

Ehrenfried Pausenberger\*

## PLANOWANIE AKWIZYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

### I. Pojęcie i cele akwizycji przedsiębiorstw

Przez akwizycję przedsiębiorstw rozumie się w niniejszym opracowaniu nabycie praw do dysponowania istniejącymi kombinacjami czynników produkcji. Z punktu widzenia ekonomiki przedsiębiorstwa chodzi tu o proces zewnętrznego wzrostu przedsiębiorstwa (wzrostu de-rywatywnego), stanowiącego przeciwstawienie do wzrostu wewnętrznego, polegającego na kombinacji własnych czynników produkcji.

Wzrost przedsiębiorstw przemysłowych jest z reguły kombinacją wzrostu wewnętrznego i zewnętrznego. Obie te drogi wzrostu wywierają długotrwały wpływ na strukturę i potencjał przedsiębiorstwa. Leżące u podstaw tego procesu decyzje cechuje na ogół duża waga zarówno co do ich wartościowego znaczenia, jak i czasowego działania. Z tych względów zalicza się je do decyzji konstytutywnych.

Stosując kategorie prawne możemy rozróżnić trzy rodzaje akwizycji.

1. Nabycie całych jednostek majątkowych. Polega ona na nabyciu zakładów nie posiadających samodzielności prawnej oraz części innych przedsiębiorstw. Własność dóbr majątkowych zostaje przekazywana pojedynczo.

2. Koncernizacja. Nabywca zdobywa decydujący wpływ na cały stan zasobów danej firmy na drodze uzyskania większości kapitałowej lub większości głosów w przedsiębiorstwie samodzielnym pod względem prawnym (firmie). Przy tworzeniu jednolitego kierownictwa powstaje relacja koncernowa.

---

\* Prof. dr w Uniwersytecie im. Justusa Liebiga w Giessen.

3. Fuzja. Polega ona na połączeniu dwóch (lub większej liczby) firm w nową jedną jednostkę prawną. Proces taki możemy nazywać akwizycją, jeśli chodzi o fuzję przez przyłączenie (wchłonięcie). Natomiast fuzja powstała w wyniku rozwiązania poprzednich przedsiębiorstw i utworzenia w to miejsce jednego nowego przedsiębiorstwa nie może być traktowana jako akwizycja. W tym przypadku bowiem fuzjowane przedsiębiorstwa tracą swoją dotychczasową identyczność.

Cele, jakie chce się osiągnąć na drodze akwizycji, są bardzo zróżnicowane i mogą być skierowane na najróżniejsze efekty. Centralną sprawą jest jednak stworzenie w poszczególnych rzeczowych i finansowych obszarach przedsiębiorstwa potencjałów, zapewniających efekt synergiczny. Specyficzna korzyść akwizycji wyraża się w skokowym, ilościowym i/lub jakościowym powiększeniu zdolności produkcyjnych, co powinno prowadzić do poprawy procesów gospodarczych w przedsiębiorstwie (ekonomia wielkiej skali) oraz do korektury strategicznego profilu przedsiębiorstwa (np. umożliwienie wyższej sprawności innowacyjnej). W porównaniu ze wzrostem wewnętrznym akwizycja zapewnia znaczną oszczędność czasu, a w korzystnych przypadkach także oszczędność kosztów. Odpadają bowiem zarówno: czas potrzebny na budowę nowego obiektu, jak i związanie znacznego kapitału w okresie wznoszenia nowego zakładu, werbunek i przygotowanie nowych pracowników, a także zazwyczaj występujące straty w okresie rozruchu i kosztowne przedsięwzięcia związane z wejściem na rynek względnie z wywalczeniem dodatkowych udziałów w rynku.

Akwizycja wykazuje wiele korzystnych stron dla ekonomiki przedsiębiorstwa także z punktu widzenia oddziaływania na sytuację konkurencyjną. Zdolności produkcyjne, jakie istnieją na danym rynku, nie ulegają (na razie) powiększeniu, następuje jedynie ich przegrupowanie (wird... "umverteilt"), a liczba oferentów danej grupy wyrobów zostaje niezmienną lub - przy poziomym zjednoczeniu przedsiębiorstw - nawet zmniejszona.

