

Sektory
energetyczny, użyteczności publicznej i wydobywczy

Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym*

Przegląd za rok 2008

Fuzje i przejęcia na światowym rynku
energii elektrycznej i gazu

*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Spis treści

- 01 Wstęp
- 02 Główne wnioski
- 04 Liczba i wartość transakcji: wzrosty i spadki
- 06 Inicjatorzy transakcji: główni uczestnicy rynku w 2008 r.
- 08 Lokalizacja transakcji: spojrzenie na główne rynki
 - 10 Ameryka Północna
 - 12 Europa
 - 14 Azja i Oceania
- 16 Patrząc w przyszłość
- 17 Kontakt

Metodologia i terminologia

Opracowanie zatytułowane „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym” zawiera analizę międzynarodowych i krajowych transakcji w sektorze energii elektrycznej i gazu na całym świecie. Stosowane przez nas terminy „sektor energetyczny” i „transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym” odnoszą się zarówno do sektora energii elektrycznej, jak i gazu (zob. szczegółowy opis poniżej). Analiza została przeprowadzona na podstawie bazy danych Dealogic „M&A Global” z grudnia 2008 r. i obejmuje ogłoszone transakcje, zarówno już zrealizowane, jak i oczekujące na finansowe i prawne zamknięcie. Wszystkie podane wartości transakcji obejmują przejęte zobowiązania. Dane liczbowe dotyczą wartości faktycznie nabytych udziałów i nie zostały przeliczone do 100% kapitału. W raporcie, w danych za 2008 rok, jak i za lata poprzednie, traktujemy Rosję jako odrębny obszar geograficzny, nieujęty w zestawieniach dotyczących Azji i Oceanii. Zgodnie z Północnoamerykańskim Systemem Klasyfikacji Przemysłu (NAICS) analizowane sektory obejmują: wytwarzanie, przesył, dystrybucję i sprzedaż energii elektrycznej; przesył i dystrybucję gazu ziemnego; przesył i dystrybucję gazu. Termin „energetyka” w kontekście niniejszego raportu odnosi się do wszystkich wymienionych sektorów. Przedstawione w raporcie liczby transakcji uwzględniają także transakcje, których wartości nie ogłoszono. Pełna lista transakcji zawartych w 2008 r. dostępna jest na stronie internetowej poświęconej transakcjom kapitałowym w sektorze energetycznym pod adresem: www.pwc.com/powerdeals.



W 2008 r. wartości transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym spadły z rekordowych poziomów odnotowanych w dwóch poprzednich latach. Przyczynił się do tego kryzys finansowy oraz duża

niepewność panująca na rynku, które niekorzystnie wpłynęły na aktywność w zakresie fuzji i przejęć. Pomimo tych niekorzystnych zjawisk całkowita liczba transakcji kapitałowych wzrosła jednak o 24%, co świadczy o tym, że przedsiębiorstwa koncentrowały się na mniejszych transakcjach, starając się wykorzystać nowe możliwości pojawiające się wraz ze zmianą warunków rynkowych.

Europę w najmniejszym stopniu dotknął spadek wartości transakcji kapitałowych i to właśnie na nią przypadła ponad połowa ogólnej wartości fuzji i przejęć w sektorze energetycznym. W zestawieniu z tym, w Australii, wcześniej będącej motorem wzrostu aktywności w Azji i Oceanii, transakcje w sektorze energetycznym praktycznie zamarły, do czego przyczyniła się niepewność co do nowych regulacji emisji dwutlenku węgla oraz kryzys finansowy. W Ameryce Północnej, podobnie jak w Europie, mniej było dużych transakcji, jednak aktywność w zakresie mniejszych transakcji była porównywalna z latami ubiegłymi.

Nasz raport zawiera analizę przesłanek stojących za ogólnymi trendami, a także najważniejszych transakcji. Ponadto, korzystając z naszego doświadczenia w doradztwie dla uczestników znaczących transakcji na wszystkich kluczowych rynkach energii elektrycznej i gazu, w kilku miejscach raportu zwracamy uwagę na najistotniejsze dla nich zagadnienia.

W dłuższej perspektywie stopniowe osłabienie kryzysu finansowego będzie kluczowym czynnikiem pobudzającym aktywność w sferze transakcji kapitałowych. Jednakże w najbliższym czasie sytuacja może wyglądać jeszcze mniej korzystnie niż w niedalekiej przeszłości, przede wszystkim wskutek dalszego ograniczenia dostępu do długu w związku z koniecznością sfinansowania rządowych programów pomocowych. Na przekór tej sytuacji fundamentalne potrzeby konsolidacji, zagwarantowania bezpieczeństwa dostaw i podniesienia kapitalizacji będą kreowały narastające zainteresowanie transakcjami kapitałowymi. Ponadto spadek cen energii zmieni postrzeganie inwestycji w droższe, ale czystsze aktywa wytwórcze, przez co jeszcze większe znaczenie będą miały międzynarodowe dyskusje o zmianach klimatycznych oraz przygotowania do szczytu klimatycznego ONZ w Kopenhadze w grudniu 2009 r.

Manfred Wiegand

Lider światowego zespołu ds. przedsiębiorstw użyteczności publicznej

Mark Hughes

Lider europejskiego zespołu ds. przedsiębiorstw użyteczności publicznej w dziale doradztwa finansowego

02 Główne wnioski

Liczba transakcji kapitałowych rośnie, podczas gdy ich wartość spada

W 2008 r. pomimo kryzysu kredytowego liczba transakcji kapitałowych na rynku energii elektrycznej i gazu skoczyła do najwyższego poziomu w historii – 954 transakcji, co oznacza wzrost o 24% w stosunku do rekordowego dotychczas poziomu 768 transakcji odnotowanego w 2007 r. Niezależnie od tego całkowita wartość transakcji w sektorze energetycznym drastycznie spadła – z historycznego maksimum równego 372,5 mld USD osiągniętego w 2007 r. do poziomu 220 mld USD, czyli aż o 41%. Wyłączając serię megatransakcji o wartości jednostkowej przekraczającej 40 mld USD, całkowita wartość transakcji w sektorze energetycznym w 2008 r. znalazła się na poziomie nieznacznie wyższym niż wartość odnotowana w 2007 r.

