wchodzić w wiek emerytalny. Z pewnością nie wszyscy z nich myślą o emeryturze, jednak w zdecydowanej większości przedsiębiorstw będzie następować przekazanie kontroli i zmiana pokoleniowa. Szczyt tego zjawiska prawdopodobnie nastąpi w ciągu najbliższych 5-10 lat, kiedy to

wiek emerytalny będą osiągać roczniki powojennego wyżu demograficznego z lat 50.

Ze względu na kluczową rolę właścicieli, w większości firm drogowych temat sukcesji stanie się powoli zagadnieniem o znaczeniu ogólnokrajowym. Co stanie się z polskim rynkiem, z samymi firmami, gdy obecni właściciele zakończą aktywność zawodową? I przede wszystkim, jakie możliwości stoją przed tymi firmami?

Problem sukcesji

Naturalnym pomysłem na sukcesję jest przekazanie kontroli nad firmą członkom rodziny, najczęściej

trwało pierwszą zmianę pokoleniową, a jedynie 13 proc. drugą zmianę pokoleniową. Tylko jedna czwarta przebadanych firm rodzinnych przy przeprowadzeniu sukcesji korzysta z pomocy zewnętrznych doradców².

Z doświadczeń projektowych Augeo Ventures wynika, że jest kilka głównych czynników, które składają się na takie postępowanie, będące, generalnie, wynikiem niedoceniań wagi problemu. Wśród najważniejszych wymienić należy brak wiedzy na temat problematyki sukcesji, odkładanie jej planowania w czasie, w przekonaniu, że „jeszcze jest czas i teraz nie ma sensu się tym zajmować”. Pojawia się również obawa, że

Strategie sukcesji na przykładzie Kanady

Strategie sukcesji	% ankietowanych firm
Sprzedaż stronie trzeciej	38%
Przekazanie członkom rodziny	30%
Sprzedaż zarządowi/pracownikom	12%
Zakończenie działalności przedsiębiorstwa	9%
Sprzedaż współnikowi	6%
Brak	5%

Źródło: Quantitative Study of the Business Succession Market in Canada (Marzec 2007)

dzieciom. Badanie np. rynku kanadyjskiego pokazuje, że w krajach rozwiniętych nie jest to najczęstszy sposób przeprowadzenia sukcesji (patrz tabela), bowiem najbardziej popularnym sposobem jest sprzedaż firmy stronie trzeciej. Mniej popularną praktyką jest także sprzedaż udziałów współnikowi, zarządowi lub pracownikom. Najrzadszą formą jest natomiast zakończenie działalności przedsiębiorstwa.

W natłoku bieżących problemów oraz codziennych decyzji związanych z funkcjonowaniem firmy, kwestia sukcesji jest często pomijana, bagatelizowana i stale odsuwana na przyszłość. Według raportu PriceWaterhouseCoopers, aż połowa małych firm w krajach rozwiniętych nie ma żadnego planu sukcesji¹. Co więcej, badania wśród amerykańskich przedsiębiorców pokazują, że jedynie 30 proc. małych przedsiębiorstw prze-

młode pokolenie nie będzie potrafiło w pełni zastąpić dotychczasowych właścicieli oraz że nie będzie skłonne do ciężkiej pracy i zaangażowania, co może mieć negatywne konsekwencje dla firmy. Tymczasem, jeśli po rezygnacji właściciela z odgrywania aktywnej roli w firmie nie znajdzie się następca, firma albo straci swój charakter albo zostanie zlikwidowana.

Chociaż niemożliwe jest określenie czasu trwania nowo założonej firmy, wielu przedsiębiorców chciałoby, żeby ich firma istniała kolejne 50 albo i 100 lat. Niewielu zapewne akceptowałoby fakt, że przedsięwzięcie, któremu poświęcili 20 zapewne najlepszych lat swojego życia kończy swój byt wraz z ich odejściem na emeryturę. Wobec takiego scenariusza i przy braku następców, warto zastanowić się, jakie możliwości stoją obecnie przed właścicielami spółek z branży budownictwa drogowego.

➤ Jak przygotować sprzedaż spółki

Ponieważ sprzedaż biznesu jest najpopularniejszym sposobem przeprowadzenia sukcesji, skupimy się na tym wariancie. Sprzedaż firmy jest zazwyczaj trudnym doświadczeniem dla właścicieli. Z jednej strony jest momentem, w którym wyceniany jest kilkudziesięcioletni dorobek właściciela, stanowiący swoiste ukoronowanie wielu lat ciężkiej pracy. Z drugiej strony, oznacza rozstanie się właściciela z ważną częścią dorobku życia. Na dodatek wartość tego dorobku jest skrupulatnie weryfikowana przez nabywcę i jego doradców, którzy nierzadko wytrwale dążą do wskazania okoliczności zmuszających właściciela do obniżenia oczekiwań cenowych. Jak więc sprawnie przekazać własność i władzę w tej sytuacji?

