

Piotr Białow

**PROBLEMATYKA RESTRUKTURYZACJI
ORAZ WZROSTU EFEKTYWNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA
NA PRZYKŁADZIE WYBRANYCH PODMIOTÓW
SEKTORA ELEKTROENERGETYCZNEGO W POLSCE
– PRÓBA PODSUMOWANIA OSTATNICH LAT
REORGANIZACJI PRZEDSIĘBIORSTW**

1. Wstęp

Sektor energetyczny w Polsce ulega w ostatnich latach silnym przeobrażeniom. Warto zauważyć, że zmiany, które go dotyczą, są niejednolite i dynamiczne. Przejawem tego są kolejne wersje programów rozwoju sektora energetycznego, mające w założeniu wzrost efektywności funkcjonowania podmiotów tego sektora, wprowadzające jednak zróżnicowane modele jego rozwoju. Przykładem może być realizacja w najnowszym programie rządowym konsolidacji pionowej, bardzo słusznej z biznesowego punktu widzenia, jednak pojawiającej się bezpośrednio po procesie konsolidacji poziomej podmiotów sektora. Należy mieć świadomość, że realizacja zmian restrukturyzacyjnych w trakcie trwającej jeszcze fazy integracyjnej podmiotów jest bardzo trudna do przeprowadzenia.

Do głównych dokumentów określających politykę państwa, opracowywanych w ostatnich latach można zaliczyć:

1. „Aktualizację programu wprowadzania konkurencyjnego rynku energii elektrycznej w Polsce” (przyjętą przez Radę Ministrów 28 stycznia 2003 r.),
2. „Program realizacji polityki właścicielskiej Ministra Skarbu Państwa w odniesieniu do sektora elektroenergetycznego” (przyjęty przez Radę Ministrów 28 stycznia 2003 r.),
3. „Politykę energetyczną Polski do 2025 roku” (przyjętą przez Radę Ministrów 4 stycznia 2005 r., jako jedną ze strategii sektorowych do Narodowego Planu Rozwoju na lata 2007-2013),

4. „Aktualizację programu realizacji polityki właścicielskiej Ministra Skarbu Państwa w odniesieniu do sektora elektroenergetycznego” (przyjętą przez Radę Ministrów 7 czerwca 2005 r.).

W efekcie funkcjonowania dotychczasowych programów rządowych dotyczących rynku elektroenergetycznego nastąpiła jego konsolidacja i prywatyzacja, a mianowicie:

1. Utworzono sześć skonsolidowanych, ponadregionalnych grup obrotu i dystrybucji energii elektrycznej, tj.: Eneę SA, EnergiaPro Koncern Energetyczny SA, Enion SA, Koncern Energetyczny Energa SA oraz Wschodnią Grupę Energetyczną SA.

2. Sprywatyzowano dwa przedsiębiorstwa obrotu i dystrybucji energii elektrycznej (Górnośląski Zakład Elektroenergetyczny SA i Stoen SA).

3. Utworzono dwie duże grupy paliwowo-energetyczne BOT GiE SA oraz PKE SA, w skład których wchodzi również kopalnie węgla.

4. Sprywatyzowano cztery elektrownie zawodowe: Zespół Elektrowni Pątnów–Adamów–Konin SA, Elektrownię Rybnik SA, Elektrownię Połaniec SA oraz Elektrownię Skawina SA.

5. Sprywatyzowano jedenaście elektrociepłowni zawodowych.

W związku z tym, że obecny rząd krytycznie ocenia dotychczasowe, prowadzące do wzrostu efektywności sektora zmiany, 28 marca 2006 r. Rada Ministrów przyjęła do realizacji „Program dla elektroenergetyki”, który zastąpił obowiązujące dotychczas dokumenty programu rozwoju dotyczące sektora elektroenergetycznego. Do bieżących celów obecnego programu można zaliczyć:

1) obniżkę kosztów wytwarzania, przesyłania i dystrybucji energii elektrycznej oraz zwiększenie efektywności działania przedsiębiorstw energetycznych poprzez budowę konkurencyjnego rynku energii elektrycznej i stworzenie warunków do działania mechanizmów rynkowych w obszarze wytwarzania i handlu energią elektryczną oraz skutecznej regulacji działalności sieciowej,

2) zwiększenie niezawodności dostaw energii elektrycznej dla odbiorców oraz realizację zrównoważonego rozwoju gospodarki poprzez wykreowanie silnych organizacyjnie i kapitałowo podmiotów, zdolnych do konkurowania z międzynarodowymi koncernami energetycznymi i realizacji inwestycji odtworzeniowych i rozwojowych,

3) ograniczenie oddziaływania sektora na środowisko zgodnie ze zobowiązaniami traktatu akcesyjnego i dyrektywami Unii Europejskiej, poprzez promocję rozwoju odnawialnych źródeł energii i wprowadzenie proekologicznych mechanizmów rynkowych.

Warto zauważyć, że równolegle do działań wynikających z bieżącego programu muszą być rozwiązane także inne kwestie – natury prawnej, organizacyjnej i biznesowej – szczegółowo określone w dalszej części artykułu.

2. Główne przesłanki zmian formalnoprawnych w sektorze energetycznym

2.1. Przesłanki zmian wynikające z bliższego i dalszego otoczenia prawnego podmiotów

Należy zwrócić uwagę, że przed spółkami dystrybucyjnymi energii elektrycznej stoją szczególnie trudne zadania w obszarze organizacyjno-prawnym. W odróżnieniu od podmiotów wytwórczych podmioty podsektora dystrybucji były konsolidowane w oparciu o tryb inkorporacji, poprzez przeniesienie majątku wszystkich podmiotów tworzących daną grupę energetyczną na jeden wybrany podmiot konsolidujący. Dodatkowo procesy te miały miejsce stosunkowo niedawno¹. Tryb inkorporacji oraz powstanie w jego wyniku przedsiębiorstwa o strukturze koncernowej powodują dużo większe reperkusje w sferze zarządczej i organizacyjnej w przedsiębiorstwie aniżeli powstanie podmiotu w wyniku przeniesienia akcji do nowej „konsolidującej” spółki i powstanie struktury holdingowej, jak to miało miejsce w przypadku Grupy BOT. Przyjęcie struktury koncernowej powoduje, że dla pełnej integracji przedsiębiorstwa potrzeba więcej czasu i większej pracowitości. Warto jednak także mieć na uwadze to, że struktury koncernowe są z reguły bardziej efektywne aniżeli struktury holdingowe. Odnosząc się do krytyki programu rządowego z roku 2003, inicjującego proces konsolidacji poziomej spółek sektora energetycznego, warto zauważyć, że koszty jego realizacji musiały zostać poniesione ze względu na rozproszenie (przed rokiem 2003) spółek dystrybucyjnych w postaci trzydziestu trzech zakładów energetycznych. Z powodu budowy dużych grup energetycznych zintegrowanych pionowo musiało dojść do konsolidacji poziomej.

Kolejnym ważnym czynnikiem, który w ostatnich latach bardzo silnie wpłynął na sytuację spółek sektora², jest Dyrektywa 2005/54/EC oraz art. 9d Ustawy z dnia 10 kwietnia 1997 roku *Prawo energetyczne* dotyczący rozdzielenia działalności dystrybucyjnej od działalności obrotu energią elektryczną. Jak wiadomo, wymieniona regulacja ma mieć wpływ na pełne uwolnienie rynku od 1 lipca 2007 r. oraz na zainicjowanie konkurencji w sektorze. W związku z opisywaną regulacją pojawiły się problemy wynikające z niewielkiej świadomości odbiorców co do możliwości zmiany sprzedawcy³, co można było wnioskować na podstawie dotychczasowej bardzo niskiej liczby odbiorców instytucjonalnych, którzy chcieli uzyskać

¹ Na przykład Enea SA powstała w roku 2003, EnergiaPro Koncern Energetyczny SA – w roku 2004, Enion SA – w roku 2005.

² Dotyczy spółek dystrybucyjnych energii elektrycznej.

³ Jak wykazują badania przeprowadzone w pierwszej połowie 2007 r. bezpośrednio przed uwolnieniem cen energii elektrycznej około 80% odbiorców nie miało świadomości możliwości wyboru dostawcy energii.

status odbiorcy TPA (odbiorca TPA – oznacza takiego odbiorcę, który zrezygnował z usług taryfowych i stał się uczestnikiem rynku energii). Warto zauważyć, że w niektórych okresach i na terenie niektórych spółek dystrybucyjnych bardziej opłacało się być odbiorcą taryfowym aniżeli odbiorcą TPA!

Odchodząc od problematyki ekonomicznych aspektów zmiany dostawcy energii, w zakresie dostosowania do dyrektywy 2003/54/EC należy zwrócić uwagę, iż samo dostosowanie organizacyjne i prawne podmiotów dystrybucyjnych było w ostatnich latach jednym z ważniejszych problemów dla podmiotów podsektora dystrybucji. Problemy te wynikały z następujących czynników:

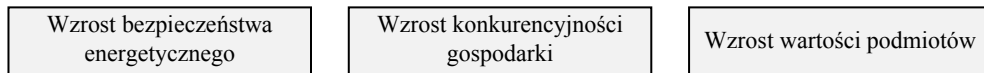
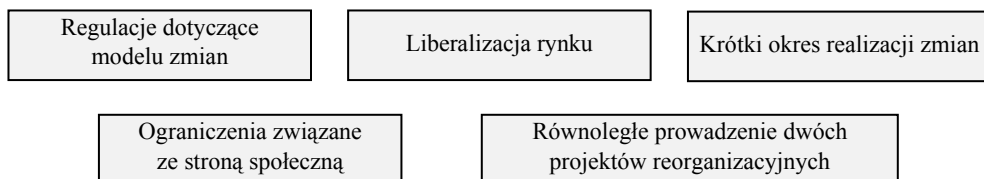
- z braku jednoznacznych decyzji właścicielskich dotyczących modelu realizacji zmian organizacyjnych w funkcjonowaniu operatora systemu dystrybucyjnego,
- z trudności społecznych w zakresie realizacji jakiegokolwiek modelu dostosowania do wymogów dyrektywy,
- z radykalnych zmian personalnych na kluczowych stanowiskach w spółkach sektora energetycznego,
- z powodu bardzo dużego wpływu planowanych zmian na sferę organizacyjną podmiotów.

