



Anna BEDLA*

Czynniki ryzyka wpływające na proces łączenia się spółek kapitałowych w branży ciepłowniczej

Streszczenie: Istotnym segmentem działań podejmowanych w procesie łączenia się spółek kapitałowych jest opracowanie strategii zarządzania ryzykiem. Kluczowe przedsięwzięcie w tym zakresie obejmuje między innymi identyfikację źródeł niepewności związanych z realizacją przedsięwzięcia. W artykule wyszczególniono najważniejsze czynniki ryzyka oddziałujące na proces łączenia się spółek kapitałowych w branży ciepłowniczej. W treści zaprezentowano krótką analizę tych czynników z określeniem prawdopodobieństwa wystąpienia niekorzystnych zdarzeń. Interesujący element pracy stanowi diagnoza wskazująca na poziom istotności określonego rodzaju ryzyka z punktu widzenia realizowanego procesu fuzji. Artykuł zwraca uwagę na fakt, iż w procesie reagowania na pojawiające się zagrożenia istotne jest kreowanie właściwej strategii zarządzania ryzykiem, pozwalającej na odpowiednie monitorowanie niebezpieczeństw i szans na wszystkich etapach realizacji połączenia przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: czynniki ryzyka, łączenie spółek, zarządzanie ryzykiem

Risk factors affecting merges of companies in the district heating sector

Abstract: One of the most significant elements in the merger process is connected with preparing a strategy of risk management to define factors which contribute to any potential risk during the whole process. In this article, the most important risk factors which affect the merger process of the companies operating in the heating sector were identified. The author also presents a short analysis which determines the probability of its occurrence. The analysis indicates the significant level of the risk factors while taking into consideration the implementation of the merger process. The conclusions based on the analysis confirm that it is very important to create the relevant risk management strategy in order to address any risks. The risk management strategy proposes to take appropriate steps in monitoring risk as well as chance at every stages of the merger process.

Keywords: risk factors, merger process, risk management

* Mgr, Dyrektor Departamentu Organizacyjno-Prawnego TAURON Ciepło Sp. z o.o., Katowice;
e-mail: anna.bedla@tauron-cieplo.pl.

Wprowadzenie

Na wstępie należy zwrócić uwagę na fakt, że w literaturze naukowej występuje zamieszanie pojęciowe a poszczególni autorzy prezentują różne, często rozbieżne stanowiska, w przedmiocie definiowania ryzyka. Pewni autorzy (np. Knight 1921; Willet 1951; Pfeffer 1956) stoją na stanowisku, że kluczem do zrozumienia ryzyka jest niepewność i stan niepożądanego. Knight termin „ryzyko” odnosi do zmiennych, dla których można określić rozkład prawdopodobieństwa, natomiast „niepewność” do tych parametrów, dla których rozkłady określić się nie da. Mayo (1997) z kolei, postrzega ryzyko jako niepewność, czy oczekiwany zysk zostanie osiągnięty. Niepewność rozumiana jest jako stan niewiedzy, niedostatek informacji – jej zakres może być redukowany wskutek pozyskiwania coraz większej liczby danych. Interesującą koncepcję przedstawia Smith (1994), który zwraca uwagę na to, że oprócz niepewności istotny aspekt związany z pojęciem ryzyka stanowią konsekwencje, będące skutkiem podejmowanych decyzji i miarą efektu, jaki określona zmienna wywiera na projekt. Miarę ryzyka daje kombinacja konsekwencji i niepewności:

$$\text{ryzyko} = \text{niepewność} \times \text{konsekwencje}$$

Z punktu widzenia procedur formalno-prawnych łączenie się spółek kapitałowych jest procesem złożonym. Wbrew często spotykanej opinii sukces i osiągnięcie oczekiwanych efektów synergii nie zależą tylko od dobrze przeprowadzonego procesu *due-diligence*, ale również od przyjętej strategii zarządzania ryzykiem na podstawie zidentyfikowanych źródeł niepewności oraz właściwego i efektywnego zarządzania samym projektem połączenia (Pritchard 2002; Roszkowski i in. 2014).