Podjmując decyzję o zakupie przedsiębiorstwa, każdy inwestor (i to zarówno branżowy, jak i finansowy) zwraca uwagę m.in. na:

- branżę, w której spółka funkcjonuje i stopień konkurencyjności jej produktów i usług,
- zasoby ludzkie w firmie i ich potencjał,
- wyniki finansowe spółki,
- strukturę organizacyjną firmy,
- sposób zarządzania spółką,
- potencjał wzrostu,
- potencjał do generowania wolnej gotówki w przyszłości.

Dla świadomego inwestora, który kupuje w rzeczywistości przyszłość firmy, bardzo istotne będą w szczególności dwie ostatnie cechy. To, jaką cenę za udziały będzie skłonny zapłacić inwestor, zależy w dużej mierze od tego, jak oceni spółkę na podstawie przedstawionych mu materiałów. Jeżeli nawet kupującym jest inwestor branżowy, to nie ma on możliwości, aby w bieżącej współpracy biznesowej ocenić wszystkie parametry działalności spółki.

Decyzja inwestora o zakupie firmy poprzedzona jest dokładną jej analizą. Począwszy od majątku, wielkości sprzedaży i ponoszonych kosztów, po-

przez organizację, ryzyka związane z działalnością operacyjną, zobowiązania, a skończywszy na elementach nieuwzględnionych w bilansie. W przypadku firm budownictwa drogowego, szczególnie wnikliwie analizowana jest jakość realizowanych aktualnie kontraktów, ryzyka z nimi związane oraz przewidywana zyskowość projektów. Przed zaoferowaniem firmy inwestorowi, jej właściciele powinni więc dokonać swego audytu właścicielskiego. Taką analizę mogą przeprowadzić sami lub zlecić jej przeprowadzenie zewnętrznej firmie doradczej. Jeżeli potencjalny nabywca zjawi się w firmie, w której nie dokonano takiej analizy i nie wprowadzono w życie płynących z niej wniosków, to jego ocena potencjału wzrostowego spółki, za który będzie skłonny zapłacić, będzie niższa. Przełoży się to negatywnie na gotowość do zapłaty godziwej ceny.

Z tego powodu do transakcji sprzedaży spółki lub wprowadzenia nowego inwestora należy się bardzo starannie przygotować. Doświadczenia uzyskane przy doradztwie firmom drogowym, a także firmom z innych branż wskazują, że należy przede wszystkim:

1. Ustalić „wewnętrzną” wartość firmy – dopiero po rzetelnym i obiektywnym oszacowaniu, ile biznes może być wart dla inwestora, można z przekonaniem negocjować warunki transakcji, w tym cenę. Wskazane jest posiadanie profesjonalnie sporządzonej wyceny firmy, przemyślanej w szczegółach i bez luk logicznych. Pozwoli to uniknąć sytuacji, gdy wskazujemy jako oczekiwaną cenę taką wartość, która jedynie „dobrze wygląda” i upieramy się przy niej. Musimy pamiętać, że negocjacje to wymiana argumentów, a nie oczekiwań.
2. Uporządkować organizację i dokumentację w spółce – przedstawiając potencjalnemu nabywcy uporządkowaną i dobrze zarządzaną spółkę o czytelnej strukturze, przekazujemy wyraźny sygnał o tym, że firma

jest profesjonalnie zorganizowana i minimalne jest ryzyko, że nabywca napotka w spółce np. nieprzejrzyste struktury i powiązania własnościowe, a nie znajdzie np. odpowiedniej dokumentacji przeterminowanych należności lub ochrony patentów i wzorów użytkowych.