Brak megatransakcji

W przeciwieństwie do dwóch ubiegłych lat, w 2008 r. zupełnie zabrakło przyprawiających o zawrót głowy transakcji o wartości przekraczającej 40 mld USD, do czego przyczynił się kryzys finansowy oraz wstrzymywanie się od kolejnych transakcji przez graczy, którzy w ostatnich latach dokonali dużych fuzji lub przejęć i potrzebują czasu na uporządkowanie swojej sytuacji. Największa w 2008 r. oferta, złożona przez Gas Natural związana z przejęciem Union Fenosa i opiewająca na kwotę 35,8 mld USD, była jedną z zaledwie trzech transakcji kapitałowych w 2008 r., które przekroczyły kwotę 10 mld USD, podczas gdy w latach 2006 i 2007 takich transakcji było dziewięć. Wynikiem zaniku transakcji o wartości przekraczającej 10 mld USD był spadek całkowitej wartości transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym o 74 mld USD.

Energia jądrowa wysuwa się na pierwszy plan

Odrodzenie energetyki jądrowej znajduje odzwierciedlenie w globalnym wyścigu największych uczestników rynku o jak najlepszą pozycję w tej dziedzinie. W 2008 r. głośno było o francuskim EDF, który za łączną kwotę bliską 30 mld USD przejął British Energy na rynku brytyjskim oraz prawie 50% aktywów atomowych Constellation Energy na rynku amerykańskim. Powrót do energetyki jądrowej przyczynił się również do zawarcia szeregu transakcji typu joint venture pomiędzy przedsiębiorstwami energetycznymi a przedsiębiorstwami dostarczającymi technologie i realizującymi projekty budowy elektrowni jądrowych.

Uczestnicy rynku gazu postanowili przeczekać

Nadal zauważalny był względny brak transakcji kapitałowych na rynku gazu. Posiadacze aktywów gazowych trzymali się mocno swoich cennych zasobów. Transakcje kapitałowe na rynku gazu stanowiły tylko 12,8% wszystkich transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym i opiewały na zaledwie 7% całkowitej wartości takich transakcji. Silne dążenie do utrzymania aktywów gazowych znalazło odzwierciedlenie w udanej obronie Origin Energy przed wynoszącą 13,3 mld USD ofertą przejęcia złożoną przez brytyjską BG Group, która chciała w ten sposób uzyskać dostęp do cennych australijskich zasobów gazu należących do Origin.

04 Liczba i wartość transakcji: wzrosty i spadki

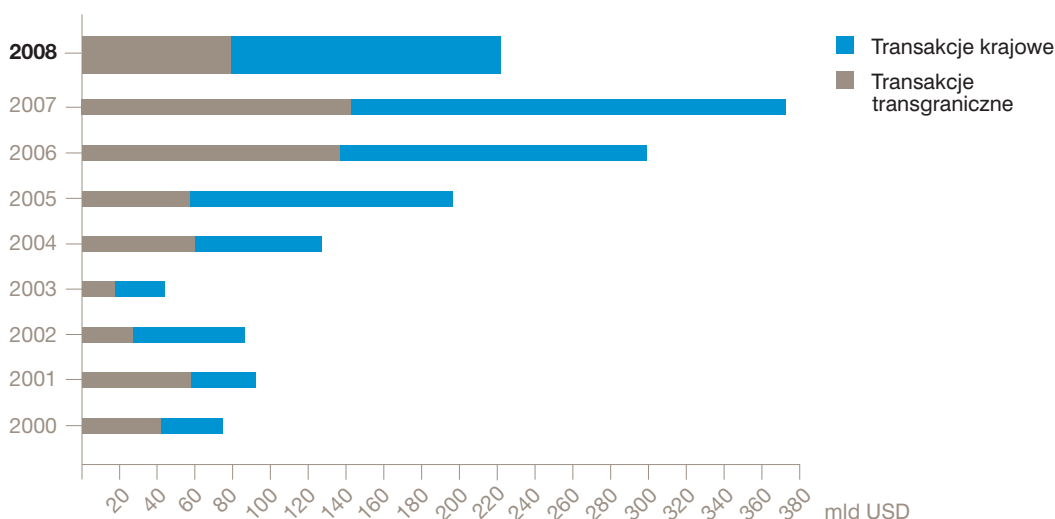
W 2008 r. duża częstotliwość transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym kontrastowała ze spadkiem ich wartości. Przyczyniły się do tego zmienione realia rynkowe, w obliczu których stanęły przedsiębiorstwa po okresie boomu w sferze fuzji i przejęć w latach 2006 i 2007. Kryzys kredytowy oraz szersze załamanie gospodarcze zbiegły się w czasie z naturalnym obniżeniem aktywności niektórych dużych graczy, którzy skoncentrowali się na integracji po wcześniejszych megatransakcjach. Najwięksi gracze usunęli się w cień, zaś na pierwszy plan wysunął się szerszy rynek, na którym aktywność, choć już nie wartość transakcji, pozostawała na wysokim poziomie.

Pomimo kryzysu kredytowego liczba transakcji na rynku energii elektrycznej i gazu skoczyła w 2008 r. do najwyższego w historii poziomu 954, czyli o 24% wyższego od rekordowego dotychczas poziomu 768 transakcji odnotowanego w 2007 r. Jednakże wartości transakcji drastycznie spadły. Całkowita wartość wszystkich transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym obniżyła się o 41% do poziomu 220 mld USD z poziomu historycznego maksimum równego 372,5 mld USD osiągniętego w 2007 r. W szczególności spadła liczba i wartość dużych transakcji. Podczas gdy średnia wartość transakcji średniej wielkości, zamykających się w przedziale od 250 mln USD do 1 mld USD, wzrosła o 4% do poziomu 499 mln USD, średnia wartość transakcji przekraczających 1 mld USD spadła o 32% z 5,6 mld USD do 3,8 mld USD. Liczba transakcji kapitałowych o wartości ponad 1 mld USD spadła z 54 w 2007 r. do 40 w 2008 r., podczas gdy liczba najmniejszych transakcji (o wartości poniżej 250 mln USD) wzrosła o 20%, z 401 do 499.

Całkowita wartość transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym w 2008 r. zamknęła się kwotą nieznacznie wyższą niż odnotowana w 2005 r., tj. przed przyprawiającymi o zawrót głowy rekordami osiągniętymi w latach 2006 i 2007 (zob. wykres 1). W 2008 r. wartość transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym na poziomie 220 mld USD była zaledwie o około 10% wyższa niż wartość 196 mld USD odnotowana w 2005 r. W kolejnych dwóch latach na rynku ogłoszono całą serię megatransakcji, w tym w sumie dziewięć transakcji o wartości przekraczającej 10 mld USD. Dla porównania w 2008 r. pojawiły się tylko 3 takie transakcje. Z ogólnego spadku wartości transakcji wynoszącego 152,5 mld USD, 74 mld USD było efektem mniejszej liczby transakcji o wartości przekraczającej 10 mld USD w stosunku do lat 2006 i 2007.