Wydaje się, że dodatkowym czynnikiem była także obawa, o skutki podejmowanych decyzji ze strony organów spółek, powodująca odsuwanie decyzji oraz dążenie do ograniczenia zmian do poziomu kosmetycznego – bez uwzględnienia kryteriów ekonomicznych oraz rynkowych. W wielu wypadkach obawy przed silną restrukturyzacją przedsiębiorstw mogły być uzasadnione złymi doświadczeniami związanymi z oceną konsolidacji poziomej zakładów energetycznych przez Najwyższą Izbę Kontroli⁴. Jako przykład można podać krytyczne podejście do podpisanych umów społecznych oraz premii konsolidacyjnej podczas procesu konsolidacji poziomej (zarówno wśród spółek dystrybucyjnych, jak i podmiotów wytwórczych)⁵. W praktyce podpisanie gwarancji zatrudnienia (umów społecznych) oraz wypłacenie tzw. premii konsolidacyjnych było warunkiem uzyskania akceptacji dla jednej z największych zmian konsolidacyjnych w historii energetyki przez stronę społeczną i nie powinno być przedmiotem krytyki. Faktem jest jednak, że umowy społeczne wpływają istotnie na zmniejszenie wartości spółek ze względu na tzw. przerost zatrudnienia w sektorze.

Szczegółowe zagadnienie oceny wartości podmiotów jest opisane w dalszej części opracowania. Według autora istotnym elementem wpływającym na raczej mało efektywne działania związane z wydzieleniem operatorów systemów dystrybucyjnych były różnice celów i interesów organów nadzorujących podmioty sektora. Jako przykład można podać, że dla Urzędu Regulacji Energetyki najważniejsze

⁴ Informacja o wynikach kontroli restrukturyzacji i przekształceń własnościowych w sektorze elektroenergetycznym – dokument Najwyższej Izby Kontroli, Warszawa, wrzesień 2006.

⁵ Łączny koszt premii konsolidacyjnej dla podmiotów BOT, PKE, Energa, EnergiaPro oraz Enion wyniósł około 300 mln zł.

Nadrzędne cele strategiczne:**Ograniczenia:**

Rys. 1. Nadrzędne cele strategiczne oraz ograniczenia dotyczące sektora energetycznego

Źródło: opracowanie własne.

było, aby zmiany były w pełni zgodne z dyrektywą UE, podczas gdy Ministerstwo Skarbu Państwa, nie kwestionując zgodności z regulacjami prawnymi, dbało (co jest naturalne) o zwiększenie wartości reorganizowanych spółek przed ich planowanym debiutem giełdowym. Warto jeszcze wspomnieć, że aspekt tzw. bezpieczeństwa energetycznego był szczególnie istotny (co oczywiste, biorąc pod uwagę działania statutowe) dla Ministerstwa Gospodarki. Na rysunku 1 przedstawione zostały główne cele rozwoju sektora oraz ograniczenia towarzyszące zmianom realizowanym w sektorze energetycznym w Polsce.

2.2. Prawne aspekty wydzielenia operatora systemu dystrybucyjnego (OSD)

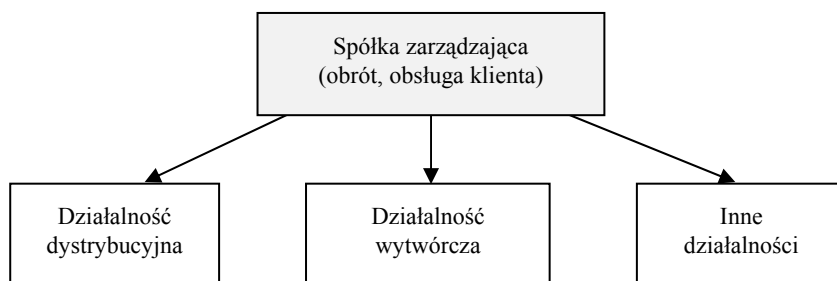
Niezależnie od braku jednoznacznych wytycznych oraz decyzji właścicielskich działania spółek dystrybucyjnych w zakresie wydzielenia OSD do roku 2007 koncentrowały się wokół następujących projektów reorganizacyjnych:

- wydzielenie (aportowe) działalności dystrybucyjnej w formie spółki zależnej,
- wydzielenia (aportowe) działalności obrotu w formie spółki zależnej.
- podział przedsiębiorstwa w trybie artykułu 529 kodeksu spółek handlowych.

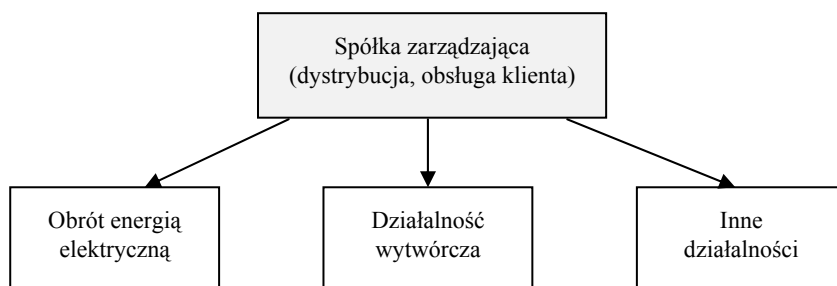
Uproszczona struktura podmiotów sektora w wyniku realizacji poszczególnych trybów restrukturyzacji została przedstawiona na rys. 2. Trzeba zwrócić uwagę na to, że wszystkie przedstawione modele wydzielenia OSD miały swoje wady i zalety. Należy pokreślić, że scenariusz drugi w opinii autora ma jedną z najpoważniejszych wad: nie można uznać go za spełniający wymagania prawne noty interpretacyjnej do omawianej w opracowaniu dyrektywy w zakresie rozdzielenia działalności obrotu od dystrybucji. Jak pokazały doświadczenia ostatnich miesięcy,

wiele spółek dystrybucyjnych jednak wybrało taki właśnie model rozdzielenia działalności. Charakterystyka modeli z uwzględnieniem wad i zalet poszczególnych rozwiązań została przedstawiona w tab. 1.

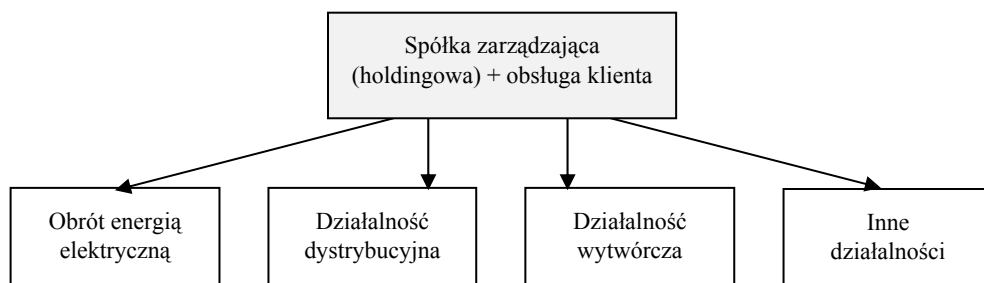
Scenariusz a



Scenariusz b



Scenariusz c



Rys. 2. Ogólna struktura organizacyjna firm w wyniku realizacji trzech scenariuszy wydzielenia OSD

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. Charakterystyka głównych scenariuszy wydzielenia operatora systemu dystrybucyjnego

Scenariusz utworzenia OSD	Wady	Zalety
1	2	3
Wydzielenie aportowe działalności dystrybucyjnej (scenariusz a)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Duże skomplikowanie projektu (długi okres realizacji). 2. Problemy z nieuporządkowaniem stanu prawnego nieruchomości (brak wpisów do ksiąg wieczystych – problem niejako naturalny, związany z niedawną konsolidacją poziomą, a co za tym idzie, z systematycznym aktualizowaniem wpisów do ksiąg wieczystych; skala problemu szczególnie duża we wschodniej części kraju). 3. Konieczność wyceny dużej ilości majątku. 4. Duże koszty wyceny majątku. 5. Spółka nadrzędna (obróć) nienaturalnie mała pod względem majątkowym w stosunku do spółki zależnej (dystrybucyjnej). 6. Problem dużego obciążenia podatkiem od dużej wartości aportu. 7. Problem cesji umów (brak sukcesji uniwersalnej). 8. Nie występuje automatyczne przeniesienie decyzji koncesyjnej. 9. Konieczność uzyskania nowej decyzji taryfowej. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Zgodność z dyrektywą według opinii URE.
Wydzielenie aportowe działalności związanej z obrotem energią (scenariusz b)	<ol style="list-style-type: none"> 1. Brak zgodności z dyrektywą według opinii URE (podczas rozpatrywania scenariusza w pierwszej połowie 2007 r.). 2. Nie występuje automatyczne przeniesienie decyzji koncesyjnej. 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Stosunkowo łatwy do przeprowadzenia proces. 2. Niewielki majątek podlegający wydzieleniu aportowemu. 3. Proces stosunkowo neutralny pod względem społecznym z powodu mniejszej liczby osób funkcjonujących w ramach procesu obrotu. 4. Niskie pod względem biznesowym ryzyko wdrożenia projektu.

1	2	3
Podział przez wydzielenie w trybie artykułu 529 ksh	1. Skrajnie rozbudowana procedura realizacji podziału spółki – wymagająca bardzo dużej restrykcyjności prowadzenia projektu oraz stosunkowo długiego czasu realizacji (minimum 9 miesięcy).	<ol style="list-style-type: none"> 1. Zastosowanie sukcesji uniwersalnej częściowej, w szczególności w zakresie umów z odbiorcami. 2. Okresowe przejście na nowy podmiot decyzji koncesyjnych. 3. Realizacja prowadzi do uporządkowania struktury kapitałowej poprzez utworzenie spółek siostrzanych. 4. Proces neutralny pod względem społecznym. 5. Uzyskaną w wyniku realizacji omawianego trybu strukturę należy uznać za w pełni spełniającą dyrektywę w zakresie rozdzielania prawnego i organizacyjnego działalności dystrybucyjnej od działalności obrotu energią (także szczegółowej noty interpretacyjnej do tej dyrektywy, co istotne, w trakcie procesu restrukturyzacji model ten uzyskiwał akceptację URE w 2006 r. i w pierwszej połowie roku 2007).