3. Przygotować wyjaśnienia trudnych spraw związanych z działalnością firmy – można zaryzykować twierdzenie, że zasadniczo każda organizacja gospodarcza ma w swojej historii takie zdarzenia, które mogą obniżyć jej wartość w oczach inwestora. Takie sytuacje to na przykład niepłacący w terminie odbiorca, nagły wzrost reklamacji, nieopatrznie podpisana umowa powodująca straty finansowe. W trakcie funkcjonowania firmy wiedza o tych zdarzeniach powszednie i właściciel firmy traktuje je jako normalny składnik rzeczywistości biznesowej. Natomiast inwestor ma tendencję do wyolbrzymiania znaczenia takich zdarzeń. W rezultacie zmniejsza się jego skłonność do zaoferowania oczekiwanej ceny. Odpowiednie przygotowanie firmy do transakcji, a właściciela – do udzielenia wiarygodnych odpowiedzi na pytanie o przyczyny zaistnienia niekorzystnych zdarzeń, może to ryzyko znacząco obniżyć.
4. Posiadać efektywną strukturę organizacyjną i jej opis – o wartości firmy stanowią głównie jej menedżerowie i pracownicy. Oni decydują, na ile innowacyjna jest firma, jak zachowa się w kryzysie, jak skutecznie potrafi wykorzystać szanse rozwoju. Struktura organizacyjna określa również reguły postępowania w firmie. Dobrze zaprezentowana struktura zwiększa przekonanie potencjalnego inwestora, że zarząd firmy zdaje sobie sprawę, które osoby są kluczowe dla procesów, umie je docenić, utrzymać i zmotywowować do wydajniejszej pracy i to nie z wyłącznym wykorzystaniem narzędzi finansowych.
5. Znać obiektywną sytuację finansową firmy – pozwala to na meryto-

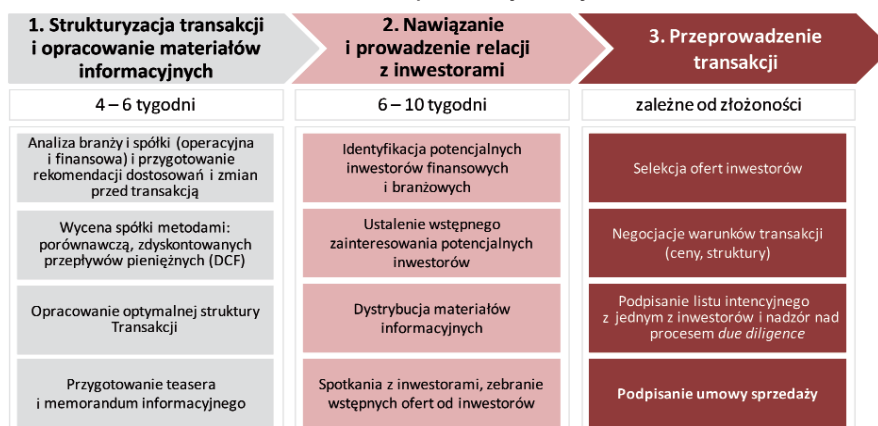
ryczną dyskusję z potencjalnym inwestorem i jego doradcami. Ponadto, analiza finansowa pozwala na poznanie kluczowych czynników decydujących o rentowności oraz zrozumienie ryzyk finansowych.

6. Umieć zaprezentować możliwości rozwoju firmy – zarządy i właściciele mają naturalną tendencję, wynikającą z emocjonalnego stosunku do firmy, do postrzegania przyszłości firmy jedynie w jasnych barwach. Jednak dla inwestora liczą się wyłącznie konkrety. Prognoza dla firmy musi być rzeczowo uмотywowana. Źródła przychodów i możliwości ich zwiększenia zidentyfikowane i opisane. Zarząd musi móc ocenić i zaprezentować jakie są ryzyka dla wzrostu firmy oraz ewentualne „wąskie gardła”. Należy dysponować planem wskazującym, co firma uczyni, gdy zmieni się sytuacja na rynku (wskazane jest posiadanie kilku scenariuszy). Nie można ryzykować próby przekonywania potencjalnego inwestora, że np. sprzedaż będzie rosła o 20 proc. rocznie, tylko dlatego, że tak było w ubiegłym roku.

Jak przeprowadzić sprzedaż

Właściciele firm z branży drogowej mogą sprzedać firmę na jeden z kilku sposobów. Wśród firm drogowych, zwłaszcza tych, które osiągnęły skalę kilkuset milionów złotych rocznych przychodów, popularnym rozwiązaniem jest wejście na giełdę. Indeksy giełdowe wracają powoli do poziomów sprzed kryzysu, co sprawia, że w najbliższym czasie preferowane będzie wprowadzenie firmy na giełdę. Niepisana zasada funkcjonowania warszawskiej giełdy mówi, że wejście na GPW ograniczone jest do firm o przychodach co najmniej 100-150 mln zł rocznie. Co mogą zrobić właściciele firm mniejszych? Mogą sprzedać swoją firmę jednemu z większych graczy na rynku drogowym. Obecnie wiele przedsiębiorstw, zarówno zagranicznych, jak i polskich kupuje firmy drogowe.