Spadek wartości transakcji dotyczył zarówno rynku gazu, jak i rynku energii elektrycznej (zob. tabela 1). Transakcje na rynku gazu nadal stanowiły niewielką część wszystkich transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym. Pod względem wartości ich udział wyniósł 7% był zatem podobny do odnotowanego w 2007 r., natomiast pod względem liczby ich udział wyniósł 12,8% (122 z 954), co oznacza nieznaczny wzrost w porównaniu z 2007 r. (11,6%). Niewielka zmiana nastąpiła również w wysokości udziałów transakcji transgranicznych i krajowych (zob. tabela 2). Znaczące przesunięcia aktywności wystąpiły natomiast pomiędzy regionami, przy czym Europa doświadczyła najmniejszego spadku wartości transakcji kapitałowych (zob. rozdziały poświęcone regionom). Kwartalna analiza aktywności w sferze transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym w 2008 r. (zob. wykres 2) sugeruje, że negatywny wpływ kryzysu kredytowego był odczuwalny względnie równomiernie przez cały rok i nie nastąpił spadek liczby ogłaszanych transakcji w okresie jesiennego gwałtownego pogłębienia się kryzysu w sektorze bankowym i finansowym. Trzeci kwartał przyniósł nawet silny wzrost wartości transakcji kapitałowych w następstwie ogłoszenia dwóch największych transakcji w sektorze energetycznym w 2008 r.

Wykres 1: Wartość wszystkich transakcji kapitałowych w sektorze energii elektrycznej i gazu



Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Tabela 1: **Transakcje transgraniczne i krajowe na rynku energii elektrycznej – lata 2007 i 2008**

2007		2008		Zmiana w 2008	
Liczba	Wartość (mld USD)	Liczba	Wartość (mld USD)	% zmiana liczby transakcji	% zmiana wartości transakcji
679	348,3	832	205,6	+23%	-41%

Transakcje transgraniczne i krajowe na rynku gazu – lata 2007 i 2008

2007		2008		Zmiana w 2008	
Liczba	Wartość (mld USD)	Liczba	Wartość (mld USD)	% zmiana liczby transakcji	% zmiana wartości transakcji
89	24,2	122	14,4	+37%	-41%

Zmiana liczby i wartości wszystkich transakcji kapitałowych w sektorze energii elektrycznej i gazu – lata 2007 i 2008

2007		2008		Zmiana w 2008	
Liczba	Wartość (mld USD)	Liczba	Wartość (mld USD)	% zmiana liczby transakcji	% zmiana wartości transakcji
768	372,5	954	220	+24%	-41%

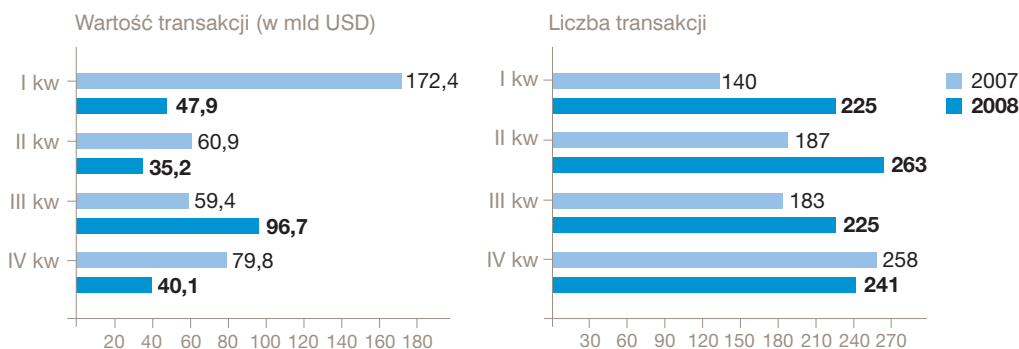
Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Tabela 2: **Transakcje transgraniczne i krajowe w sektorze energii elektrycznej i gazu**

	2006				2007			
	Liczba	Wartość (mld USD)	Udział ilościowy	Udział wartościowy	Liczba	Wartość (mld USD)	Udział ilościowy	Udział wartościowy
Krajowe	530	229,9	69%	62%	651	137,3	68%	62%
Transgraniczne	238	142,6	31%	38%	303	82,7	32%	38%
Razem	768	372,5	100%	100%	954	220	100%	100%

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Wykres 2: **Kwartalna analiza wartości (w mld USD) i liczby transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym**



Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

06 Inicjatorzy transakcji: główni uczestnicy rynku w 2008 r.

Ożywienie w energetyce jądrowej, dalsza konsolidacja przedsiębiorstw energetycznych w Europie oraz w mniejszym stopniu w Stanach Zjednoczonych, a także restrukturyzacja sektora energetycznego w Rosji były kluczowymi determinantami największych transakcji kapitałowych w 2008 r. Zaangażowanie podmiotów europejskich w ponad połowę wszystkich transakcji kapitałowych znalazło swoje odzwierciedlenie w zestawieniu dziesięciu największych transakcji, z których w aż sześciu uczestniczyły firmy europejskie. W związku jednak z dużym spadkiem liczby i wartości megatransakcji, łączna wartość dziesięciu największych transakcji kapitałowych w 2008 r. wyniosła jedynie 98 mld USD w porównaniu do 182 mld USD w roku poprzednim.

Złożona przez hiszpański Gas Natural oferta nabycia Union Fenosa, opiewająca na 35,9 mld USD, znalazła się na pierwszym miejscu w zestawieniu dziesięciu największych transakcji w 2008 r. Po wcześniejszych dwóch nieudanych próbach wrogiego przejęcia Iberdrola i Endesy, było jedynie kwestią czasu, kiedy Gas Natural ponownie da o sobie znać. Podjęta w 2003 r. próba przejęcia Iberdrola oraz złożona w 2005 r. oferta nabycia Endesy stanowiły zaledwie przygrzywkę do walki o hiszpańskie przedsiębiorstwa energetyczne i ekspansji tych przedsiębiorstw. Jej zwieńczeniem w zeszłym roku było przejęcie Endesy przez włoski Enel za rekordową kwotę 68,2 mld USD, oraz międzynarodowa ekspansja Iberdrola, która nabyła Energy East w Stanach Zjednoczonych i Scottish Power w Wielkiej Brytanii. Gas Natural pozostał w tyle i potrzebował partnera, jednakże trudne warunki rynkowe, w jakich zdecydował się złożyć ofertę na Union Fenosa, mogą mieć wpływ na ostateczny rezultat transakcji.