Źródło: opracowanie własne.

Wybór drugiego modelu zmian po 1 lipca 2007 r. przez większość spółek dystrybucyjnych wynikał prawdopodobnie z braku jednoznacznej decyzji organów korporacyjnych co do zmian w spółkach. Jednocześnie organy spółek znajdowały się w bardzo trudnej sytuacji, albowiem nie można kwestionować faktu, że zarówno wydzielenie obszaru dystrybucji w formie spółki zależnej, jak i realizacja procedury podziału przez wydzielenie (scenariusz trzeci) w największym stopniu doprowadzają do obniżenia wartości spółki (przynajmniej w pierwszym okresie funkcjonowania podmiotu po dokonaniu zmian)⁶. Wydzielenie aportowe obrotu energią jest działaniem najbardziej neutralnym, nie licząc najpoważniejszej wady prawnej, jaką jest brak pełnej zgodności z przedmiotową dyrektywą. Wydaje się, że najbardziej racjonalnym działaniem w tej sytuacji jest scenariusz trzeci – podziału przez wydzielenie. Obok istotnej niedogodności, jaką jest skomplikowana

⁶ Z punktu widzenia ksh kwestie odpowiedzialności za wartość spółki są istotną sprawą w kontekście odpowiedzialności zarządu.

i długotrwała procedura, tryb ten ma zalety w postaci łatwego sporządzenia planu podziału i przeszeregowania składników majątkowych, praw rzeczowych, zobowiązań itp. do poszczególnych powoływanych spółek (bez względu na problemy z uporządkowaniem stanu prawnego aktywów – są one po prostu przenoszone). W ten sposób dokonuje się także przeniesienia umów, decyzji taryfowych, koncesyjnych itp. Wreszcie należy silnie podkreślić, że w wyniku procedury podziału przedsiębiorstwa powstaje czytelna struktura kapitałowa – logiczna pod względem ekonomicznym⁷. Logiczna pod warunkiem niepowodzenia dalszych działań restrukturyzacyjnych w postaci wnoszenia akcji do tzw. spółek holdingowych – albowiem w takim wypadku uzyskujemy dwie nadrzędne spółki zarządzające.

Autor stoi na stanowisku, że proces wydzielenia operatorów systemów dystrybucyjnych nie powinien być rozpatrywany (realizowany) w oderwaniu od procesu konsolidacji pionowej oraz uwzględnienia dalszych planów rozwoju podmiotów skonsolidowanych pionowo (na przykład rozwoju zapewnionego w formie zapowiadanej prywatyzacji giełdowej). Wydaje się jednak, że projekt wydzielenia OSD był realizowany zupełnie odrębnie. Trudno także nie poddać krytyce faktu, że oprócz tego, że strategia dla sektora elektroenergetycznego zakłada konsolidację pionową na wzór europejskich grup energetycznych, to nie pojawiły się żadne wytyczne dotyczące szczegółowej struktury tych grup. W ramach struktur zintegrowanych pionowo można przecież utworzyć wiele struktur zróżnicowanych pod względem biznesowym i funkcjonalnym. Zdaniem autora, najwłaściwszym scenariuszem dostosowania do wymogów dyrektywy w zakresie oddzielenia działalności dystrybucyjnej od działalności obrotu była realizacja procedury podziału przez wydzielenie. Należało to jednak zrobić w taki sposób, aby uzyskać struktury zbliżone do docelowych struktur organizacyjnych zintegrowanych pionowo, a więc takich, które najprawdopodobniej powstaną dopiero za kilka lat. W opinii autora, program restrukturyzacyjny sektora, mając na względzie wydzielenie OSD, konsolidację pionową, a następnie wprowadzenie firm na giełdę papierów wartościowych, powinien się koncentrować na następujących elementach:

- a) wydzieleniu obszarów (procesów), które docelowo i tak będą konsolidowane, np. spółek obsługi klienta, spółek wytwórczych energii zielonej⁸, obszaru usług itp.,
- b) doprowadzeniu do sytuacji występowania struktur siostrzanych w zakresie obrotu i dystrybucji,
- c) centralizacji funkcji dających największe efekty skali (np. zakupy hurtowe energii) w ramach wszystkich konsolidowanych spółek od początku realizacji projektu; uwaga ta dotyczy także procesu obsługi klienta – zakładając konsolidację

⁷ Warto zauważyć, że taki właśnie tryb dostosowania do wymogów dyrektywy wybrała spółka Vattenfal w Polsce (Górnośląski Zakład Energetyczny). Podmiot ten nie będzie realizował dalszej konsolidacji pionowej.

⁸ W tym elektrowni wodnych, które są różni zorganizowane w ramach różnych podmiotów dystrybucyjnych.

w ramach grupy dwóch podmiotów dystrybucyjnych, należałoby od razu zbudować wspólną spółkę obsługi klienta, z jednolitymi systemami bilingowymi, call-center, modułami windykacji należności itp.

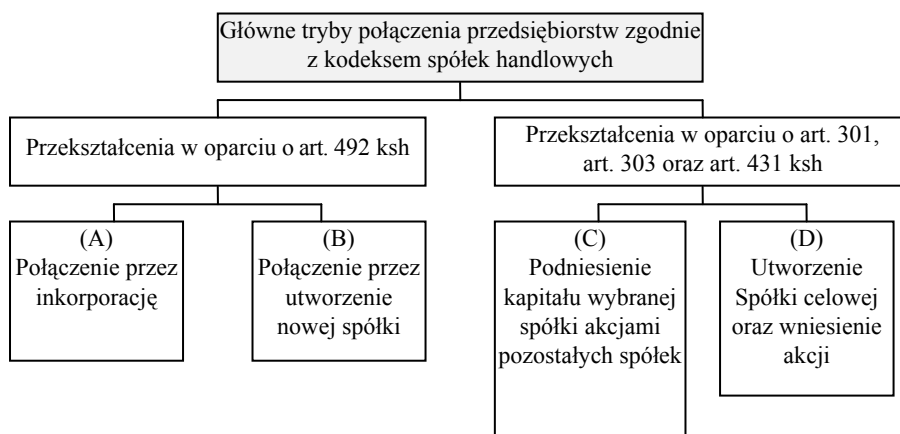
Powyżej określone działania doprowadziłyby do uzyskania docelowych struktur organizacyjnych w sposób mniej kosztowny. Należy jednak zdać sobie sprawę z tego, że działania takie miałyby charakter rewolucyjny i z pewnością napotkałyby na duży opór społeczny (związków zawodowych). W chwili obecnej podmioty, które udało się skonsolidować, będą najprawdopodobniej przez najbliższe lata zmagać się z ogromnymi kosztami integracji wewnętrznej, o czym szczegółowo napisano w dalszej części opracowania.

2.3. Prawne i organizacyjne aspekty konsolidacji podmiotów

Tryby połączenia według kodeksu spółek handlowych

Należy zwrócić uwagę, że tryb połączenia przedsiębiorstw determinuje wiele elementów ich dalszego funkcjonowania. Do elementów tych można zaliczyć: strukturę organizacyjną, poziom centralizacji funkcji, liczbę dublujących się po połączeniu komórek organizacyjnych, utrudnienia procesu rzeczywistej integracji wewnętrznej, intensywność działań w zakresie reorganizacji stosowanych systemów zarządzania (w tym także systemów znormalizowanych).

Możliwe tryby połączenia należy zawsze rozpatrywać z punktu widzenia ustawodawstwa danego państwa. Na podstawie analizy kodeksu spółek handlowych, funkcjonującego w Polsce można wyodrębnić przedstawione na rys. 3 możliwe tryby połączenia przedsiębiorstwa.



Rys. 3. Główne tryby połączenia przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

Należy podkreślić, że najistotniejszą różnicą pomiędzy głównymi typami połączenia (A, B) oraz (C, D) jest przenoszenie majątku (występuje podniesienie kapitału zakładowego poprzez wniesienie aportem rzeczowym majątku innego przedsiębiorstwa) w przypadku pierwszym oraz przenoszenie akcji w przypadku drugim. Wniesienie majątku, bądź to do spółki przejmującej (przypadek A), bądź to do powołanej w tym celu spółki celowej, z reguły implikuje powstanie struktury koncernowej. Drugi typ połączenia organizacji polega na podniesieniu kapitału zakładowego danego przedsiębiorstwa akcjami innej organizacji, bezpośrednio (przypadek C) lub pośrednio, poprzez wcześniejsze powołanie spółki celowej (przypadek D). Tego typu transakcje kapitałowe z reguły powodują powstanie struktury holdingowej.

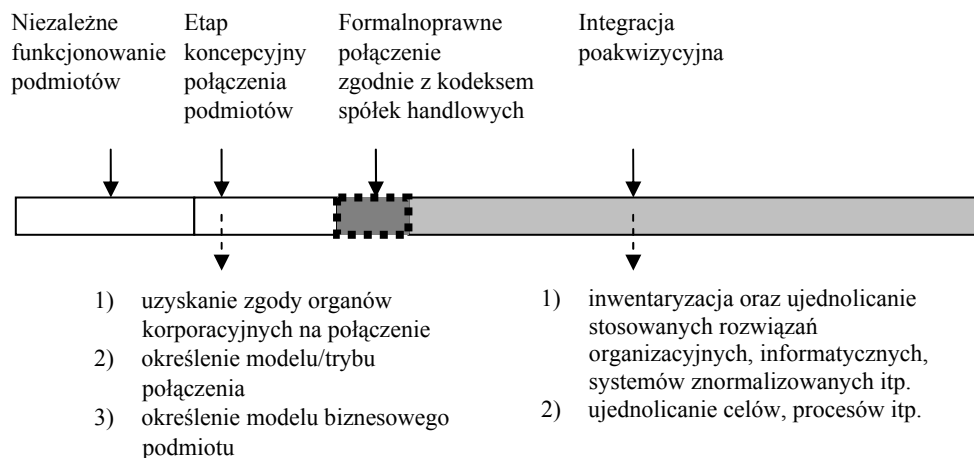
Rozróżnienie na strukturę holdingową oraz koncernową ma kluczowe znaczenie z punktu widzenia efektywności działania przedsiębiorstwa i w sposób bezpośredni determinuje dalsze działania restrukturyzacyjne po formalnoprawnym połączeniu. Dzieje się tak dlatego, że u podstaw struktury holdingowej leży większa autonomia poszczególnych funkcji organizacji w porównaniu ze strukturą koncernową. Jako holding można określić spółkę akcyjną, której kapitał zakładowy jest ulokowany w pakiecie kontrolnym akcji innych przedsiębiorstw, podporządkowanych w ten sposób temu samemu kierownictwu. Koncernem z kolei możemy określić taką koncentrację kapitału, która jest oparta na ściślejszej więzi produkcyjnej – organizacje składające się na koncern są najczęściej ściśle powiązane pionowo.