## II. Planowanie jako determinanta powodzenia akwizycji

Decyzje o akwizycji oparte są na niepełnych informacjach i w swym charakterze są innowatywne oraz źle strukturyzowalne. Z tego względu są związane z wysokim ryzykiem błędnych decyzji i w prak-

tyce w dużym odsetku okazały się niepowodzeniami<sup>1</sup>. Błędne i zbyt kosztowne akwizycje mogą zagrozić trwaniu danego przedsiębiorstwa. Ostatni kryzys finansowy koncernu AEG sprowadza się w znacznym stopniu do błędnej polityki akwizycyjnej. Wysoką stopę niepowodzeń przy akwizycjach objaśnia się w znacznym stopniu tym, że zbyt wysoko szacowano wstępnie przewidywane korzyści synergiczne, za nisko zaś szacowano koszty integracji. Wynika to z tego, że problem decyzyjny: akwizycja, nie został dostatecznie wnikliwie przemyślany.

Widoki projektu akwizycyjnego dają się znacznie podwyższyć przez systematyczne planowanie. Znajduje to potwierdzenie w szeregu badań empirycznych. J. H. Ansoff z zespołem przebadał 299 akwizycji wśród 93 należących do największych przedsiębiorstw USA, dokonanych w latach 1946-1965. Jako pierwsi znaleźli oni statystycznie wyraźny dowód na tezę, że większe powodzenie wykazują akwizycje planowane niż nieplanowe. Rezultaty finansowe tych pierwszych były nie tylko wyraźnie lepsze, ale nawet z góry przewidywalne, a co za tym idzie związane z mniejszym ryzykiem<sup>2</sup>. Planową akwizycję zakłada (przyjmuje) się wtedy, jeśli większość cech ustalonych przez autorów w postępowaniu decyzyjnym jest spełniona. Na przykład istnienie strategicznego planowania, przedsięwzięcia dla przygotowania planowania, celowe i obszerne poszukiwanie alternatyw itp.

Dla Republiki Federalnej Niemiec te ważne związki zbadał W. P. Möller. W wywiadzie z siłami kierowniczymi 100 przedsiębiorstw produkcyjnych, które dokonały 100 akwizycji w latach 1967-1981, stanowisko J. H. Ansoffa zostało potwierdzone<sup>3</sup>. Spośród akwizycji, które posiadały pisemnie sformułowaną koncepcję strategii, 70% okazało się powodzeniem, gdy tam gdzie nie było tego piśmiennego sformułowania, zaledwie 52% zakończyło się powodzeniem. Również inne badania, zwłaszcza Kilmera, J. Kitchinga i Duhaime'a, doprowadziły do podobnych stwierdzeń.

<sup>1</sup> J. K i t c h i n g, Why do Mergers Miscarry? "Harvard Business Review" 1967, Vol. 4, s. 91; G. M a n d e l k e r, Risk and Return: The Case of Merging Firms, "Journal of Financial Economics" 1974, Vol. 1, s. 303-335; D. C. M ü e l l e r (ed.), The Determinants and Effects of Mergers. An International Comparison, Cambridge (Mass.), Königstein (Ts.) 1980.

<sup>2</sup> I. H. A n s o f f i n., Acquisition Behaviour of U. S. Manufacturing Firms 1946-1965, Nashville 1971, s. 99.

<sup>3</sup> W. P. M ö l l e r, Der Erfolg von Unternehmenszusammenschlüssen, Eine empirische Untersuchung, München 1983, s. 129.

### III. Fazy planowania akwizycji

#### 1. Analiza przedsiębiorstwa i jego otoczenia

Akwizycja, jak każde inne strategiczne przedsięwzięcie, zakłada uprzednią znajomość silnych i słabych stron własnego przedsiębiorstwa oraz szans i ryzyka na ważniejszych rynkach. Z tego względu analiza przedsiębiorstwa i jego otoczenia stanowią pierwszy krok w postępowaniu akwizycyjnym, z którego nie wolno rezygnować.