Energetyka jądrowa odgrywała znaczącą rolę w procesach fuzji i przejęć w 2008 r. – w tym obszarze francuski EDF zaangażował się w transakcje na rynkach brytyjskim i amerykańskim o łącznej wartości prawie 30 mld USD. Dwie transakcje kapitałowe, tzn. nabycie British Energy oraz przejęcie prawie 50% nuklearnych mocy wytwórczych Constellation Energy, stanowiły kluczowy element planów międzynarodowej ekspansji EDF i zdobycia wiodącej pozycji na rynku energii jądrowej. Transakcja w Wielkiej Brytanii była istotna także dla rządu brytyjskiego z uwagi na planowany powrót do programu jądrowego. British Energy nie była w stanie samodzielnie podjąć się realizacji ambitnego programu budowy nowych elektrowni. Pomimo oczekiwanego dużego zainteresowania możliwością ekspansji na rynku energii jądrowej w Wielkiej Brytanii, EDF nie miał większych problemów przy przejęciu British Energy, choć musiał zaoferować nieznacznie wyższą cenę po tym, jak napotkał opór akcjonariuszy instytucjonalnych w reakcji na swą pierwszą ofertę.

Drużyna transakcja – z udziałem Constellation Energy, z którą EDF współpracował już w ramach joint venture powołanego do budowy elektrowni jądrowych w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie – była znacznie trudniejsza. Problemy Constellation z płynnością finansową oraz oferta przejęcia Constellation złożona przez MidAmerican Energy Warrena Buffeta opiewająca na kwotę 4,5 mld USD mogły zagrozić interesom francuskiej grupy. EDF wybrał Constellation na kluczowego partnera w rozwoju energetyki jądrowej w Ameryce Północnej. Oferta ze strony MidAmerican niejako wymusiła większe zaangażowanie ze strony francuskiego przedsiębiorstwa.

Tabela 3: Dziesięć największych transakcji transgranicznych i krajowych w sektorze energii elektrycznej i gazu w 2008 r. (Więcej informacji o transakcjach obecnych w zestawieniu zamieszczono w części zatytułowanej „Lokalizacja transakcji” na stronach od 8 do 15)

Nr	Wartość transakcji (mln USD)	Data ogłoszenia	Nazwa firmy przejmowanej	Kraj firmy przejmowanej	Nazwa firmy przejmującej	Kraj firmy przejmującej
1	35 855	30.07.08	Union Fenosa SA	Hiszpania	Gas Natural SDG SA	Hiszpania
2	23 143	24.09.08	British Energy plc	Wlk. Brytania	Electricite de France SA – EDF	Francja
3	13 143	20.10.08	NRG Energy Inc	USA	Exelon Corp	USA
4	4 500	03.12.08	Constellation Energy Group Inc (prawie 50% portfela aktywów służących do produkcji energii jądrowej)	USA	Electricite de France SA – EDF	Francja
5	4 212	19.12.08	Energie Ouest Suisse (pewne aktywa spółek zależnych)	Szwajcaria	Atel Holding AG	Szwajcaria
6	3 798	28.02.08	TGK-10 OAO (93,4%)	Rosja	Fortum Oyj	Finlandia
7	3 754	14.08.08	Elektrownia (projekt elektrowni wodnej w Kolumbii Brytyjskiej)	Kanada	Plutonic Power Corp; General Electric Co	Kanada
8	3 261	29.02.08	Moscow Integrated Power Co OAO – MOEK	Rosja	Miasto Moskwa (92%); Gazprom OAO	Rosja
9	3 250	30.01.08	South Generation Co TGC-8 OAO (95,4%)	Rosja	LUKoil OAO	Rosja
10	3 139	10.07.08	EWE AG (26%)	Niemcy	Energie Baden-Wuerttemberg AG – EnBW	Niemcy

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”, na podstawie danych o ogłoszonych transakcjach pochodzących z bazy danych Dealogic „M&A Global” z grudnia 2008 r.

Ostatecznie EDF zapłacił taką samą kwotę, jaką MidAmerican oferował za całą firmę, w zamian za 49,9% udziału we własności pięciu reaktorów jądrowych Constellation. Oferta, przyjęta przez Constellation, pozostawia amerykańskiej firmie energetycznej możliwość swobodnej kontynuacji działalności poza sektorem energetyki jądrowej w charakterze niezależnego przedsiębiorstwa energetycznego.

Równie zacięta walka toczyła się o NRG Energy, kiedy złożona przez Exelon propozycja opiewająca na 13 mld USD nabrała cech wrogiego przejęcia po odrzuceniu przez NRG wstępnej oferty. NRG Energy jest hurtowym wytwórcą energii elektrycznej dysponującym zróżnicowanym portfelem aktywów produkcyjnych wykorzystujących technologię jądrową, gaz, węgiel i olej. Również w tym przypadku dążenie do ekspansji w sektorze energii jądrowej może być główną przyczyną transakcji. NRG jest bliżej uzyskania pozwoleń na budowę nowych elektrowni jądrowych niż Exelon, jednak akcjonariusze NRG mogą uznać, że razem z Exelon łatwiej będzie sfinansować ekspansję w tym kierunku. Sprawa przejścia NRG prawdopodobnie znacząco przeciągnie się w czasie. Drugą północnoamerykańską transakcją w czołowej dziesiątce była wspólna oferta kanadyjskiej firmy z sektora energii odnawialnej Plutonic Power i GE Energy Financial Services na nabycie projektów budowy elektrowni wodnych o mocy 1.000 megawatów w regionie Toba i Bute Inlets wzdłuż południowozachodniego wybrzeża Kolumbii Brytyjskiej.

W Europie zmniejszyła się aktywność dużych przedsiębiorstw energetycznych w zakresie ekspansji transgranicznej. Tendencje konsolidacyjne występowały głównie na poziomie krajowym. W Szwajcarii Atel i EOS ogłosiły połączenie prowadzące do powstania największego w kraju przedsiębiorstwa produkującego energię elektryczną.