Organizacyjne i ekonomiczne aspekty integracji przedsiębiorstw

Połączenia przedsiębiorstw są z reguły realizowane przy jednoczesnych działaniach *public relations*, co niewątpliwie ma wpłynąć na wzrost wartości nowego podmiotu. Należy jednak zauważyć, że w przypadku fuzji organizacji następną fazą jest tzw. integracja poakwizycyjna. Problemy z nią związane są najczęściej pomijane podczas rozpatrywania zjawiska konsolidacji przedsiębiorstw, co wynika z tego, że następuje ona w dłuższym okresie, po formalnoprawnym połączeniu podmiotów. Ogólne fazy procesu fuzji przedstawiono na rys. 4.

Integracja poakwizycyjna jest procesem szczególnie skomplikowanym i newralgicznym z punktu widzenia efektywności, a co za tym idzie, wartości przedsiębiorstwa. Integracja wewnętrzna odbywa się m.in. w sferze zarządczej, kulturowej, organizacyjnej, informatycznej, co powoduje liczne problemy natury organizacyjnej i ekonomicznej. Najczęściej jest to związane, jak wcześniej wspomniano, z działaniami kosztochłonnymi, silnie ograniczającymi efekty synergii⁹.

⁹ Jako przykład można przytoczyć, iż jednym z elementów strategii koncernu Shell na najbliższe lata jest ujednoczenie stosowanych modeli biznesowych, które – niejako w sposób naturalny – wykształciły się w silnie rozproszonej organizacji. Koncern posiada w swej strukturze na całym świecie około 46 tys. stacji benzynowych, zarządzanych na wiele różnych sposobów. Ujednoczenie stosowanych rozwiązań organizacyjnych i informatycznych postrzega się w tej firmie jako sposób obniżki kosztów, jednak w długim okresie.



Rys. 4. Charakterystyka ogólnych faz procesu fuzji

Źródło: opracowanie na podstawie [Białowas 2006, s. 30-34].

Próbując scharakteryzować utrudnienia związane z działaniami konsolidacyjnymi w sektorze energetycznym, można wymienić następujące elementy:

- brak jednolitego przekazu marketingowego, co może spowodować brak rozpoznawalności nowych marek, wyłonionych w wyniku procesów konsolidacyjnych,
- konieczność nabrania doświadczeń w funkcjonowaniu na rynku nowego podmiotu, przy jednoczesnych pracochłonnych działaniach integracyjnych,
- zróżnicowaną kulturę organizacyjną łączących się podmiotów¹⁰,
- brak zaufania pracowników do działań reorganizacyjnych oraz naturalny strach przed zmianami,
- mnogość oraz skrajnie wysoką pozycję związków zawodowych, które dodatkowo próbują mieć wpływ nie tylko na sferę społeczną, ale także na modele biznesowe,
- poniesienie znacznych kosztów wynikających z połączenia bez posiadania docelowego modelu biznesowego przez nowy podmiot,
- problem równoległej realizacji kilku projektów restrukturyzacyjnych,
- realizację zmian na „organizmach” będących w trakcie zmian integracyjnych wynikających z wcześniejszych procesów konsolidacyjnych,
- konieczność realizacji głębokiej restrukturyzacji w okresie liberalizacji rynku.

¹⁰ Przykładem szczególnych problemów w tym zakresie jest fuzja niemieckiej firmy Daimler-Benz z amerykańskim koncernem motoryzacyjnym Chrysler. W tym przypadku jedną z kluczowych barier było przyzwyczajenie pracowników Chryslera do pracy w ramach płaskiej struktury organizacyjnej oraz niechęć do rozbudowanej hierarchicznej struktury zarządzania, charakterystycznej dla firm niemieckich. Fuzja zakończyła się fiaskiem w roku 2007.

Problematyka projektowania struktury organizacyjnej oraz wyboru docelowego modelu biznesowego jest w dużym stopniu uzależniona od rodzaju połączenia (fuzji bądź przejęcia) przedsiębiorstw. Należy zauważyć, że inne działania będą podejmowane w sytuacji przejęcia firmy np. w celu zdobycia nowego rynku zbytu, a inne w sytuacji rzeczywistego procesu integracji np. poprzez zawiązanie nowej spółki. W pierwszym przypadku uzyskania kontroli na firmą (poprzez uzyskanie pakietu kontrolnego jej udziałów lub akcji) kolejnym działaniem nie musi być porządkowanie firmy pod względem funkcjonalnym, rozumiane jako eliminacja dublujących się funkcji. Działania inwestora z reguły koncentrują się wtedy na restrukturyzacji firmy, co ma prowadzić do wzrostu jej efektywności przy zachowaniu lub wyłącznie niewielkiej modyfikacji jej struktury organizacyjnej. Odmienny sposób działania, opisany w dalszej części artykułu, wynika z procesów konsolidacji towarzyszących powstaniu nowej spółki, do której wnoszone są akcje dwóch bądź większej liczby podmiotów, oraz w sytuacji wniesienia akcji do spółki przejmującej przy jednoczesnym powstaniu struktury koncernowej. W takiej sytuacji powstają do rozwiązania zagadnienia związane z dublowaniem się funkcji w podmiotach oraz problem związany z określeniem, które funkcje mają być realizowane przez poszczególne części nowego przedsiębiorstwa. Oczywiście jest, że dublowanie się funkcji prowadzi do zmniejszenia efektywności działania przedsiębiorstwa oraz powoduje zmniejszenie efektów skali i synergii, które są możliwe do osiągnięcia. Przykładem funkcji, które często są dublowane w przedsiębiorstwach produkcyjnych po połączeniu, są działy zamówień lub działy badawczo-rozwojowe. Konsekwencją opisanej sytuacji jest najczęściej konieczność podjęcia decyzji dotyczącej restrukturyzacji zatrudnienia.

W przypadku połączenia podmiotów w trybie powołania nowej spółki i uzyskania struktury holdingowej bardzo istotną do rozstrzygnięcia kwestią jest zagadnienie umiejscowienia odpowiednich funkcji w strukturze spółki nadrzędnej oraz określenie zasad finansowania tej spółki. Można wyróżnić dwa główne modele działalności spółki nadrzędnej:

- 1) spółka nadrzędna w holdingu nie prowadzi działalności biznesowej,
- 2) w spółce nadrzędnej w holdingu skupione są wybrane (scentralizowane) funkcje związane z prowadzeniem działalności biznesowej.

W pierwszym przypadku spółka nadrzędna zajmuje się *stricte* działalnością dotyczącą zarządzania w oparciu o stosowne umowy w tym zakresie. Przykładem działań związanych z procesem zarządzania może być prowadzenie polityki finansowej, kadrowej, kredytowej, wyznaczanie kierunków i celów strategicznych dla firm wchodzących w skład holdingu oraz całego holdingu itp. Pewną niedogodnością związaną z takim modelem jest konieczność sformułowania umów o zarządzanie, które to umowy muszą odzwierciedlać ceny rynkowe świadczonych usług. Ceny rynkowe usług, z reguły dosyć specyficznych, są z kolei trudne do ustalenia

i mogą być podważone przez organy skarbowe¹¹. Drugi przypadek jest bardziej przejrzysty z punktu widzenia rozliczeń w ramach grupy przedsiębiorstw. Polega na tym, że obok naturalnego – wynikającego z nadrzędności sprawowania nadzoru nad podmiotami w holdingu – spółka zarządzająca obsługuje np. pewną grupę klientów strategicznych, czerpiąc z tego tytułu zysk. Pozostali klienci są obsługiwani w pozostałych podmiotach grupy.

Biorąc pod uwagę problematykę projektowania funkcji i wyboru modelu biznesowego, w literaturze przedmiotu można spotkać się z terminem organicznych (niezbywalnych) funkcji, które powinny być skupione w spółce zarządzającej. Za funkcje organiczne uznaje się te, które nie powinny ulegać delegowaniu i w konsekwencji decentralizowanemu wykonywaniu. Funkcje te mają takie wyróżniki, jak podstawowe znaczenie dla sytuacji majątkowej, dochodowej i finansowej holdingu, a ich realizacja wymaga kompleksowej znajomości różnych współzależności w holdingu.