Proces sprzedaży firmy



Źródło: Augeo Ventures

Kluczowym zagadnieniem dla większości właścicieli firm planujących sprzedaż jest ustalenie właściwego terminu. Obecny etap cyklu koniunkturalnego nie jest generalnie najkorzystniejszy dla sprzedaży firm, jednak dzięki funduszom europejskim i szybkiemu wzrostowi wydatków państwa na rozwój infrastruktury drogowej, historyczne wyniki wielu firm drogowych są bardzo dobre i przy obecnych poziomach cen uzyskiwanych w przetargach mogą okazać się bardzo trudne do powtórzenia w najbliższych latach. Tym samym odpowiedź na pytanie kiedy sprzedać firmę nie jest jednoznaczna – jeżeli historyczne wyniki firmy są dobre, a obecnie właściciele nie widzą perspektyw na skokowy wzrost przychodów czy zysków, teraz może być jeden z lepszych momentów na sprzedaż spółki.

Proces sprzedaży spółki jest z reguły bardzo czasochłonny. Długość trwania procesu zależy od dwóch czynników: przygotowania transakcji oraz formuły prowadzenia sprzedaży. Opisane wyżej aspekty przygotowania do sprzedaży pozwalają nie tylko uzyskać lepszą cenę sprzedaży inwestorowi, lecz także istotnie skrócić czas potrzebny inwestorowi na dokonanie niezbędnych analiz przedinwestycyjnych. Formuła sprzedaży dająca zwykle najlepsze ceny i równocześnie dyscyplinująca potencjalnych inwestorów jest w swoim przebiegu zbliżona do przetargu,

w którym kilku oferentów jednocześnie walczy o zakup przedsiębiorstwa. Prowadzi to do zaostrzenia konkurencji, a równocześnie dyscyplinuje i pozwala narzucić ramy czasowe poszczególnym oferentom.

Typowy proces sprzedaży może trwać kilka do kilkunastu miesięcy. W pierwszym kroku przygotowuje się dokumenty prezentujące firmę potencjalnym inwestorom oraz identyfikuje podmioty, które mogłyby być zainteresowane zakupem. Na podstawie pozyskanej dokumentacji potencjalni inwestorzy składają oferty. Zwykle 2, czasami 3 podmioty oferujące najlepsze warunki dopuszczane są do przeprowadzenia tzw. *due diligence* (badania spółki pod kątem prawnym, podatkowym, finansowym i środowiskowym), podczas którego doradcy inwestora zapoznają się bardzo szczegółowo z dokumentami sprzedawanej spółki. Po przeprowadzeniu badania *due diligence* inwestor składa wiążącą ofertę zakupu, której warunki zapisywane są następnie w szczegółach w umowie zakupu udziałów.

Często sprzedaż spółki nie kończy się na tym etapie, bowiem inwestorzy mogą wymagać, by dawni właściciele przez pewien czas uczestniczyli w zarządzaniu spółką, np. jako doradcy zarządu bądź członkowie rady nadzorczej. Dodatkowo, wypłata części wynegocjowanej ceny za spółkę może być wstrzymana przez inwestora

- do czasu osiągnięcia wyników finansowych, które były uzgodnione pomiędzy sprzedającym i kupującym oraz zapisane w umowie.

Większość przedsiębiorców w Polsce ma umiarkowane doświadczenie w sprzedaży spółek, a inwestorzy dysponują sztabami fachowców – prawników, doradców finansowych, audytorów, doświadczonych w negocjacjach i przygotowanych do uzyskania najkorzystniejszych dla niego warunków. Wszystko to sprawia, że bardzo ważne jest profesjonalne przygotowanie i przeprowadzenie transakcji sprzedaży, co poważnie wymaga zatrudnienia doradcy finansowego wyspecjalizowanego w fuzjach i przejęciach. Warto również skorzystać z pomocy doświadczonych kancelarii prawnych, które zadbają o sformułowanie korzystnych dla sprzedającego umów oraz doradców podatkowych, którzy opracowują legalne sposoby na zmniejszenie lub odroczenie podatku od zysków kapitałowych. Warto również poznać doświadczenia właścicieli innych firm z branży, którzy sprzedali własne firmy. Pozwoli to uniknąć wielu kosztownych błędów.