Nowe przedsiębiorstwo, Alpiq, zdaje się być pewnym kandydatem do odgrywania znaczącej roli na rynkach energetycznych Europy Środkowej, biorąc pod uwagę, że 42% jego potencjału wytwórczego znajduje się poza Szwajcarią, przede wszystkim w krajach położonych bardziej na wschód. W Niemczech EnBW, trzeci pod względem wielkości dostawca energii elektrycznej w kraju, nabył 26% udziału w kapitale swego konkurenta, EWE, kontrolowanego dotychczas przez podmioty komunalne z regionu północnych Niemiec. Warto zaznaczyć, że wspomniane transakcje na rynku niemieckim i szwajcarskim oznaczają dalszą ekspansję EDF, który posiada udziały w obu nowo powstałych podmiotach. Pozostałe trzy transakcje kapitałowe z pierwszej dziesiątki zawarto w Rosji. Miały one miejsce na początku 2008 r. i stanowiły końcowy etap restrukturyzacji rosyjskiego rynku energetycznego.

W 2008 r. EDF odebrał firmie E.ON zdobytą w 2007 r. pozycję najbardziej aktywnego oferenta (zob. tabela 4). Kolejnym przedsiębiorstwem aktywnym w sferze przejęć był Atel, który umacniał swoją pozycję na rynku włoskim, niemieckim i bułgarskim. Poza tym znaczące miejsce w zestawieniu najaktywniejszych oferentów zajął Gazprom, którego poczynania w 2008 r. koncentrowały się na pozyskaniu udziałów w przedsiębiorstwach obrotu gazem w Armenii oraz na zwiększaniu udziałów w dystrybutorach gazu w Austrii, Włoszech i Francji. Instytucje finansowe podobnie jak w poprzednich latach odgrywały istotną rolę w transakcjach kapitałowych w sektorze energetycznym, składając oferty opiewające na 15% całkowitej wartości transakcji (zob. tabela 5). Banki inwestycyjne (4%), fundusze private equity (4%) oraz fundusze infrastrukturalne (3%) osiągnęły podobne udziały w transakcjach kapitałowych. Brakowało jednak naprawdę dużych transakcji ze strony instytucji finansowych. Największą taką transakcją w ujęciu wartościowym był dokonany na początku roku zakup pakietu akcji Iberdrola o wartości 2,6 mld USD przez hiszpański Banco Santander.

Tabela 4: **Pięciu najbardziej aktywnych oferentów** (z wyłączeniem dziesięciu największych transakcji wyszczególnionych w tabeli 3)

Poz.	Oferent	Liczba transakcji	Wartość ogółem (mln USD)
1	EDF	7	30 908
2	Atel Holding AG	6	5 513
3	Gazprom OAO	6	1 203
4	Deutsche Bank AG	7	568
5	China Gas Holding	6	71

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”, na podstawie danych o ogłoszonych transakcjach pochodzących z bazy danych o Dealogic „M&A Global” z grudnia 2008 r.

Tabela 5: **Aktywność inwestorów finansowych i inwestorów z pozostałych sektorów w dziedzinie transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym (mld USD)**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Sektor energetyczny	26,02	80,64	168,67	246,81	289,15	159
Sektor finansowy i pozostałe sektory	17,01	43,01	27,59	52,03	83,38	61
Ogółem	43,04	123,64	196,25	298,84	372,53	220
Sektor energetyczny	60%	65%	86%	83%	78%	72%
Sektor finansowy i pozostałe sektory	40%	35%	14%	17%	22%	28%

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

08 Lokalizacja transakcji: spojrzenie na główne rynki światowe

Tabela 6: Wszystkie transakcje na rynku energii elektrycznej i gazu wg regionów

Ameryka Północna	2007	2008	zmiana (%)
Wartość wg podmiotu przejmowanego (mld USD)	95,2	48	-50%
Wartość wg podmiotu przejmującego (mld USD)	87,5	40	-54%
Liczba transakcji			
Wg podmiotu przejmowanego	133	210	+58%
Wg podmiotu przejmującego	146	224	+53%

Ameryka Południowa i Środkowa	2007	2008	zmiana (%)
Wartość wg podmiotu przejmowanego (mld USD)	10,8	4,31	-60%
Wartość wg podmiotu przejmującego (mld USD)	4,6	1,58	-66%
Liczba transakcji			
Wg podmiotu przejmowanego	76	54	-29%
Wg podmiotu przejmującego	41	30	-27%

Afryka	2007	2008	zmiana (%)
Wartość wg podmiotu przejmowanego (mld USD)	0,49	0,274	nd
Wartość wg podmiotu przejmującego (mld USD)	0,41	0,075	nd
Liczba transakcji			
Wg podmiotu przejmowanego	2	4	+100%
Wg podmiotu przejmującego	1	1	0%

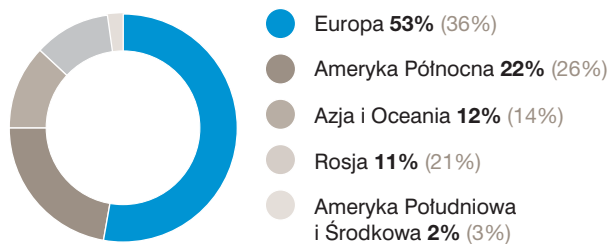
Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”



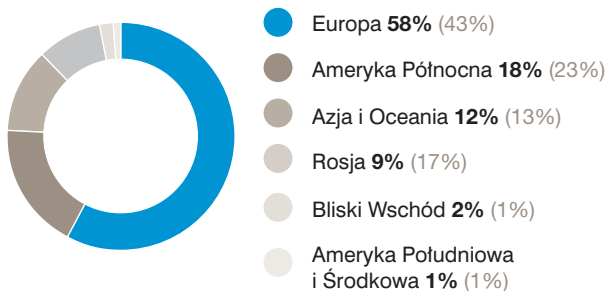
Europa wypadła imponująco w zestawieniu wartości transakcji kapitałowych wg regionów geograficznych, odpowiadając za ponad połowę wartości wszystkich transakcji – 58% w ujęciu wg podmiotu przejmującego i 53% w ujęciu wg podmiotu przejmowanego. Wpływ Europy na ogólny bilans transakcji w sektorze energetycznym w 2008 r. był rezultatem szeregu dużych transakcji z udziałem przedsiębiorstw europejskich. Europejscy oferenci brali udział w 34% wszystkich transakcji w sektorze energetycznym (nieznaczny wzrost w stosunku do poziomu 32% w 2007 r.), w tym w sześciu z dziesięciu największych transakcji oraz 45% wszystkich transakcji o wartości przekraczającej 1 mld USD.