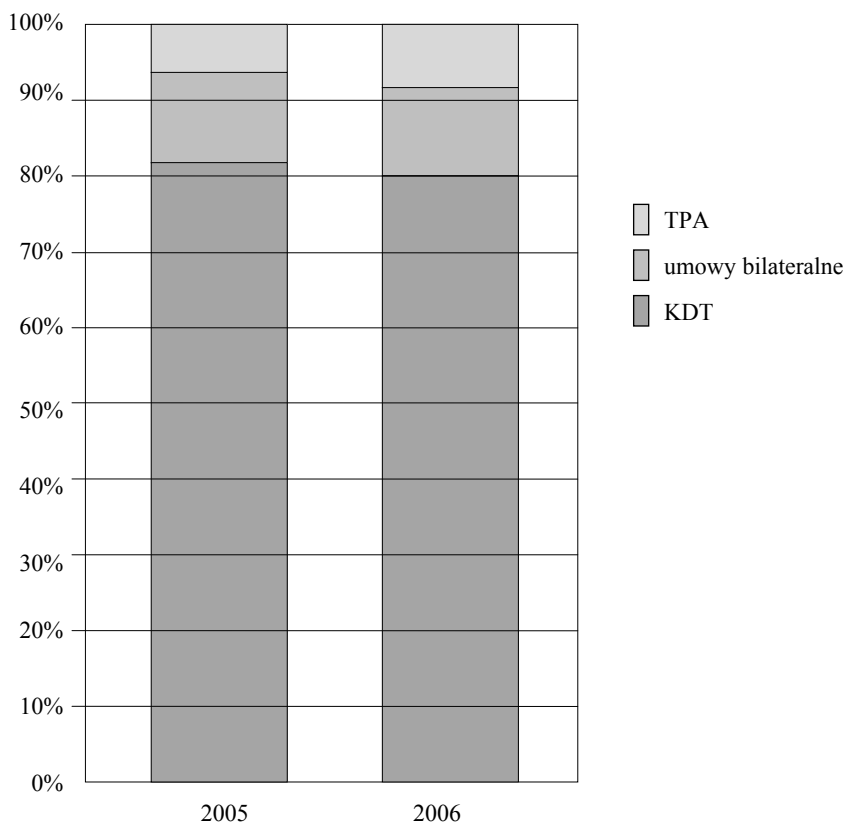
3. Ekonomiczne aspekty budowy grup zintegrowanych pionowo

3.1. Porównanie potencjału podmiotów podsektora dystrybucji oraz wytwórców energii elektrycznej

Porównanie efektywności działania podmiotów wytwórczych oraz dystrybucyjnych, które mają zostać połączone w ramach konsolidacji pionowej, jest utrudnione ze względu na różne uwarunkowania funkcjonowania tych przedsiębiorstw. Nieodpowiednim wskaźnikiem wydaje się być m.in. często wykorzystywany poziom przychodów czy też poziom zysku netto. Wynika to z występowania kontraktów długoterminowych w podsektorze wytwórczym, gwarantującym dużo wyższe ceny za energię. Przykładową strukturę sprzedaży według rynków w wybranej firmie wytwórczej przedstawiono na rys. 5.

Jak wynika z wykresu, przeważająca część sprzedaży energii jest realizowana w ramach podpisanych kontraktów długoterminowych (KDT). Przy cenie za 1 MWh energii sprzedanej w ramach KDT wyższej o około 90 zł niż cena rynkowa sytuacja ekonomiczna podmiotów podsektora wytwarzania jest oczywiście dużo lepsza aniżeli w przypadku podmiotów podsektora dystrybucji. Zakładając urealnienie cen w KDT do poziomu cen rynkowych, podmioty podsektora wytwarzania, posiadające analogiczną jak przedstawiono na rys. 5 strukturę sprzedaży, uzyskałyby o około 30% niższą wartość przychodów ze sprzedaży.

¹¹ W skrajnych przypadkach może to prowadzić do zarzutu niedozwolonego transferu środków między spółką nadrzędną a spółkami zależnymi.



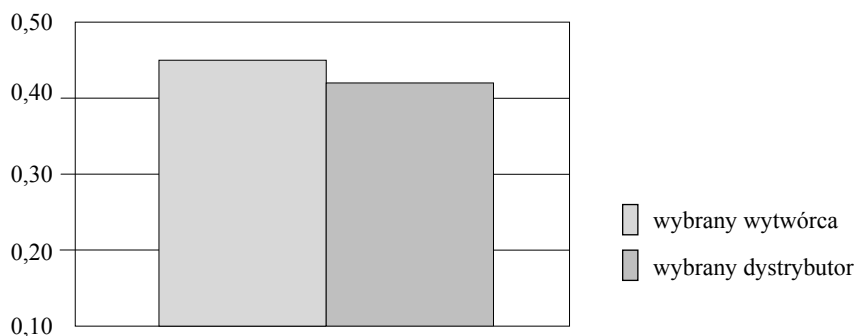
Rys. 5. Struktura sprzedaży według rynków zbytu wybranego przykładowego podmiotu wytwórczego w Polsce

Źródło: opracowanie własne.

To z kolei powoduje w większości przypadków podobną efektywność działania podmiotów podsektora dystrybucji i podmiotów podsektora wytwarzania liczoną np. według wskaźnika: przychody ze sprzedaży/suma aktywów. Kształtowanie się wymienionego wskaźnika dla wybranych dwóch podmiotów podsektora wytwarzania oraz podsektora dystrybucji przedstawiono na rys. 6.

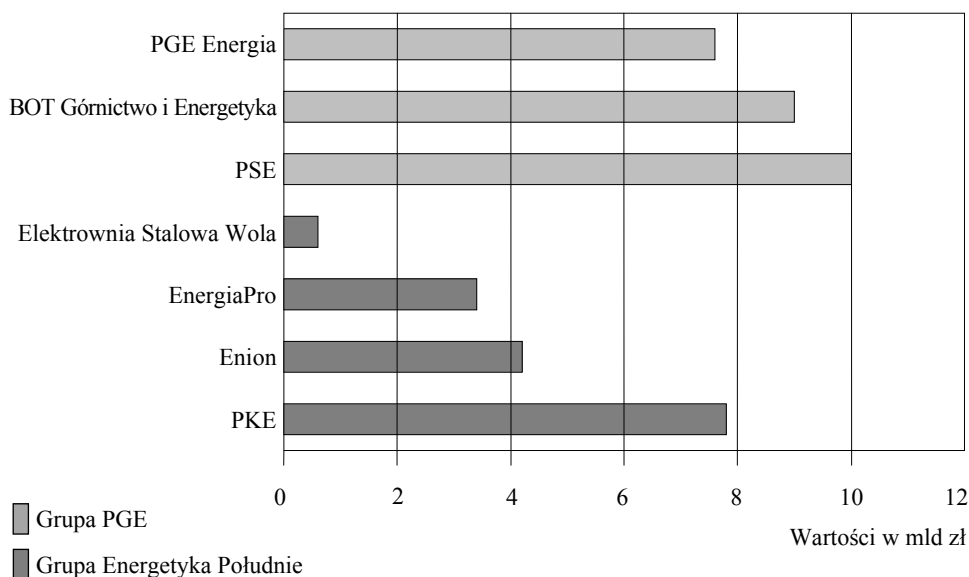
Z powyższego przykładu można wnioskować o porównywalnej wartości dużych podmiotów dystrybucyjnych oraz podmiotów wytwórczych. Przykład ten został podany ze względu na toczące się dyskusje dotyczące nadrzędności podmiotów wytwórczych lub podmiotów dystrybucyjnych. Nie kwestionując dużej roli podmiotów wytwórczych, trzeba zauważyć, że to właśnie obszar dystrybucji ma bezpośredni dostęp do klienta, co jest w obecnej fazie rozwoju rynków niezwykle istotne. Autor nie chce rozstrzygać kwestii wartości spółek, pragnie jednak zwrócić

uwagę na fakt, że wartość podmiotów w ogromnym stopniu zależy od przyjętej metody wyceny oraz od założeń do tej wyceny. Na potrzeby procesu konsolidacji pionowej przyjęta została wycena oparta na metodyce DCF (zdyskontowanych przepływów pieniężnych). Na rysunku 7 przedstawiono przykładowe wartości spółek, składających się na Polską Grupę Energetyczną oraz Energetykę Południe.



Rys. 6. Kształtowanie się wartości wskaźnika przychody ze sprzedaży/suma aktywów dla dwóch wybranych podmiotów podsektora dystrybucji oraz podsektora wytwarzania przy założeniu urynkwienia ceny 1 MWh w ramach kontraktów długoterminowych dla wytwórcy

Źródło: opracowanie własne.



Rys. 7. Wartości podmiotów wchodzących w skład dwóch konsolidowanych grup energetycznych
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych „Gazety Prawnej” nr 126, 2 lipca 2007 r.

Na wykresie widać jednoznacznie, że plany inwestycyjne podmiotów wytwórczych (uwzględniając metodę DCF) miały większe wartości aniżeli plany spółek dystrybucyjnych. Skrajną wydaje się sytuacja taka, że spółki dystrybucyjne Enion oraz i EnergiaPro łącznie są warte mniej niż PKE. Takie podejście do wyceny rodzi niestety wiele problemów społecznych i potęguję brak akceptacji społecznej dla realizowanych procesów – związanych chociażby z zasadami konwersji akcji pracowniczych spółek parterowych na akcje spółki holdingowej.

3.2. Porównanie podmiotów sektora energetycznego Europy Zachodniej z podmiotami polskimi

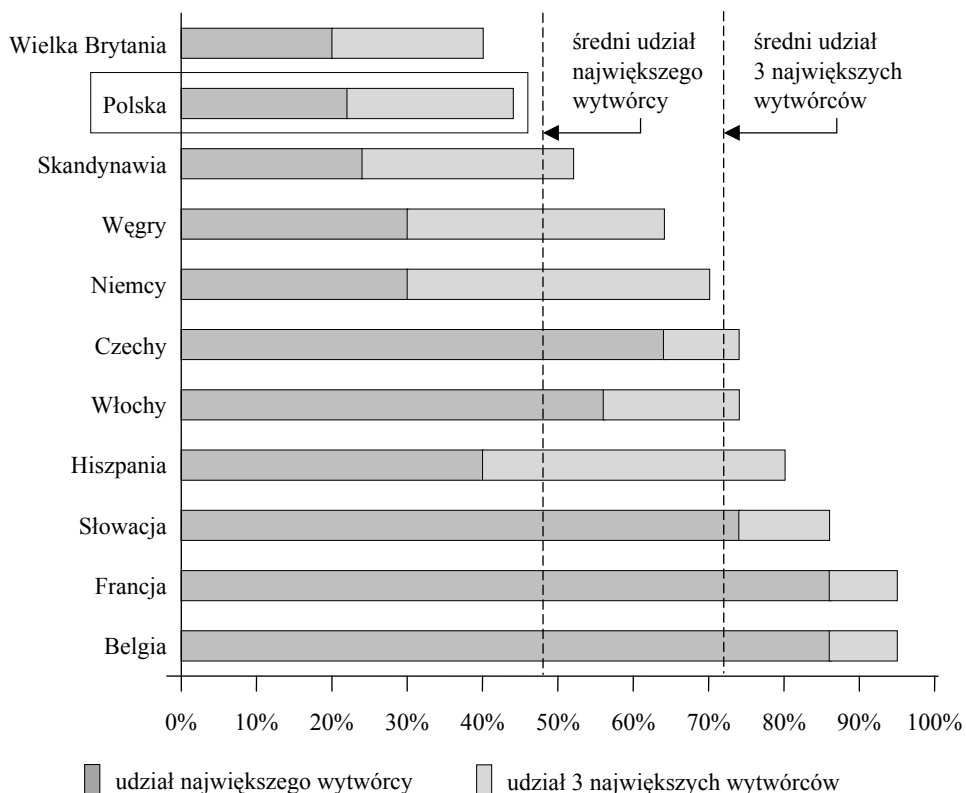
Analizując zorganizowanie podmiotów na rynkach europejskich, można stwierdzić, że modele funkcjonowania przedsiębiorstw są silnie zróżnicowane. Na kształt struktury miały duży wpływ regulacje w stosunku do sektora przyjęte na szczeblu poszczególnych krajów, jak również dostosowywanie się do regulacji wynikających z liberalizacji rynku. Za kraj, który podejmuje bardzo protekcyjne działania w stosunku do swojego rynku przy jednoczesnej ekspansji inwestycyjnej w innych krajach unijnych, uważana jest Francja. Różnie w poszczególnych krajach unijnych kształtował się także proces liberalizacji rynku: od modelu zastosowanego w Polsce, polegającego na stopniowej możliwości skorzystania z zasady TPA w zależności od zużycia energii, do wprowadzenia mechanizmów wolnorynkowych w jednym momencie dla wszystkich odbiorców w Niemczech w 1998 r.