*Wealth management*³

– zarządzanie zgromadzonym majątkiem

Równie ważne jak przygotowanie i przeprowadzenie sukcesji, jest to, co dzieje się z po jej zakończeniu. Jeżeli sukcesja wiąże się ze sprzedażą firmy, mamy do czynienia z zamianą jednych aktywów na inne. Przeważnie jest to gotówka, rzadziej udziały w firmie nabywcy lub jedno i drugie w ustalonych uprzednio proporcjach. Nierzadko taka zamiana bywa przyczyną znacznego stresu. Otóż człowiek, który przez kilkadziesiąt lat znakomicie funkcjonował w firmie drogowej, staje się obiektem pożądania wielu instytucji finansowych, konkurujących między sobą o możliwość zagospodarowania jego świeżo pozyskanych aktywów. Nie brak tu i negatywnych przykła-

dów. W 2007 roku przedsiębiorca z Mazowsza osiągnąwszy wiek emerytalny sprzedał swe przedsiębiorstwo z branży metalowej za kwotę 1,4 mln zł. Uzyskane środki zainwestował na Giełdzie Papierów Wartościowych, w przeważającej większości w kontrakty terminowe. Wskutek załamania się koniunktury, stracił większość uzyskanej ze sprzedaży gotówki, pozostając praktycznie bez zabezpieczenia emerytalnego.

W trakcie prowadzenia biznesu, zwykle najlepszym sposobem alokacji aktywów jest własne przedsiębiorstwo i zwiększanie jego wartości. Po zbyciu firmy lub przekazaniu jej kolejnemu pokoleniu istotne staje się jednak, aby w największym stopniu dążyć do zachowania kapitału i uzyskania z niego bezpiecznego dochodu.

Typowymi sposobami lokowania kapitału dla mniejszych przedsiębiorców są nieruchomości lub bezpieczne, płynne aktywa, np. obligacje Skarbu Państwa. W przypadku majątku o wartości powyżej 20 mln zł warto skorzystać z usług instytucji finansowych, krajowych bądź zagranicznych, wyspecjalizowanych w usługach *wealth management*. Co kryje się pod tym pojęciem? Otóż jest to rodzaj planowania finansowego, które zapewnia zamożnym osobom i ich rodzinom efektywne zagospodarowanie aktywów oraz usługi zarządzania inwestycyjnego. Celem takiego planowania jest zapewnienie stałego wzrostu wartości majątku i jakości życia. Usługi w ramach *wealth management* obejmują m.in. zabezpieczenie majątku, optymalizację podatkową oraz zabezpieczenie finansowe dla członków najbliższej rodziny.

Co potem?

Przykład krajów Europy Zachodniej pokazuje, że schematów postępowania w przypadku sukcesji biznesowej może być tyle, ile konkretnych przypadków transferu władzy i własności. Można wskazać natomiast kilka domi-

nujących bądź wartych podkreślenia postaw. Zdecydowanie najczęściej jest przejść z pełnej aktywności zawodowej w stan spoczynku. Oczywiście, są tacy, którzy postanawiają skorzystać z nadmiaru wolnego czasu i wreszcie zrobić to, na co mieli od dawna ochotę, a na co nigdy nie znajdowali czasu. Podróżują, zwiedzają, oddają się swoim hobby albo rodzinie, angażują się silnie w działalność charytatywną, ale prędzej czy później większości zaczyna brakować dawnej aktywności, jaka towarzyszyła kierowaniu firmą.

Z tego powodu ci, którzy sprzedali swoje firmy lub pakiety większościowe, bardzo często w dalszym ciągu towarzyszą stworzonym przez siebie podmiotom. Z reguły z innej perspektywy, jako przewodniczący rady nadzorczej albo doradcy zarządu, nadal starają się wspierać funkcjonowanie firmy dzięki swojemu doświadczeniu i zdobytym umiejętnościom. Przykładem może tu być Bill Gates, który oddał stery swojej firmy w ręce Steva Ballmera, sam zaś przeszedł do pozycji odpowiadającej polskiemu przewodniczącemu rady nadzorczej.

Inni rzucają się w wir nowych wyzwań. Angażują się w działalność nowych, innych spółek, gdzie mają ponownie możliwość sprawdzić się i zbudować nową wartość od początku. I dla nich mechanizm sukcesji może się powtórzyć. Niektórzy, jak choćby Andrzej Blikle, wieloletni właściciel znanej firmy cukierniczej, a obecnie m.in. prezes Zarządu Inicjatywy Firm Rodzinnych, poświęcają się pracy na rzecz różnych stowarzyszeń i fundacji, a jeszcze inni – aktywnie włączają się do polityki.

MARCIN MAJEWSKI,
DARIUSZ M. BUDZEŃ,
PIOTR KUC
Augeo Ventures Sp. z o.o.

¹ Polskie Stowarzyszenie Zarządzania Kadrami, Stan Kapitału Ludzkiego w Polsce, www.pszk.org.pl, 2008.

² Dascher P. E., Jens Jr. W. G., Family business succession planning, *Business Horizons*, Volume 42, Issue 5, September-October 1999.

³ Z ang. – zarządzanie zgromadzonym majątkiem.