Wykres 3: Wartość wszystkich transakcji w 2008 r. wg regionów (ogółem 220 mld USD)
(procentowe udziały za 2007 rok podano w nawiasach)

Wg podmiotu przejmowanego



Wg podmiotu przejmującego



Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”



Europa	2007	2008	zmiana (%)
Wartość wg podmiotu przejmowanego (mld USD)	135,3	117,4	-13%
Wartość wg podmiotu przejmującego (mld USD)	159,1	126,5	-20%
Liczba transakcji			
Wg podmiotu przejmowanego	233	319	+37%
Wg podmiotu przejmującego	242	325	+34%

Rosja	2007	2008	zmiana (%)
Wartość wg podmiotu przejmowanego (mld USD)	79,5	24,3	-69%
Wartość wg podmiotu przejmującego (mld USD)	64	20,3	-68%
Liczba transakcji			
Wg podmiotu przejmowanego	88	86	-2%
Wg podmiotu przejmującego	82	85	+4%

Azja i Oceania	2007	2008	zmiana (%)
Wartość wg podmiotu przejmowanego (mld USD)	50,4	25,9	-49%
Wartość wg podmiotu przejmującego (mld USD)	47,6	27,4	-42%
Liczba transakcji			
Wg podmiotu przejmowanego	239	277	+16%
Wg podmiotu przejmującego	238	267	+12%

Największe transakcje stanowiły jedynie ułamek bardzo długiej listy transakcji za 2008 rok. Na każdym z dużych rynków, tzn. w Ameryce Północnej, Europie oraz Azji i Oceanii, wzrosły liczby transakcji. Podczas gdy firmy europejskie zdominowały transakcje w ujęciu wartościowym, częstotliwość transakcji rozkładała się bardziej równomiernie w głównych regionach świata: 34% w Europie; 28% w Azji i Oceanii oraz 23% w Ameryce Północnej (wg podmiotu przejmującego). We wszystkich tych regionach schemat był podobny – liczby transakcji rosły, a ich wartości spadały. Aktywność w każdym z trzech głównych regionów omówiono w dalszej części raportu.

Zaobserwowanej tendencji do wzrostu liczby transakcji oparły się Rosja i Ameryka Południowa. W Rosji liczba transakcji ukształtowała się na poziomie podobnym do roku ubiegłego, a w Ameryce Południowej spadła, oczywiście przy jednoczesnym spadku wartości transakcji w obu regionach. Całkowita wartość transakcji w Rosji w ujęciu wg podmiotu przejmowanego zmniejszyła się o ponad dwie trzecie, z 79,5 mld USD w 2007 r. do 24,3 mld USD w 2008 r. Spadek liczby i wartości transakcji wynikał z zakończenia reorganizacji UES, która w 2007 r. przyczyniła się do gwałtownego wzrostu poziomu transakcji kapitałowych w Rosji.

10 Lokalizacja transakcji: Ameryka Północna

Liczba transakcji w Ameryce Północnej nadal rosła po okresie chwilowego zastoju w 2006 r., lecz ich wartości zmieniały się w przeciwnym kierunku. Choć liczba transakcji w ujęciu wg podmiotu przejmującego wzrosła o 53%, wartość ogółem spadła o 54% (zob. tabela 6). Spadek wartości wynikał z braku megatransakcji o skali porównywalnej do ofert inwestorów finansowych z ubiegłych lat, takich jak oferta funduszu infrastrukturalnego GS Capital na Kinder Morgan opiewająca na 21,6 mld USD (2006 r.) i oferta private equity złożona przez KKR, Texas Pacific i Goldman Sachs na TXU sięgająca 43,8 mld USD (2007 r.). Po wyłączeniu tych dwóch megatransakcji z danych za poprzednie lata, aktywność podmiotów północnoamerykańskich w dziedzinie fuzji i przejęć w 2008 r. (40 mld USD) była porównywalna z aktywnością w 2006 r. (32,9 mld USD) i 2007 r. (43,7 mld USD).

Utrzymanie aktywności oferentów północnoamerykańskich w dziedzinie transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym należy tłumaczyć fundamentalną potrzebą konsolidacji. Globalny kryzys finansowy odbił się jednak negatywnie na liczbie i wartości transakcji kapitałowych w 2008 r. Bez kryzysu aktywność w tej dziedzinie byłaby znacznie wyższa. Trudności w pozyskaniu finansowania uniemożliwiły realizację wielu potencjalnych transakcji. Kryzys finansowy i gospodarczy utrudniły wycenę przedsiębiorstw, zmienił również charakter transakcji kapitałowych na rynku amerykańskim. W drugiej połowie roku transakcje częściej były inicjowane przez firmy potrzebujące środków pieniężnych. Na znaczeniu zyskały transakcje aktywami, w przeciwieństwie do klasycznych fuzji i przejęć, co wiąże się z dążeniem firm do upłynnienia niektórych aktywów w celu podreperowania swojej sytuacji finansowej.

Od wielu lat niepewność w zakresie regulacji na poziomie stanowym jest czynnikiem ograniczającym aktywność w dziedzinie transakcji kapitałowych w Stanach Zjednoczonych. W obecnej sytuacji gospodarczej wszelkie transakcje, które prowadziłyby do podwyżek cen napotykały ogromne trudności. W 2008 r. skalę potencjalnych przeszkód regulacyjnych można było zaobserwować na przykładzie przejęcia Energy East przez Iberdrolę, które zostało ogłoszone w czerwcu 2007 r. ale zakończyło się dopiero we wrześniu 2008 r. Na przeszkodzie natrafiło również przejęcie Puget Energy przez firmy z grupy Macquarie i inne fundusze emerytalne i inwestycyjne. Transakcja o wartości 6,8 mld USD dostała zielone światło od stanowych organów nadzoru pod koniec 2008 r., tj. 14 miesięcy po jej wstępnym ogłoszeniu w październiku 2007 r. Do zgody na transakcję dołączono listę 78 warunków wstępnych i wymogów. Przez takie przeszkody regulacyjne potencjalni nabywcy bardzo ostrożnie podchodzą do większych transakcji.