Przed sektorem energetycznym stoi wiele istotnych zadań, które muszą być zrealizowane w sposób bardzo efektywny. Wynikają one z konieczności dostosowania się do omawianych już regulacji oraz z faktu, że podmioty, z którymi odbędzie się w przyszłości ewentualna walka konkurencyjna, mają duże doświadczenie w działaniu na wolnym rynku energii. Dodając do tego konieczność optymalizowania kosztów działalności, wynikającą chociażby ze zmniejszającej się w kolejnych latach marży na sprzedaż energii, kierunki rozwoju spółki będą musiały uwzględniać kreowanie wartości dodanej dla odbiorców nie tylko w wyniku dostawy/sprzedaży samej energii, ale także w wyniku zaspokojenia potrzeb w zakresie usług okołoenerygetycznych połączonych z odpowiednią, stale dopasowywaną ofertą taryfową. Bardzo duże znaczenie będzie miała zdolność organizacji do innowacyjnego wprowadzania na rynek nowych produktów, złożonych właśnie z wymienionych powyżej składników – może się to okazać zadaniem bardzo trudnym z uwagi na przyzwyczajenia związane z wieloletnim funkcjonowaniem w innych warunkach rynkowych.

Analiza poziomu zorganizowania podmiotów energetycznych Europy Zachodniej pod względem łańcucha wartości pozwala zauważyć, że podmioty te są zróżnicowane. Pełny łańcuch wartości, rozumiany jako proces wydobywania paliw, produkcji energii, przesyłu, dystrybucji oraz obrotu detalicznego, można wyodrębnić

w podmiotach EDF (Francja), RWE, E.ON (Niemcy), Endesa (Hiszpania) oraz Vattenfal (Szwecja). W pozostałych podmiotach najczęściej nie występuje proces wydobywania paliw – np. Electrabel (Belgia) czy Iberdrola (Hiszpania). Oczywiście, biorąc pod uwagę konsolidację pionową w Polsce, zbliżymy się pod względem struktury do wymienionych podmiotów Europy Zachodniej. Jednak należy pamiętać o tym, że poziom przychodów tych spółek jest nieporównywalnie większy niż spółek polskich – nawet zakładając doskonałe efekty restrukturyzacyjne w perspektywie kilku lat. Jak można wnioskować z analizy toczących się dyskusji na temat rozwoju energetyki w Polsce, istotnym czynnikiem, który wpłynął na obecny kształt działań w zakresie połączenia pionowego, jest właśnie struktura podmiotów z Europy Zachodniej. Konsolidacja pionowa umożliwi oczywiście osiągnięcie wielu efektów finansowych, głównie opartych na efektach skali. Jest to, zdaniem autora, cel ekonomiczny najłatwiejszy do osiągnięcia. Dużo trudniej jest uzyskać efekty ekonomiczne w wyniku np. realizacji nowych strategii marketingowych w ramach grupy czy też zaoferowania nowego produktu (usługi). Zwrócić należy także uwagę, że toczące się dyskusje związane ze strategią rozwoju podmiotów koncentrują się także na zachowaniu konkurencyjności podmiotów w stosunku do podmiotów Europy Zachodniej oraz, co za tym idzie, na ułatwieniu funkcjonowania na rynku. Zdaniem autora, przesłanki te są zupełnie nielogiczne, ponieważ nawet skonsolidowane podmioty będą nieporównywalne do europejskich gigantów pod względem mocy zainstalowanych i przychodów. Jako przykład można podać orientacyjne przychody powstającej spółki Energetyka Południa SA na poziomie 3 mld euro oraz mocy zainstalowanych około 5 GW (Polska Grupa Energetyczna będzie dysponowała mocą zainstalowaną około 10 GW). Dla porównania można podać, że francuski EDF posiada 131 GW mocy zainstalowanej, a w ubiegłym roku osiągnął około 50 mld euro przychodów. Dodatkowo podmioty europejskie mają duże doświadczenie działania na wolnym rynku i przede wszystkim duże doświadczenia w zakresie zarządzania dużymi strukturami zawierającymi długi łańcuch wartości. Podmioty polskie mają niewspółmiernie gorszą kondycję finansową, są silnie upolitycznione, nie miały możliwości nabrania doświadczeń w procesach restrukturyzacji oraz, co szczególnie istotne, występuje w nich bardzo dużo silnych organizacji związkowych, które będą z pewnością skutecznie blokować jakiegokolwiek większe działania reorganizacyjne w przyszłości. Odnosząc się do wzrostu konkurencyjności z punktu widzenia odbiorcy energii, w wyniku konsolidacji, autor uważa, że silne obciążenia finansowe dotyczące obszaru wytwarzania¹² nie pozwolą na powstanie rzeczywiście konkurencyjnego rynku energii – przynajmniej jeśli chodzi o odbiorców indywidualnych. Powstanie dużych podmiotów

¹² W szczególności chodzi o koszty dostosowania instalacji do norm emisji CO₂ oraz koszty wynikające z rozwiązania kontraktów długoterminowych.



Rys. 8. Struktura udziału największych wytwórców energii według mocy zainstalowanej

Źródło: Materiały konferencyjne Price Waterhouse, Coopers, Warszawa 2007.

energetycznych w jeszcze większym stopniu może zwiększać dyktat cenowy producentów energii. Brak znaczącej dla jego pobudzenia liczby „graczy” rynkowych został przedstawiony na rys. 8.

4. Scenariusze rozwoju podmiotów

4.1. Emisja walorów spółek energetycznych na giełdzie papierów wartościowych

Ostatnie lata przynoszą w Polsce coraz większe zainteresowanie upublicznieniem oferty akcji przedsiębiorstwa poprzez ich emisję na giełdzie papierów wartościowych. Trzeba także zwrócić uwagę, że w coraz mniejszym stopniu korzyści z tytułu debiutu giełdowego osiąga Skarb Państwa, co wynika z faktu, że w ostatnich dwóch latach wprowadzono na giełdę tylko jedno przedsiębiorstwo państwo-

we. Za istotny debiut giełdowy należy z pewnością uznać emisję akcji Polskiego Górnictwa Naftowego i Gazownictwa SA we wrześniu 2005 r., nie pozbawioną jednak ogromnego negatywnego szumu medialnego, do czego szczegółowo odniesiono się w dalszej części artykułu. Paradoksem, zdaniem autora, jest w chwili obecnej próba włączenia Elektrowni Kozienice do spółki dystrybucyjnej Enea – ze względu na jeszcze niedawne zainteresowanie zakupem tej elektrowni właśnie przez spółkę Enea¹³. Zauważalna jest duża determinacja Ministerstwa Skarbu Państwa, które chce maksymalizować prywatyzację spółek właśnie poprzez ich wprowadzenie na giełdę papierów wartościowych.

Istotnym problemem przy wprowadzaniu przedsiębiorstwa na rynek giełdowy jest odpowiednie przygotowanie spółki, co jak można sądzić, obecny nadzór właścicielski silnie bagatelizuje. Można wyróżnić kilka najważniejszych obszarów, w których skupiają się działania przygotowawcze. Pierwszy z nich to obszar formalny – uzyskanie stosownych zgód organów korporacyjnych, opracowanie prospektu emisyjnego spółki, złożenie prospektu do Komisji Nadzoru Finansowego wraz z decyzją Zarządu Giełdy o dopuszczeniu wszystkich wyemitowanych akcji danej emisji na odpowiedni rynek. Warunki, jakie spółka musi spełnić, aby była dopuszczona na rynek podstawowy, dotyczą minimalnej wartości kapitałów własnych, które muszą być większe od kwoty 1 mln euro, spółka musi także sporządzić sprawozdania finansowe za trzy ostatnie lata swojej działalności. Drugim obszarem wymagającym bardzo istotnych przygotowań jest sfera zarządcza przedsiębiorstwa. Z jednej strony firma planująca wejście na giełdę musi przygotować się pod względem proceduralnym na nowe zasady upubliczniania informacji, z drugiej – powinna jasno zdefiniować cele strategiczne, w szczególności w zakresie odpowiedniego przeznaczenia środków, które pozyska z publicznej emisji akcji. Publiczna sprzedaż akcji jest przecież niczym innym niż zaoferowanie potencjalnemu inwestorowi zwrotu z kapitału korzystniejszego w porównaniu z tym, jaki może osiągnąć z inwestycji alternatywnych. W tym momencie warto także mieć świadomość głównych wskaźników ekonomicznych większości spółek energetycznych. Spółki sektora co prawda funkcjonują stabilnie pod względem finansowym, ale wskaźniki ich rentowności są nieporównywalnie mniej korzystne niż podmiotów zachodnich. Paradoksalnie formalne przygotowania spółki (opracowanie dokumentacji, prospektu emisyjnego itp.) może okazać się łatwiejsze aniżeli rzeczywiste przygotowanie procesów zarządczych przedsiębiorstwa. Firmy ubiegające się o publiczną emisję swoich walorów często nie mają klarownej strategii rozwoju lub strategia ta nie jest nastawiona na rzeczywisty finansowy rozwój spółki. Bardzo ważne w takim przypadku jest pokazanie planów inwestycyjnych realizowanych z pozyskanych środków, przynoszących konkretne korzyści. W sektorze zdarzały