W 2011 roku doszło do połączenia kilku spółek działających w regionie konurbacji śląsko-dąbrowskiej – przedsiębiorstw prowadzących działalność w obszarze obejmującym wytwarzanie ciepła z lokalnych kotłowni oraz dystrybucji i sprzedaży ciepła do klientów końcowych. Spółki te prowadziły swoją działalność od przeszło 40 lat, a miejscem działalności spółek były miasta Katowice, Mysłowice, Chorzów, Siemianowice Śląskie i Świętochłowice, Łazy i Zawiercie (Górny Śląsk), Dąbrowa Górnicza, Będzin, Wojkowice, Czeladź, Sosnowiec (Zagłębie Dąbrowskie) oraz Olkusz, Bukowno, Klucze, Sławków (zachodnia Małopolska). Łączące się przedsiębiorstwa produkowały ciepło w 67 źródłach własnych o łącznej mocy zainstalowanej wynoszącej około 201 MW; pozostałe ilości ciepła nabywano ze źródeł zewnętrznych. Rozprowadzenie medium odbywało się poprzez sieci ciepłownicze o łącznej długości ponad 900 km.

Połączenie przeprowadzone zostało w związku z realizowanym procesem restrukturyzacji mającym zasadniczo na celu zwiększenie efektywności zintegrowanych podmiotów o zbliżonym przedmiocie działalności.

Biorąc pod uwagę te uwarunkowania, celem niniejszego artykułu jest ogólna analiza ryzyka oddziałującego na proces połączenia wynikającego z niepewności związanej z:

- specyfiką funkcjonowania w branży ciepłowniczej (ryzyko sektorowe),
- emisją akcji połączeniowych (ryzyko integracji).

Wskazane ryzyko scharakteryzowano na podstawie zrealizowanego efektywnie procesu połączenia wspomnianych spółek w ramach jednej grupy kapitałowej działającej w sektorze ciepłowniczym.

1. Identyfikacja kluczowych czynników ryzyka

Zrealizowanie transakcji połączeniowej spółek ciepłowniczych poprzedzone zostało zidentyfikowaniem znaczących, w kontekście planowanego objęcia przez akcjonariuszy akcji połączeniowych, czynników ryzyka; równoległe wyodrębniono też niepewności, które uznano za nieistotne z punktu widzenia działalności łączących się spółek. Czynniki te określone zostały nie tylko z uwagi na aspekt obejmowania akcji połączeniowych przez akcjonariuszy spółki przejmowanej, ale w kontekście perspektyw dalszej działalności zintegrowanego podmiotu. Dokonana identyfikacja i ocena czynników ryzyka, pozwoliły spółkom na kompleksowe zarządzanie tymi rodzajami ryzyka, które miały największy wpływ na proces fuzji, w tym w szczególności na realizację celów strategicznych po połączeniu w przypadku ich materializacji. Mając to na uwadze, wyodrębnione czynniki ryzyka zaklasyfikowano do trzech głównych kategorii (Skorupka i in. 2012; Pritchard 2012):

I. Czynniki rynkowe, związane z sektorem gospodarki, w którym prowadzona jest działalność łączących się spółek,

II. Czynniki operacyjne, związane z funkcjonowaniem poszczególnych przedsiębiorstw,

III. Czynniki związane z integracją (emisją akcji połączeniowych).

Do ryzyka rynkowego zaliczono:

- ryzyko niekorzystnych decyzji organów regulacyjnych i zmian dotyczących otoczenia regulacyjnego,
- ryzyko związane z wymogiem posiadania koncesji i innych zezwoleń administracyjnych,
- ryzyko związane z zatwierdzeniem wysokości taryf przez prezesa URE,
- ryzyko dotyczące obowiązku utrzymywania zapasów paliw.

Do ryzyka operacyjnego, związanego z funkcjonowaniem spółek zaliczono z kolei:

- ryzyko wystąpienia awarii,
- ryzyko spadku zapotrzebowania na ciepło,
- ryzyko przerwania dostaw paliw do jednostek wytwórczych spółki,
- ryzyko związane z działaniami organizacji związkowych oraz ograniczeniami wynikającymi z umów społecznych,
- ryzyko związane z możliwością utraty wykwalifikowanej kadry,
- ryzyko związane z uzależnieniem od dostaw niektórych usług i produktów od osób trzecich,
- ryzyko niewystarczającej ochrony ubezpieczeniowej,
- ryzyko wystąpienia wypadków przemysłowych,
- ryzyko związane z postępowaniami sądowymi,
- ryzyko związane z nieuregulowanym stanem prawnym nieruchomości,
- ryzyko związane z niezrealizowaniem przyjętej strategii.