Zmniejszenie aktywności w zakresie fuzji i przejęć w sektorze energetycznym w Stanach Zjednoczonych w roku wyborczym, w szczególności ze względu na możliwe zmiany w polityce środowiskowej było spodziewane. Choć obie partie polityczne zobowiązały się do intensywnych działań na rzecz walki z globalnym ociepleniem, przedsiębiorcy operowali w warunkach dużej niepewności co do charakteru i skutków polityki środowiskowej, jaką podejmie nowa administracja. Jest to kolejny czynnik utrudniający wycenę transakcji. Niepewność zwiększa również zmienna polityka w zakresie subsydiów dla inwestycji w energię odnawialną w postaci produkcyjnych ulg podatkowych. Koniec tego programu był już pięciokrotnie zapowiadany jednak każdorazowo był on kontynuowany lub wznawiany – ostatnią datą zapowiadanego zakończenia programu był koniec 2008 r. Niepewność na poziomie federalnym jest dodatkowo wzmocniana przez złożoność procedur na poziomie stanowym, gdzie między innymi poszczególne stany mają różne wymagania co do ilości energii, jaka powinna pochodzić ze źródeł odnawialnych (standardy udziału energii odnawialnej). Z tego względu została zgłoszona potrzeba przyjęcia krajowego standardu udziału energii odnawialnej.

Tabela 7: **Transakcje w sektorze energii elektrycznej w Ameryce Północnej (wg podmiotu przejmowanego)**

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	28,4 mld USD	15,5 mld USD	-52%
			Wartość razem 43,9 mld USD
Liczba transakcji	134	50	+77%
			Liczba razem 184

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Potrzeba znaczących inwestycji w czystsza energię i szeroko pojętą infrastrukturę energetyczną przyczynia się coraz częściej do powstawania przedsięwzięć joint venture między przedsiębiorstwami energetycznymi, a dostawcami technologii i wykonawcami obiektów energetycznych. Transakcje joint venture stanowią uzupełnienie transakcji kapitałowych przedstawionych w niniejszym raporcie. Przykładowo w październiku 2008 r. Duke Energy ogłosiła opiewające na 2,6 mld USD przedsięwzięcie joint venture z francuską Areva mające na celu budowę w Stanach Zjednoczonych maksymalnie 13 elektrowni opalanych drewnem. Wcześniej w tym samym roku NRG Energy ogłosiła utworzenie spółki Nuclear Innovation North America wraz z Toshiba Corporation w celu budowy dwóch nowych wykorzystujących zaawansowane technologie elektrowni jądrowych w południowym Teksasie, a następnie w innych lokalizacjach w Ameryce Północnej. Toshiba zainwestuje w firmę 300 mln USD przez sześć lat w zamian za 12% udział w jej kapitale.

Tabela 8: **Transakcje w sektorze gazu w Ameryce Północnej**
(wg podmiotu przejmowanego)

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	3,74 mld USD	0,04 mld USD	+1%
			Wartość razem 3,78 mld USD
Liczba transakcji	21	5	-10%
			Liczba razem 26

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „*Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym* – Przegląd za rok 2008”

Według PwC:

Wyzwania związane z procesem wyceny w bieżących warunkach gospodarczych

Aktualne warunki gospodarcze stanowią poważne wyzwanie w procesach oceny bieżącej wartości rynkowej dla firm, doradców finansowych, a także osób przygotowujących, audytujących i analizujących informacje finansowe firm. Tak zwana „wartość godziwa” pozostaje jednym z najbardziej gorących tematów podejmowanych zarówno przez inwestorów finansowych, jak i firmy energetyczne.

Wciąż rosnąca presja na firmy ze strony inwestorów, regulacji i standardów rachunkowości, żeby przywiązywać większą uwagę do procedur wyceny, zbiegła się z kryzysem kredytowym i trudnymi warunkami gospodarczymi.

W ciągu ostatnich kilku miesięcy kursy akcji drastycznie zniżkowały, a rynki kapitałowe zdają się tracić jakiegokolwiek powiązanie z wartością fundamentalną przedsiębiorstw – odbiło się to nawet na wartościach rynkowych przedsiębiorstw energetycznych i innych przedsiębiorstw infrastrukturalnych notowanych na giełdach papierów wartościowych, dotychczas uznawanych przez inwestorów za bezpieczne inwestycje.

Powszechne spowolnienie gospodarcze oznacza, że aktywa i przedsiębiorstwa będą prawdopodobnie generować mniejsze przepływy środków pieniężnych niż wcześniej oczekiwano i że mogą być konieczne odpowiednie odpisy z tytułu utraty wartości. Wyższym ryzykiem odpisów obciążone są przedsiębiorstwa korzystające w wysokim stopniu z długu, zmuszone do refinansowania na słabych obecnie rynkach kapitałowych, na których marże kredytowe mocno wzrosły.

W czasach tak trudnych jak dzisiejsze, przeprowadzanie regularnych i rzetelnych wycen, uwzględniających aktualizację prognoz przepływów pieniężnych, stopy dyskonta oraz, w miarę możliwości, informacji o transakcjach kapitałowych, przynosi ewidentne korzyści. Nasi eksperci są zdania, że w procesie wyceny aktywów w sektorze energii elektrycznej i gazu należy zaadresować trzy zasadnicze pytania. Po pierwsze, w jakim stopniu prognozowane przepływy środków pieniężnych są zagrożone spowolnieniem w „gospodarce realnej” oraz rosnącą zmiennością na rynkach surowcowych i towarowych? Po drugie, w jakim zakresie przedsiębiorstwa będą ekspozowane na ryzyka związane z koniecznością refinansowania w najbliższej przyszłości?

Po trzecie, w jakim stopniu ostatnie porównywalne transakcje można uznać za wiarygodne wyznaczniki wartości rynkowej?

12 Lokalizacja transakcji: Europa

W 2008 r. europejski rynek transakcji kapitałowych okazał się najbardziej odporny wśród wszystkich regionów świata. Spadek wartości transakcji w Europie sięgnął zaledwie 13% w ujęciu wg podmiotu przejmowanego i 20% w ujęciu wg podmiotu przejmującego, przy 41% spadku ogólnej wartości transakcji na całym świecie. Liczba europejskich transakcji w ujęciu wg podmiotu przejmującego wzrosła o jedną trzecią (34%), co odzwierciedla ciągle wysokie zainteresowanie procesami konsolidacyjnymi. Poza ekspansją EDF w energetyce jądrowej zabrakło jednak międzynarodowych megatransakcji, takich jak te dokonane w poprzednich latach przez E.ON, Enel, Iberdrolę i National Power. Kryzys kredytowy zbiegł się w czasie z naturalną potrzebą dużych graczy rynkowych zmniejszenia aktywności w związku z integracją po wcześniejszych przejęciach.