¹³ Spółka, jak można wnioskować, poniosła wiele kosztów w związku z przygotowaniem tej akwizycji, była także w tym okresie przygotowywana do debiutu giełdowego.

się sytuacji, kiedy spółki demonstrowały fakt, że pozyskane środki z emisji w dużej części przeznaczają na inwestycje modernizacyjne. Przykładem takiej spółki jest Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo SA, która to spółka w prospekcie emisyjnym właściwie nie przedstawiła żadnych spektakularnych planów inwestycyjnych związanych z pozyskaniem z giełdy kapitałem. Pomimo że osiągnęła 34-procentowy wzrost notowań w stosunku do ceny emisyjnej, dalsza niezamierzona kampania informacyjna była przykładem, jak nie należy wprowadzać przedsiębiorstwa na giełdę. Pojawiło się bowiem bardzo wiele informacji dotyczących planów nacjonalizacji firmy i wycofania jej z obrotu giełdowego. Pomijając zasadność takiej decyzji, jej nagłe publiczne podanie musiało nieść za sobą ryzyko destabilizacji kursu akcji. Inwestorzy są bardzo wrażliwi na jakiegokolwiek informacje o spółkach giełdowych, nawet te wyłącznie zapowiadające niepewne zdarzenia w przyszłości, jak choćby prawdopodobną fuzję spółek. Planowana fuzja najczęściej zapowiada silny trend wzrostowy akcji spółki.

Wejście firmy na giełdę to, jak wcześniej wspomniano, dla spółki nowe obowiązki informacyjne. W chwili obecnej przedsiębiorstwa notowane na GPW są zobligowane do opracowywania kwartalnych sprawozdań finansowych, a także raportu półrocznego i rocznego w wersji skonsolidowanej oraz jednostkowej. Zgodnie z przepisami, od dnia udostępnienia prospektu emisyjnego emitent jest zobowiązany do przekazywania każdej informacji powodującej zmianę treści prospektu emisyjnego w okresie jego ważności, informacji o wszelkich zdarzeniach, które mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na wartość papieru wartościowego. Informacje o istotnych zdarzeniach (np. podpisanie znaczącej umowy) przekazuje się niezwłocznie po zajściu zdarzenia lub powzięciu o nim decyzji, jednak nie później(!) niż w terminie 24 godzin. Szczegółowe obowiązki informacyjne są określone w ustawie *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi* oraz w rozporządzeniu Rady Ministrów w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych. Dobrą praktyką pomagającą spółkom spełnić rozbudowane wymagania sprawozdawcze jest wdrożenie odpowiednich procedur oraz procedur ograniczających dostęp do informacji strategicznych w samej spółce, np. na bazie systemu zarządzania bezpieczeństwem informacji. Nie jest to jednak wymóg formalny związany z publiczną emisją akcji (zob. [Białowas 2007a, s. 22-23]).

Mimo dużej odpowiedzialności sprawozdawczej i raczej niepożądaney w biznesie konieczności ujawniania informacji finansowych oraz informacji o podpisywanych umowach wejście firmy na giełdę ma liczne zalety. Oprócz oczywistego już pozyskania kapitału na rozwój do zalet bycia spółką giełdową można zaliczyć: uzyskanie większej wiarygodności i prestiżu (przekładającego się także pozytywnie na decyzje kredytowe banków), umocnienie pozycji rynkowej i medialnej, łatwiejszy dostęp do źródeł kapitału, łatwiejszy rozwój poprzez połączenie z inną spółką lub przejęcie. Ten ostatni element może być także pewnym istotnym zagro-

zeniem, jeśli wbrew swojej woli znajdziemy się jako cel potencjalnej akwizycji innej spółki – inwestora.

Jak wcześniej wspomniano, sektor energetyczny ma być jak najszybciej wprowadzony na giełdę. Biorąc pod uwagę wzrost poziomu zarządzania, kultury organizacyjnej, przejrzystość procedur informacyjnych oraz pozyskanie kapitału na rozwój, kierunek ten jest z pewnością dobry. Warto zwrócić uwagę na strategię wprowadzenia firmy na giełdę. Przypomnijmy – bardzo ważne jest przygotowanie firmy oraz odpowiednie działania *public relations*. Należy jeszcze do tego dodać okres, w jakim znajduje się sama giełda (ogólna tendencja do wzrostu lub do spadku). Trzeba także podkreślić, że firma wchodząca na giełdę powinna być spółką o nowoczesnej strukturze organizacyjnej, najlepiej po restrukturyzacji. Nie należy zapominać, że podmioty sektora energetycznego od roku 2003 przeszły głęboką restrukturyzację w postaci konsolidacji poziomej, która nie została jeszcze zakończona w sensie organizacyjnym. Oznacza to, że w wielu z nich trwa ujednocnianie struktur organizacyjnych, procesów, systemów informatycznych itp. Jak wiemy, w roku 2006 na realizowane procesy reorganizacyjne nałożone zostały kolejne zmiany w postaci konsolidacji pionowej, co prawda nie miały one charakteru tak głębokiej restrukturyzacji, jak konsolidacja pozioma, albowiem koncentrowały się głównie na przeniesieniu własności akcji, ale także wywołają w najbliższych latach konieczność szeroko rozumianego porządkowania procesów dla wzrostu efektywności spółek. Oznacza to, że potencjał rozwojowy w samych organizacjach (nie związanych z ewentualnymi programami inwestycyjnymi) jest bardzo duży. Można więc przewidywać, że jeśli dokona się szybkie upublicznienie akcji, to w kolejnych latach w wyniku samych tylko procesów restrukturyzacyjnych (nie związanych z działaniami rynkowymi) kurs akcji powinien silnie zwyżkować. W związku z powyższym autor ocenia bardzo krytycznie pomysł szybkiej prywatyzacji giełdowej, mając na względzie obecny poziom zorganizowania podmiotów. Wprowadzenie spółek na giełdę po dokonaniu ich restrukturyzacji spowoduje, zdaniem autora, dużo większe możliwości pozyskania kapitału, zwłaszcza w sytuacji, kiedy określone zostaną jednoznacznie cele związane z pozyskaniem z giełdy kapitałem. W obecnej sytuacji, wobec dużych potrzeb inwestycyjnych wewnętrznych (inwestycje infrastrukturalne, odtworzeniowe), spółki mogłyby mieć problem z ich określeniem.

4.2. Próba zdefiniowania optymalnych działań strategicznych dla podmiotów sektora – podsumowanie

Aby zdefiniować optymalną drogę rozwoju podmiotów, należy, zdaniem autora, oddzielić elementy obligatoryjne, wynikające z regulacji prawnych, od elementów dotyczących planów rozwoju spółek. Trzeba przede wszystkim spojrzeć na poziom zorganizowania podmiotów oraz na ich zdolność do dalszej restrukturyza-

cji. Najważniejsze, wymagające skutecznych działań z punktu widzenia przepisów prawa, z pewnością są następujące elementy:

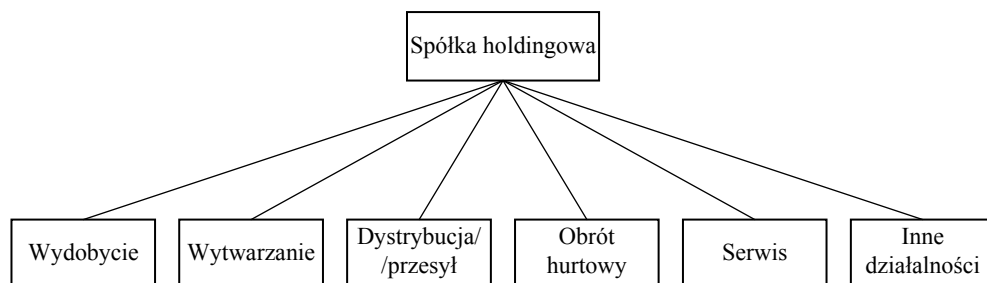
- a) wydzielenie operatorów systemów dystrybucyjnych,
- b) rozwiązanie kontraktów długoterminowych (rozwiązanie ustawowe na szczeblu rządowym),
- c) zmiana zasad rozliczania podatku akcyzowego,
- d) inwestycje w zakresie zmniejszenia emisji CO₂.

Równoległe nałożenie działań w zakresie konsolidacji pionowej na proces wyodrębnienia operatorów systemów dystrybucyjnych spowodowało powstanie chaosu organizacyjnego zupełnie nie sprzyjającego liberalizacji rynku w warunkach polskich oraz nie gwarantującego utrzymania pozycji konkurencyjnej, jeśli konkurencja rynkowa rzeczywiście miałaby miejsce. Dochodzi do tego jeden z ważniejszych elementów, który spowodował dodatkowe reperkusje w sferze społecznej – problem udostępniania akcji pracowniczych¹⁴. Regulacje w tym zakresie nie były przygotowane, a dodatkowo sytuację pogorszyła nowelizacja ustawy o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw, wprowadzająca ekwiwalent dla pracowników prywatyzowanych przedsiębiorstw¹⁵. Jeśli doszłoby do konieczności jego wypłaty, istotnie wpłynęłoby to na kondycję konsolidowanych spółek. Dodatkowo ostatnie miesiące wskazały na pojawienie się kolejnego problemu związanego z akcjami pracowniczymi. Dotyczy to kwestii nieokreślenia zasad konwersji akcji spółek parterowych na akcji spółek holdingowych dla tych osób, które nabyły akcje w drodze umów cywilnoprawnych. Osoby te, zgodnie z obecnymi regulacjami prawnymi, będą pominięte w procesie zamiany akcji (dotyczy to podmiotów BOT oraz PKE).