Analiza sytuacji wyjściowej przechodzi w rozpoznanie strategicznych silnych i słabych stron w porównaniu z konkurentami i klientami. Między ustalonym rzeczywistym profilem przedsiębiorstwa a wyprowadzonym pożądanym profilem istnieje zazwyczaj luka, którą należy zlikwidować na drodze odpowiednich strategicznych przedsięwzięć. W zależności od charakterystycznych dla danego, indywidualnego przedsiębiorstwa profili realnych i poświadanych można wyprowadzić następujące kierunki wzrostu:

- penetracja rynku (Marktdurchdringung), oznaczająca wzrost obrotu istniejącymi produktami na dotychczasowych rynkach;
- rozwój rynku (Marktentwicklung), rozumiany jako wzrost obrotu dotychczasowymi produktami na nowych (geograficznie) rynkach;
- rozwój produktów (Produktentwicklung), polegający na zwiększeniu obrotów przez nowe produkty na dotychczasowych rynkach;
- dywersyfikacja, oznaczająca wzrost obrotów przez wprowadzenie nowych produktów na nowe rynki.

Dla pełnego wyjaśnienia celu wzrostu są potrzebne także dane dotyczące rozmiarów i czasookresu wzrostu. Dochodzi do tego ustalenie drogi wzrostu, tzn. wybór między wzrostem wewnętrznym a zewnętrznym względnie kombinacją obu tych dróg.

Jeśli istnieją określone, wyraźne bariery wewnętrznego wzrostu (słabość zarządzania, brak technologicznego lub marketingowego know-how itp.) albo sytuacja rynkowa czy konkurencyjna nie pozwalają na czasową zwłokę, wtedy kierownictwo przedsiębiorstwa winno zdecydować się na drogę wzrostu zewnętrznego.

Wyprowadzona z analizy przedsiębiorstwa i jego otoczenia strategiczna koncepcja winna zawierać kombinację relacji produkty-rynek, w których to relacjach zamierza się realizować wzrost przedsiębiorstwa.

## 2. Poszukiwanie i wybór przedmiotu akwizycji

Ten proces poszukiwania i wyboru składa się w zasadzie z trzech kroków.

1. Ustalenie profilu poszukiwanego obiektu. Poszczególne cechy poszukiwanego przedmiotu akwizycji można wyrazić w profilu poszukiwania (Suchprofil), z którym to profilem (wzorcem, modelem) następnie porównuje się potencjalne przedmioty akwizycji. Poszczególnym cechom należy przy tym przypisywać zróżnicowaną wagę. Skala sięgać może od cech niezbędnych (tzw. kryteria K. O.) do właściwości, których sobie życzymy, ale które nie są niezbędne. W swej rzeczowej treści cechy te mają silny indywidualny dla danego przedsiębiorstwa charakter. Na ogół stosuje się następujące podstawowe kryteria: branża, struktura asortymentowa, udział w rynku, wielkość przedsiębiorstwa itp. Szczególny nacisk kłaść należy na niepodjęrzewalność pod względem konkurencyjnym (kontrola fuzji), wiążącą się z określonymi kryteriami dotyczącymi wielkości przedsiębiorstwa i jego udziału w rynku (§ 23 i nast. ustawy w sprawie konkurencji).

2. Uzyskiwanie informacji. Natrafia to na ogół na trudności (mniej w USA, bardziej w RFN), spowodowane niedostateczną przejrzystością rynku dla poszczególnych przedsiębiorstw. Tym bardziej więc należy opierać się na aktywnej postawie poszukiwawczej przez systematyczne wyszukiwanie obiektów akwizycji, a nie tylko na oczekiwaniu na oferty i reagowaniu dopiero na nie. Jako źródło informacji wchodzi w grę: instytucje kredytowe, maklerzy przedsiębiorstw, doradcy przedsiębiorstw, izby przemysłowo-handlowe, gazety etc.