Do ryzyka związanego z integracją (emisją akcji połączeniowych) zaliczono:

- ryzyko związane z opóźnieniem lub odmową zarejestrowania fuzji przez sąd,
- ryzyko uchylecia lub unieważnienia uchwały połączeniowej lub uchwały walnego zgromadzenia spółki przejmowanej w przedmiocie połączenia,
- ryzyko związane z obowiązkiem odrębnego zarządu majątkami spółki przejmującej i spółki przejmowanej,

- ryzyko związane z ustaleniem właściwego parytetu wymiany akcji,
- ryzyko związane z wydaniem akcji połączeniowych nieuprawnionym osobom.

2. Analiza kluczowych czynników ryzyka wpływających na łączenie spółek

Ze względu na fakt, że każdy z czynników ryzyka związanych z funkcjonowaniem spółek mógł mieć istotny, niekorzystny wpływ na działalność, wyniki lub sytuację finansową podmiotu po połączeniu, za uzasadnione uznane zostało wykonanie analizy, której celem było określenie:

- prawdopodobieństwa wystąpienia,
- wpływu oraz
- wagi danego czynnika z punktu widzenia prowadzonej działalności.

Metodyka badań prowadziła się więc do subiektywnej, w skali 1–3, oceny prawdopodobieństwa, oceny oddziaływania ryzyka (również od 1 do 3) oraz wagi (od 1 do 9). Szeroki zakres wag (waga niska: 1–2, waga średnia: 3–5, wysoka 6–9) związany był z dużą liczbą czynników ryzyka. Analiza pozwoliła na zidentyfikowanie najważniejszych czynników ryzyka. W celu odpowiedniego zarządzania ryzykiem dokonano następnie opisu – wraz określeniem skutku zmaterializowania – wyodrębnionych rodzajów ryzyka. Wszystkie ze scharakteryzowanych rodzajów ryzyka odniesiono do bieżącej działalności przedsiębiorstw ciepłowniczych.

Na podstawie wykonanej analizy sporządzono opis ryzyka, obejmujący wymienione indykatory (tab. 1), a następnie określono sposób postępowania związany z tym ryzykiem.

Z przedstawionej analizy wynika, że najważniejszymi czynnikami ryzyka, z punktu widzenia połączenia spółek, są:

- uchylene lub unieważnienie uchwały połączeniowej lub uchwały walnego zgromadzenia spółki przejmowanej,
- opóźnienie lub odmowa zarejestrowania połączenia przez sąd,
- ustalenie właściwego parytetu wymiany akcji.

Należy podkreślić, że stosunkowo duże znaczenie – z punktu widzenia realizacji celów połączenia – mają również czynniki ryzyka rynkowego; średnimi wagami oznaczono czynniki operacyjne, które z punktu widzenia działalności spółki mają bardzo duży wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstw, natomiast ich oddziaływanie na proces połączenia jest stosunkowo niewielkie.

Mając na uwadze charakter działalności prowadzonej przez łączące się przedsiębiorstwa, w dalszej części opracowania przedstawiono najistotniejsze czynniki ryzyka z grupy II – czynniki operacyjne związane z funkcjonowaniem poszczególnych spółek.

W celu właściwego zarządzania ryzykiem każdy z wyodrębnionych rodzajów ryzyka został opisany wraz określeniem skutku jego zmaterializowania (tab. 2).