Mając na względzie powyższe uwagi, bardziej logiczna wydaje się realizacja takich działań strategicznych sektora, które skupiałyby się w pierwszej kolejności na reorganizacji związanej z dyrektywami UE (oraz z innymi obligatoryjnymi regulacjami prawnymi), a dopiero później na realizacji działań prorynkowych. Oczywiście jest, że wpłynęłoby to na opóźnienie możliwości emisji akcji na giełdzie papierów wartościowych, jednak proces ten byłby mniej kosztowny dla podmiotów. Działania powinny skupić się na określeniu docelowej struktury podmiotów, a dopiero później na określeniu zasad dojścia do tej struktury. Struktura dla podmiotów wzorowana na organizacjach Europy Zachodniej będzie z pewnością zbliżona do struktury zobrazowanej na rys. 9.

¹⁴ Samo wydzielenie operatorów systemów dystrybucyjnych w spółkach nie powodowałyby rozpoczęcia procedury udostępnienia akcji pracowniczych zgodnie z ustawą o komercjalizacji i prywatyzacji przedsiębiorstw.

¹⁵ Ostatecznie wszystkie spółki „ominęły” skutecznie dostępnymi trybami prawnymi konieczność jego wypłaty.

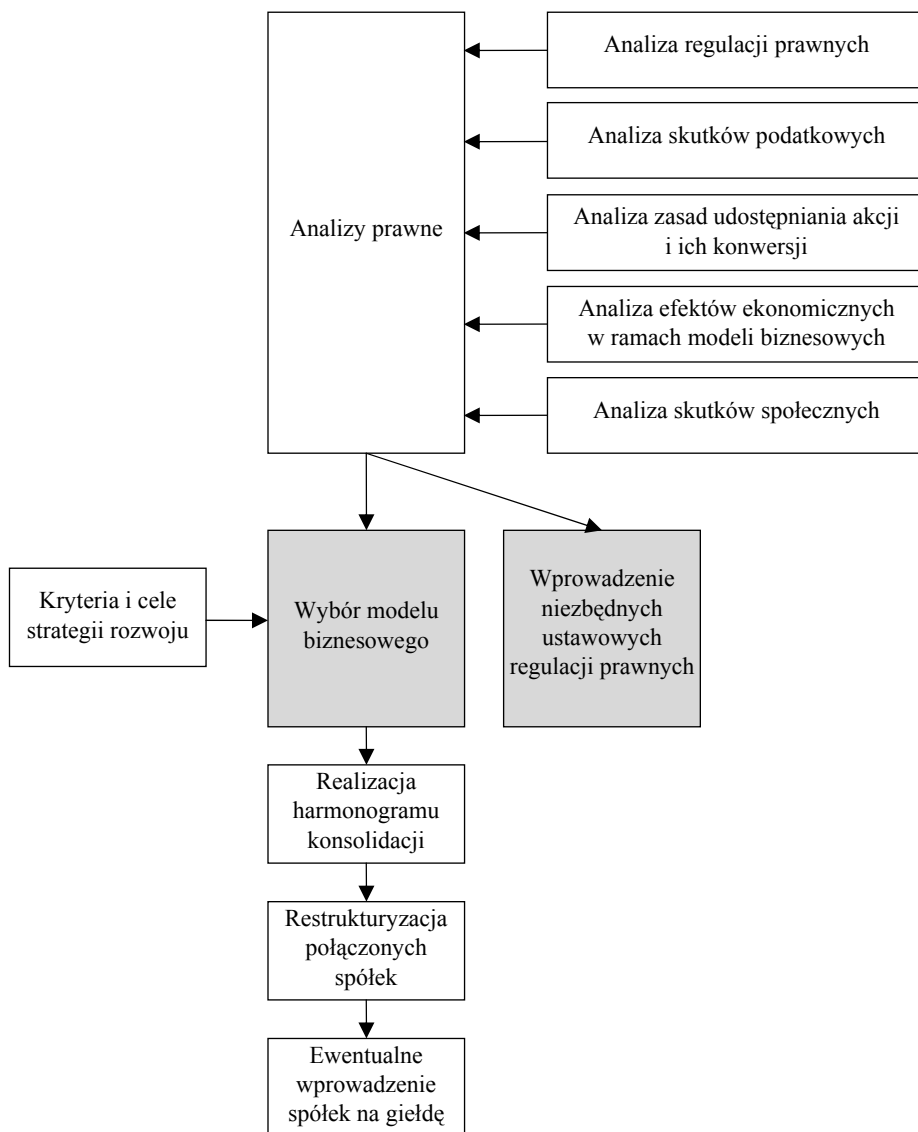


Rys. 9. Przykładowe zorganizowanie podmiotu po konsolidacji pionowej

Źródło: opracowanie własne.

Koszty związane z osiągnięciem takiej struktury będą z pewnością duże, biorąc pod uwagę obecne działania spółek. Według autora, przykładem braku optymalizacji kosztów przy budowie grup zintegrowanych pionowo jest realizacja wydzielenia danego obszaru, np. obszaru obrotu w ramach dwóch spółek dystrybucyjnych mających docelowo wejść w skład grupy zintegrowanej pionowo. Dodatkowo zdarza się wśród podmiotów w Polsce, że jedna ze spółek ma już wydzielony obszar obrotu, który mógłby pełnić rolę konsolidującą pozostałe obszary podmiotów. Naturalne jest, że docelowo i tak podmioty te powinny zostać skonsolidowane. Obszar obrotu został podany przykładowo, uwaga ta dotyczy także obszaru wytwarzania w oparciu o źródła odnawialne, obszarów obsługi klienta, spółek serwisowych i innych. Opisane działania powodują chociażby powstanie jednorazowych obciążeń podatkowych związanych z aportem i ostatecznie krótszy czas uzyskania docelowych struktur. Zbyt duży nacisk na czas realizacji procesów reorganizacyjnych w sektorze powoduje zmniejszenie poziomu zorganizowania spółek, co ma z pewnością negatywny wpływ na ich wartość. Odnosząc się do kwestii zasad wydzielenia operatora systemu dystrybucyjnego w niektórych spółkach dystrybucyjnych (zob. punkt 2.2. artykułu), warto zadać sobie pytanie o ocenę spółek przez inwestorów w sytuacji opisanego w prospekcie emisyjnym zagrożenia związanego z nie w pełni zgodnymi z regulacjami prawnymi zasadami wyodrębnienia OSD – poprzez wydzielenie aportowe obrotu. Jest to kolejny argument na to, aby wstrzymać plany szybkiego debiutu giełdowego. Wydaje się, że formułowanie zasad połączenia podmiotów oraz ich dalszego rozwoju powinno się odbywać w ramach procedury określonej na rys. 10.

Przedstawione na rys. 10 zasady budowy strategii dla podmiotów sektora energetycznego nie stanowią *novum* z prakseologicznego punktu widzenia dokonywania zmian restrukturyzacyjnych. Niemniej jednak są odpowiedzią na to, co działo się w ostatnich latach – biorąc pod uwagę mechanizmy dotyczące identyfikacji problemów i pospieszne próby ich eliminacji poprzez ustawy niepozbawione najczęściej błędów prawnych.



Rys. 10. Ogólna procedura zasad budowy strategii podmiotów sektora

Źródło: opracowanie własne.

Analizując modele połączenia przedsiębiorstw, należy w chwili obecnej zdać sobie sprawę z tego, że z pewnością nie przyczynią się one do poprawy efektywności działania spółek z punktu widzenie klienta. Nie dojdzie także z pewnością do obniżenia cen energii, o czym głośno mówi się w dyskusjach mających za zadania

wzbudzić akceptację społeczną dla prowadzonych zmian. O cenach energii decydują bowiem zupełnie inne czynniki, związane chociażby ze zmianami zasad rozliczania akcyzy czy też z obciążeniami finansowymi dotyczącymi ochrony środowiska. Wydaje się, że w całym procesie określenia celów dla sektora skoncentrowano się głównie na tym, by budować duże grupy, zapominając o szczegółach i o potencjale, jaki dzisiaj daje innowacyjność. Podczas budowy strategii dla sektora nie uwzględniono np. niezwykle efektywnych podmiotów zorganizowanych jako grupy multienergetyczne, pomimo że istnieje także wiele pozytywnych doświadczeń związanych z tego typu podmiotami w Europie Zachodniej.

Literatura

- Białowas P., *Czy giełda może poczekać?*, „Magazyn Gospodarczy. Fakty” 2007a, nr 4.
Białowas P., *Model zarządzania strategicznego i operacyjnego – w kierunku wzrostu efektywności działania przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie Jakością” 2007b, nr 2.
Białowas P., *Problematyka integracji przedsiębiorstw w procesach fuzji i przejęć*, „Zarządzanie Jakością” 2006, nr 4.
Jeziński G., *Energia jądrowa wczoraj i dziś*, WNT, Warszawa 2005.
Pyka J. (red.), *Koncepcje i modele konsolidacji przedsiębiorstw w sektorze paliwowo-energetycznym*, Prace Naukowe AE Katowice, Katowice 2004.

PROBLEMS OF THE RESTRUCTURING PROCESS AND RAISING OF THE EFFECTIVENESS OF AN ENTERPRISE BASED ON THE EXAMPLE OF CHOSEN ENTERPRISES IN POLISH ENERGY INDUSTRY – SUMMARY OF THE LAST YEARS’ RESTRUCTURING PROCESS

Summary

In the article, the author presented directions of development of Polish enterprises in energy sector. The paper shows the main external law requirements concerning changes in Polish energy enterprises. Basing on the implemented into the Polish law European directive regulations concerning divided distribution and commercial sales area, the author presented the main restructuring scenarios for enterprises. The study compares the potential of Polish and West European enterprises. The Author proposed the optimal restructuring process for Polish energy enterprises, basing on his own experiences.

Piotr Białowas – dr, adiunkt w Katedrze Zarządzania Jakością i Środowiskiem Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu – Wydział w Jeleniej Górze.