3. Wybór właściwego obiektu akwizycji. Prawie zawsze liczba potencjalnych obiektów akwizycji jest tak duża i zapewnia taki wybór, że nie wszystkie z nich mogą zostać poddane szczegółowej analizie i wartościowaniu. Z tego względu zaleca się sukcesywny proces selekcyjny, prowadzący od wyboru powierzchownego (opartego o ustalenie, czy dane obiekty posiadają cechy niezbędne) do szczegółowych analiz i ocen oraz dokonania wyboru. Korzyści takiego postępowania wyrażają się w zmniejszonym zapotrzebowaniu informacyjnym w pierwszych fazach, co daje oszczędności kosztów i czasu. W ramach analizy szczegółowej bardzo przydatne w praktyce okazuje się zastosowanie szczegółowych arkuszy ocen (list analityczno-kontrolnych), tzw. Checklist.

Szczegółowe wartościowanie przedsiębiorstw dokonywane jest dopiero dla alternatyw, jakie pozostawiono dla końcowej fazy wyboru. Pozwala to na określenie hierarchii ich zalet. Z punktu widzenia nabywającego, teoretycznie prawidłowa wartość przedsiębiorstwa określona może być jako różnica między wartością gotówkową przyszłych nadwyżek wpłat zjednoczonych przedsiębiorstw a wartością przedsiębiorstwa nabywcy, jaka miałaby miejsce bez akwizycji.

### 3. Planowanie przeprowadzania (fazy realizacyjnej) akwizycji

Przy przeprowadzaniu (realizacji) akwizycji należy rozróżnić trzy wymiary: prawny, finansowy i ekonomiczno-organizacyjny.

A. W zależności od natury prawnej i struktury własnościowej obiektu akwizycyjnego, jak i od zamierzonej intensywności integracyjnej określony zostaje prawny rodzaj akwizycji. Skoncernowanie i fuzja zakładają prawną samodzielność obiektu objętego akwizycją. Przy nabyciu praw udziałowych (skoncernowanie) można wymienić trzy zasadnicze drogi:

1. Zakup poprzez giełdę jest możliwy tylko w przypadku małej części spółek akcyjnych i towarzystw komandytowych na akcje, których akcje są notowane na giełdzie. W korzystnym przypadku posiadanie akcji jest szeroko rozproszone. Szczególne problemy planistyczne dotyczą sposobu postępowania oraz czasowego rozkładania się procesu nabywania akcji.

2. Publiczne oferty przejęcia, szeroko popularne zwłaszcza w USA. Udziałowcom kandydata do akwizycji udostępnia się na drodze publikacji prasowej ofertę zakupu. Jednak oficjalne podanie do wiadomości zamiaru przejęcia jest często czynnikiem utrudniającym akwizycję. Zarząd kandydata do zakupu rozwijać może bowiem strategie obronne, a jednocześnie pojawiają się inni zainteresowani tym obiektem zakupu i zgłaszając własne oferty "podbijają" cenę przejęcia itd.

3. Pertraktacje z udziałowcami obiektu akwizycji. Stanowią one bardzo często drogę wejścia w posiadanie. W bezpośrednich pertraktacjach z udziałowcami (większościowymi) kandydata do zakupu można indywidualnie porozumieć się co do warunków przejęcia. Zakup przebiega wtedy z reguły bez zbyt dużego zainteresowania ze strony publiczności itp.

W przypadku fuzji należy rozróżniać drogi jednostkowego następstwa prawnego i łącznego następstwa prawnego. Przeniesienie masy majątkowej przy jednostkowym następstwie jest kłopotliwe i mniej korzystne ze względów podatkowych. Dla określonych, ustawowo zdefiniowanych przypadków z tego względu dopuszczalne jest przeniesienie masy majątkowej *uno actu* (np. w prawie akcyjnym, ustawie o przekształceniach formy, ustawie o zwiększeniu kapitału i w innych specjalnych ustawach).

W rzeczywistości fuzja jako forma wzrostu zewnętrznego nie odgrywa prawie żadnej roli. W RFN w więcej niż 90% przypadków już przed fuzją istnieją między partnerami relacje koncernowe<sup>4</sup>.