Konieczność określenia kluczowych źródeł niepewności oraz szczegółowe ich opisanie związane jest z utworzeniem właściwego systemu zarządzania ryzykiem, jak również przypisaniem określonego rodzaju zagrożenia do odpowiedniego właściciela. Tabela 2 pokazuje, że wszystkie z opisanych rodzajów ryzyka powiązane z bieżącą działalnością spółek ciepłowniczych – niemniej jednak wskazanie tych zagrożeń było konieczne w aspekcie połą-

TABELA 1. Ocena wpływu poszczególnych rodzajów ryzyka na połączenie spółek

TABLE 1. Influence assessment of the particular types of risks to the merger process

Nazwa	Prawdopodobieństwo	Wpływ	Waga
Ryzyko niekorzystnych decyzji organów regulacyjnych i zmian dotyczących otoczenia regulacyjnego	1	3	5
Ryzyko związane z wymogiem posiadania koncesji i innych zezwoleń administracyjnych	1	3	6
Ryzyko związane z zatwierdzaniem wysokości taryf przez prezesa URE	1	3	6
Ryzyko dotyczące obowiązku utrzymywania zapasów paliw	1	2	3
Ryzyko wystąpienia awarii	2	3	6
Ryzyko spadku zapotrzebowania na ciepło	1	2	8
Ryzyko przerwania dostaw paliw do jednostek wytwórczych spółki	2	2	6
Ryzyko związane z działaniami organizacji związkowych oraz ograniczeniami wynikającymi z umów społecznych	1	2	2
Ryzyko związane z utratą wykwalifikowanej kadry	1	3	4
Ryzyko związane z uzależnieniem od dostaw niektórych usług i produktów od osób trzecich	2	3	4
Ryzyko związane z postępowaniami sądowymi	1	1	3
Ryzyko związane z nieuregulowanym stanem prawnym nieruchomości	2	2	6
Ryzyko związane z opóźnieniem lub odmową zarejestrowania połączenia przez sąd	1	3	9
Ryzyko uchylecia lub unieważnienia uchwały połączeniowej lub uchwały walnego zgromadzenia spółki przejmowanej w przedmiocie połączenia	1	3	9
Ryzyko związane z obowiązkiem odrębnego zarządu majątkami spółki przejmującej i spółki przejmowanej	1	1	2
Ryzyko związane z ustaleniem właściwego parytetu wymiany akcji	1	3	8
Ryzyko związane z wydaniem akcji połączeniowych nieuprawnionym osobom	1	1	2
Opis skali: Prawdopodobieństwo: 1 (małe), 2 (średnie), 3 (duże); Wpływ: 1 (mały), 2 (średni), 3 (duży); Waga: niska (1, 2), średnia (3, ..., 5), wysoka (6, ..., 9)			

Źródło: opracowanie własne na podstawie analizy prawno-ekonomicznej połączenia spółek PEC Katowice i PEC w Dąbrowie Górniczej

TABELA 2. Opis poszczególnych rodzajów ryzyka wraz z określeniem skutku zmaterializowania

TABLE 2. Description of the particular types of risk together with the determination of the materialization consequences

Nazwa ryzyka	Opis	Skutek zmaterializowania	Waga
1	2	3	4
Ryzyko wystąpienia awarii	awarie lub zakłócenia związane z funkcjonowaniem urządzeń, instalacji lub sieci spowodowane między innymi wyeksploatowaniem urządzeń i instalacji lub zdarzeń niezależnych od spółki	– wstrzymanie lub ograniczenie dostaw ciepła – konieczność poniesienia kosztów odbudowy lub naprawy urządzeń lub sieci – wyrządzenie szkód osobom trzecim, – powstanie obowiązku wypłaty odszkodowań lub kar umownych z tytułu naruszenia warunków umowy	6
Ryzyko spadku zapotrzebowania na ciepło	wysokość przychodów osiąganych ze sprzedaży ciepła częściowo uzależniona jest od panujących warunków atmosferycznych (im wyższa temperatura, tym mniejsze zapotrzebowanie na ciepło); przedłużające się niekorzystne warunki atmosferyczne, mogą powodować, iż urządzenia i instalacje wykorzystywane do wytwarzania i dystrybucji ciepła zaczną pracować z mniejszą sprawnością	– obniżenie poziomu przychodów z prowadzonej działalności – podniesienie rozszczeń ze strony odbiorców ciepła o zapłatę odszkodowań, kar umownych lub udzielenie bonifikat w związku z ograniczeniami w dostawie ciepła	8
Ryzyko przerwania dostaw paliwa do jednostek wytwórczych Spółki	problemy techniczne, katastrofy naturalne, trudne warunki atmosferyczne, problemy w transporcie, niedotrzymanie warunków umów przez dostawców paliw wykorzystywanych paliw (węgiel, oleju, gazu)	– przerwanie lub znaczące ograniczenie wytwarzania ciepła	6
Ryzyko związane z działaniami organizacji związkowych	możliwość wystąpienia strajków lub innych akcji protestacyjnych w związku z przynależnością pracowników spółki do organizacji związkowych	– konieczność prowadzenia długotrwałych negocjacji ze związkami zawodowymi – możliwość wystąpienia strajków, przerw w pracy lub innych akcji protestacyjnych spowodowanych na przykład próbą zmniejszenia poziomu zatrudnienia lub zakresu świadczeń socjalnych	2
Ryzyko utraty wykwalifikowanej kadry	realizacja strategii spółki uzależniona jest od zatrudnienia kadry o odpowiednich kwalifikacjach i doświadczeniu,	– trudności z utrzymaniem lub pozyskaniem wykwalifikowanej kadry oddziałujące na możliwości rozwoju spółki	4