B. Dla wysokości, rodzaju i struktury czasowej zapotrzebowania kapitałowego akwizycji, decydująca jest - obok wartości obiektu akwizycji - forma prawna zjednoczenia. Przy scaleniu o charakterze prawa akcyjnego obowiązuje (zgodnie z § 339 ustawy o spółkach akcyjnych) odszkodowanie w postaci udziałów towarzystwa przejmującego, wobec czego w momencie nabycia nie następuje żaden odpływ środków płatniczych. Natomiast nabycie poprzez giełdę zawsze jest związane z wypłatą. Potrzebne środki mogą - wobec zmienności kursów giełdowych - być tylko szacowane, zwłaszcza dlatego, że kurs akcji obiektu zakupywanego z reguły w czasie procesu akwizycyjnego rośnie. Również przy publicznych ofertach przejęcia istnieje do upływu terminu zadeklarowania się przez udziałowców danego obiektu duża niepewność co do dojścia zakupu do skutku oraz co do wysokości potrzebnego kapitału. Najwięcej swobodnego pola działania dla indywidualnego kształtowania postępowania przy nabywaniu (sukcesywne zdobywanie udziałów, warunki płatności itp.) ma się przy bezpośrednich pertraktacjach.

Dla zgromadzenia potrzebnych środków można w zasadzie brać wszystkie alternatywy finansowania pod uwagę. Warto wspomnieć tu o nasilającym się ostatnio stosowaniu postępowania "leveraged-buy-out", formie obcego finansowania, przy której przewidziany jest *Cash flow*<sup>5</sup> obiektu akwizycji dla płatności umorzeń i odsetek.

<sup>4</sup> K. K ü t i n g, *Unternehmerische Wachstumspolitik. Eine Analyse unternehmerischer Wachstumsentscheidungen und die Wachstumsstrategien deutscher Unternehmungen*, Berlin 1980, s. 256.

<sup>5</sup> Pojęcie "Cash Flow" wywodzi się z finansowych kategorii pojęciowych. Jest ono ściśle związane z pojęciem własnych środków względ-

Aspekt planistyczny ma szczególne znaczenie przy przygotowaniu ekonomiczno-organizacyjnej integracji obiektu akwizycji w przedsiębiorstwie. To jest warunkiem osiągnięcia zamierzonego w wyniku akwizycji efektu synergicznego. Przez wyeliminowanie lub zapobieganie dublowania pracy względnie wzajemnie się neutralizującej działalności, wyższą specjalizację i koncentrację oraz uzupełnienie dotychczas zdecentralizowanych zasobów można bardziej efektywnie ukształtować procesy zachodzące w przedsiębiorstwie. Należy przy tym pamiętać, że intensywność integracji oraz liczba pól integrowania jest w znacznym stopniu określona przez kierunek wzrostu. Z narastaniem "pokrewieństwa" obu integrowanych zakładów w zakresie gospodarczo-produkcyjnej działalności nabiera na sile potrzeba integrowania. Potrzeba ta jest najniższa przy połączeniach konglomeratowych, najwyższa przy pionowym zjednoczeniu przedsiębiorstwa.

Integracja dwóch dotąd samodzielnych przedsiębiorstw zmusza do zharmonizowania dwóch kultur przedsiębiorstwa, dwóch systemów celów gospodarczych, dwóch koncepcji polityki personalnej itp. i czyni niezbędną zmianę struktury zadaniowej i kompetencyjnej. Zmiany te stawiają współpracowników przed problemem dopasowania się, co na ogół wywołuje poczucie niepewności. Dla zapobiegnięcia temu duchowemu oporowi współpracowników i w ogóle dla ograniczenia strat związanych z tarciami okresu integracji należy objętych nią informować już w fazie planowania oraz włączyć ich w proces decyzyjny. W tej dziedzinie skuteczne okazało się w praktyce stosowanie koncepcji tzw. planowania zmian organizacyjnych Planned Organizational Change<sup>6</sup>.