TABELA 2 cd.

TABLE 2. cont.

1	2	3	4
	w szczególności w zakresie prowadzenia inwestycji, jak również eksploatacji urządzeń i sieci ciepłowniczych		
Ryzyko związane z uzależnieniem od dostaw niektórych usług i produktów od osób trzecich	dostarczanie od osób trzecich specjalistycznych usług (np. usługi inżynierskie, projektowe, dostawa surowców niezbędnych do produkcji ciepła, świadczenie przez osoby trzecie usług technologicznych)	– brak lub opóźnienie w dostawie usług przez osoby trzecie lub dostarczanie usług/produktów przez osoby trzecie niezgodnie z określonymi wymogami narazi spółkę na niedotrzymanie bezpieczeństwa dostaw ciepła do mieszkańców i w efekcie poniesienie dodatkowych kosztów	4
Ryzyko związane z postępowaniami sądowymi	prorowadzone postępowania sądowe i/lub administracyjne, dla których wykonywane są działania mające na celu pozytywne ich zakończenie	– zakończenie toczących się postępowań sądowych z niekorzystnym wynikiem	3
Ryzyko związane z nieuregulowanym stanem prawnym nieruchomości	korzystanie z nieruchomości, przez które przechodzą linie ciepłownicze o nieuregulowanym stanie prawnym	– podnoszenie roszczeń ze strony właścicieli lub innych osób o odszkodowanie z tytułu bezumownego korzystania z nieruchomości	6

Źródło: opracowanie własne na podstawie memorandum informacyjnego łączących się spółek

czenia dwóch różnych struktur organizacyjnych, jak też stworzenia mechanizmów, które pozwoliłyby na uruchomienie jednakowych procesów w przypadku zmaterializowania się któregoś z występujących rodzajów ryzyka. Z przedstawionej tabeli wynika, iż najdonioślejsze znaczenie – z punktu widzenia ich ważności w działalności operacyjnej spółek – ma ryzyko spadku zapotrzebowania na ciepło oraz ryzyko wystąpienia awarii. Odpowiednio wysoką rangą charakteryzuje się również ryzyko związane z nieuregulowanym stanem prawnym nieruchomości (roszczenia ze strony osób trzecich o odszkodowanie z tytułu bezumownego korzystania z nieruchomości). Najniższe znaczenie, z kolei, przypisano ryzyku związanym z działaniami organizacji związkowych; wynika to z założenia, iż w połączonym podmiocie nie będą prowadzone działania zmierzające do redukcji zatrudnienia, wobec czego nie ma wysokiego niebezpieczeństwa wystąpienia ewentualnych strajków lub innych działań powodujących wstrzymanie procesu integracji. Z punktu widzenia opisanego procesu łączenia się spółek ryzyko to, pomimo wysokiego prawdopodobieństwa wystąpienia, nie miało istotnego wpływu na realizację procesu.

Przy określaniu i klasyfikowaniu danego rodzaju ryzyka należy potrafić rozróżniać zagrożenia dostrzegalne na początku procesu łączenia oraz takie, których pierwotnie rozpoznać się nie da. Rozróżnienie to jest istotne o tyle, o ile jest się w stanie zidentyfikować zagrożenia, które bezpośrednio mogą mieć wpływ na realizowany proces, w celu ich stałego monitorowania. Warto również dodać, iż dla rodzajów ryzyka, które charakteryzują się dużą możliwością wystąpienia, należy zaplanować właściwą reakcję na ewentualne zagrożenie poprzez:

- wybór właściwych działań oraz
- przypisanie do niego osób odpowiedzialnych za przeprowadzenie odpowiednich czynności.