#### IV. Nosiciele (podmioty) planowania akwizycji

Zadania planowania akwizycji są podejmowane przez: różne komórki przedsiębiorstwa, kierownictwo przedsiębiorstwa względnie okreś-

---

nie z wolumenem wewnętrznego finansowania. W analizie bilansu "Cash Flow" stosuje się jednak nie tyle do charakteryzowania sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, co jako wskaźnik siły dochodowej. Ma on więc podwójne zastosowanie. W analizie bilansu spotyka się kilka wersji obliczania Cash Flow, podajemy jedną z nich: Zysk bilansowy + powiększenie rezerw - podjęcie z rezerw + odpisy = Cash Flow

<sup>6</sup> W. G. B e n n i s, Changing Organizations, New York 1966, s. 82.



lonej grupy wyrobów (części przedsiębiorstwa), komórki sztabowe, a także w razie potrzeby przez powołane kolegia lub zespoły projektowe (grupy robocze). Ich rola w procesie planowania zmienia się od fazy do fazy.

Jak przy każdej działalności planistycznej również przy planowaniu akwizycji poważna rola przypada odpowiednim komórkom sztabowym: zbieranie i przygotowywanie informacji dla analizy przedsiębiorstwa i analizy otoczenia, przygotowanie profilu poszukiwawczego dla obiektu akwizycji, poszukiwanie, wstępny wybór i wartościowanie alternatyw akwizycyjnych, aż do opracowania propozycji dojrzałych do przedstawienia ich jako postawę decyzji.

W ramach planowania realizacji samego procesu akwizycji komórki prawne, finansowe i podatkowe pełnią zadania doradcze i przygotowawcze. Przy przygotowaniu ekonomiczno-organizacyjnej integracji prowadzącą rolę powinny odgrywać komórki organizacyjne. W zależności od ważności poszczególnych problemów, w miarę potrzeby włącza się odpowiednie komórki fachowe (np. służby produkcyjne, techniczne, zbytu, zaopatrzenia, personalne itp.).

Zadaniem naczelnego kierownictwa przedsiębiorstwa jest uruchomienie procesu akwizycji i sterowania nim w oparciu o całościową strategiczną koncepcję przedsiębiorstwa. Szczególne znaczenie ma tu jakość potencjału zarządzania (kadry kierowniczej, zarządu) i od niej w dużym stopniu zależy powodzenie procesów wzrostu. Z tym wiąże się empirycznie udowodnione stwierdzenie, że akwizycja tym łatwiej osiąga powodzenie, im bardziej zarząd przedsiębiorstwa włączony jest w proces planowania.

Szczególną cechą planowania akwizycyjnego jest, że silniej niż w innych obiektach planowania włącza się w ten proces doradców zewnętrznych. To dotyczy już fazy poszukiwania, w której maklarzy przedsiębiorstw i instytucji kredytowe (banki kredytowe) wyszukują obiekty, wchodzące potencjalnie w rachubę. Dla nawiązania kontaktów włącza się także zewnętrzne instytucje, zwłaszcza jeśli przedsiębiorstwo gotowe do kupna pragnie pozostać anonimowe. Do wyceny i wartościowania korzysta się najczęściej z kompetencji niezależnych ekspertów kontroli gospodarczej. Eksperti zewnętrzni są też bardzo pomocni jako istotny czynnik, ułatwiający w gremiach decyzyjnych przedsiębiorstwa przeprowadzenie zamierzeń akwizycyjnych oraz zwią-

szenie gotowości akceptacyjnej danego zamiaru akwizycyjnego przez współpracowników (rola tzw. merger managers).

Ehrenfried Pausenberger

PLANNING OF ACQUISITION OF ENTERPRISES

The author presents four groups of problems in this paper. First, he discusses the concept and goals of an acquisition of enterprises showing economies it provides and its positive influence on an enterprise's competitiveness. Secondly, planning has been analyzed as a factor determining success or failure of an acquisition. The findings of numerous empirical studies have been described here. The third group of problems encompasses the stages of planning an acquisition, analysis of an enterprise and its environment, search for and choice of an object of an acquisition and its realization. Fourthly, there are discussed tasks and roles of particular subjects planning an acquisition: the management of enterprise, its headquarters, and colleges or project groups set up in case of necessity.