Realizacja tych działań pozwoli na wyeliminowanie lub istotne zmniejszenie skutków zmaterializowania konkretnego ryzyka.

Podsumowanie i wnioski

Działalność spółek ciepłowniczych na rynku krajowym związana jest z zarówno makroekonomicznymi, jak również mikroekonomicznymi źródłami ryzyka. Zdefiniowane przy realizacji łączenia spółek jego rodzaje stworzyły możliwości wcześniejszego reagowania na sytuacje powodujące możliwość zmaterializowania się któregośkolwiek ze zdefiniowanych czynników ryzyka. Pozwoliło to na zapobieganie sytuacji mającej niekorzystny wpływ na dalszą działalność spółek na rynku regulowanym.

Zarządzanie ryzykiem związane jest z kilkoma procesami:

- identyfikacją czynników ryzyka,
- analizą czynników ryzyka,
- planowaniem reakcji na ryzyko oraz
- monitorowaniem i kontrolowaniem poszczególnych obszarów ryzyka.

Zdefiniowanie poszczególnych rodzajów ryzyka w aspekcie łączenia się spółek ciepłowniczych wynikało z obejmowania akcji połączeniowych przez akcjonariuszy spółki przejmowanej, jak również z samym procesem integracji, który realizowany był w strukturach projektowych. Oznaczało to, iż wystąpienie jednego lub kilku rodzajów ryzyka mogło mieć negatywny wpływ na proces połączenia, jak również negatywny wpływ na działalność operacyjną spółek uczestniczących w integracji. Rozpoznawanie ryzyka, związane z jego identyfikacją źródeł niepewności, jest pierwszym z procesów zarządzania ryzykiem związanym z ustaleniem zagrożenia i prawdopodobieństwem jego wystąpienia. Zrealizowanie analizy z należytą starannością umożliwia opracowanie przez osoby zarządzające procesem integracji odpowiedniej strategii uniknięcia ryzyka lub złagodzenia skutków jego wystąpienia.

Mając na uwadze fakt, iż zarządzanie ryzykiem nie kończy się z chwilą ukończenia procesu połączenia, należy zwrócić uwagę na konieczność monitorowania czynników mających wpływ na zmaterializowanie się poszczególnych rodzajów ryzyka – nawet po zrealizowaniu integracji podmiotów. W przypadku przedmiotowych spółek ciepłowniczych monitorowanie niektórych z przedstawionych rodzajów ryzyka zostało po integracji utrzymane. Stanowi to wyraz odpowiedzialności władz zintegrowanego podmiotu związanej z prowadzoną na szeroką skalę działalnością operacyjną w obrębie województwa śląskiego i zachodniej części województwa małopolskiego, której przedmiotem jest dostarczanie ciepła do kilkudziesięciu tysięcy mieszkańców.

Literatura

- Mayo, H.B. 1997. *Wstęp do inwestowania*. Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa.
- Knight, F.H. 1921. *Risk, Uncertainty, and Profit*. Hart, Schaffner & Marx; Houghton Mifflin Co, Boston, Massachusetts.

- Pfeffer, I. 1956. *Insurance and Economic Theory*. Homewood, Illinois.
- Pritchard, C.L. 2002. *Zarządzanie ryzykiem w projektach. Teoria i praktyka*. WIG-Press, Warszawa.
- Roszkowski i in. 2014 – Roszkowski, M., Roszkowski, H., Dostatni, E. i Gierulski, W. 2014. *Zarządzanie projektem*. PWE, Warszawa.
- Skorupka i in. 2012 – Skorupka, D., Kuchta, D. i Górski, M. 2012. *Zarządzanie ryzykiem w projekcie*. ARGi, Wrocław.
- Smith, L.D. 1994. *Discount Rates and Risk Assessment in Mineral Project Evaluations*. Transactions Institution of Mining & Metallurgy (Sect. A: Mineral Industry).
- Willet, A.H. 1951. *The Economic Theory of Risk Insurance*. The University of Pennsylvania Press, Philadelphia.