Tylko 13% (41 z 325) ofert złożonych przez europejskie przedsiębiorstwa dotyczyło podmiotów przejmowanych spoza Europy, przy czym łączna wartość tych transakcji zamknęła się kwotą 15,7 mld USD, co stanowiło 12,4% wartości wszystkich ofert złożonych przez europejskie podmioty (126,5 mld USD). Z tych 41 transakcji, 13 dotyczyło aktywów energetycznych w Ameryce Północnej i opiewało na kwotę ogółem 9 mld USD. Wśród tych transakcji do największych należały transakcje EDF (nabycie Constellation Energy), GDF-Suez i International Power. Nabycie amerykańskiego producenta energii elektrycznej FirstLight przez GDF-Suez za kwotę 1,9 mld USD stanowiło największą z czterech transakcji zrealizowanych przez tę nowo powstałą grupę, w wyniku których umocniła ona swoją pozycję również we Włoszech, w Turcji i w Niemczech. Wcześniej w tym samym roku brytyjskie przedsiębiorstwo energetyczne International Power zwiększyło swe zaangażowanie w Stanach Zjednoczonych w następstwie nabycia za 856 mln USD elektrowni w Pensylwanii, Zachodniej Wirginii, Illinois i Ohio od Tenaska Power Fund, funduszu private equity z siedzibą w Stanach Zjednoczonych oraz Warburg Pincus, firmy private equity i venture capital z siedzibą w Stanach Zjednoczonych.

Dziesięć z 41 międzynarodowych ofert złożonych przez firmy europejskie dotyczyło inwestycji energetycznych w Rosji. Za największą transakcją wśród tych dziesięciu stał fiński Fortum Oyj, który zainwestował 3,8 mld USD w aktywa wcześniej stanowiące część UES. Podejmowanie takich przedsięwzięć w Rosji nierzadko wiąże się z pewnymi utrudnieniami, czego przykładem może być próba nabycia rosyjskiego producenta energii elektrycznej TGK-2, również stanowiącego wcześniej część UES, przez RWE i rosyjską grupę energetyczną Sintez za 646 mln USD. Na początku 2008 r. RWE podjęło rozmowy z Sintez w celu zorganizowania wspólnego przejęcia TGK-2, We wrześniu RWE wycofało się jednak z transakcji, tłumacząc się wysokim kosztem inwestycji i zaburzeniami na rosyjskim rynku finansowym. W konsekwencji RWE zostało przez Sintez pozwane o zapłatę opiewającą na 1,41 mld USD odszkodowania za odstąpienie od transakcji (Financial Times, 11 listopada 2008 r.). Pozostałe osiem ofert złożonych przez europejskie firmy na rynku rosyjskim to inwestycje banków na kwoty zawierające się w przedziale od 1 mln USD do 150 mln USD.

Tabela 9: **Transakcje kapitałowe na rynku energii elektrycznej w Europie (wg podmiotu przejmowanego)**

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	68,5 mld USD	40,6 mld USD	-17%
			Wartość razem 109,1 mld USD
Liczba transakcji	163	110	+40%
			Liczba razem 273

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „*Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008*”

Tabela 10: **Transakcje kapitałowe na rynku gazu w Europie (wg podmiotu przejmowanego)**

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	6,2 mld USD	2,0 mld USD	+107%
			Wartość razem 8,2 mld USD
Liczba transakcji	27	19	+64%
			Liczba razem 46

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „*Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008*”

O ile międzynarodowa ekspansja pozostawała czynnikiem napędzającym transakcje, to większość fuzji i przejęć w europejskim sektorze energetycznym wpisywało się w nurt konsolidacji regionalnej (w ramach kontynentu), przy czym największe transakcje miały miejsce w Hiszpanii, Szwajcarii i Niemczech (zob. strona 6). Presja na przejmowanie nowych aktywów w obszarze odnawialnych źródeł energii była główną przyczyną wielu obejmujących całą Europę transakcji. Z 283 transakcji zawartych w Europie, 120 (42%) dotyczyło energii odnawialnej. Największą transakcją w tym obszarze była sprzedaż 25% pakietu EDP Renováveis, części portugalskiej grupy energetycznej EDP specjalizującej się w energetyce wiatrowej, na rzecz inwestorów instytucjonalnych w ramach oferty publicznej wartej 2,8 mld USD. Inną dużą transakcją w obszarze energetyki odnawialnej było przejęcie Airtricity Holdings firmy dewelopersko-produkcyjnej z siedzibą w Irlandii, przez brytyjskiego dystrybutora energii elektrycznej, Scottish & Southern Energy, za 2,1 mld USD. Kolejne dwie transakcje w obszarze energii odnawialnej, które przekroczyły pułap 1 mld USD, związane były ze sprzedażą portfela farm wiatrowych w Europie przez australijskie przedsiębiorstwo Babcock & Brown Wind Partners w związku z ogromnym zadłużeniem podmiotu dominującego. W ramach pierwszej z tych dwóch transakcji hiszpańskie przedsiębiorstwo specjalizujące się w budowie infrastruktury, Fomento de Construcciones y Contratas, zapłaciło 1,15 mld USD za portfel farm wiatrowych w Hiszpanii. Trzy miesiące później, w listopadzie 2008 r., portfel farm wiatrowych Enersis w Portugalii został sprzedany konsorcjum inwestorów na czele z Magnum Capital za sumę 1,45 mld USD.

Tabela 11: **Transakcje kapitałowe na rynku energii elektrycznej w Rosji (wg podmiotu przejmowanego)**

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	19,1 mld USD	5,2 mld USD	-69%
			Wartość razem 24,3 mld USD
Liczba transakcji	75	9	-2%
			Liczba razem 84

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Tabela 12: **Transakcje kapitałowe na rynku gazu w Rosji (wg podmiotu przejmowanego)**

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	3,7 mld USD	0,04 mld USD	-97%
			Wartość razem 3,8 mld USD
Liczba transakcji	21	5	0%
			Liczba razem 26

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Według PwC:

Osiągnięcie oczekiwanej wartości inwestycji kapitałowych podejmowanych przez przedsiębiorstwa energetyczne

Ze swej natury, inwestycje kapitałowe nie stanowią części codziennej działalności gospodarczej. Niezależnie od tego, czy dotyczą one infrastruktury, budowy nowej elektrowni, budynków czy systemów, wymagają odrębnego finansowania, zarządzania, organizacji i zabezpieczenia. Skala projektów w sektorze energetycznym stanowi ogromne wyzwanie nawet w najlepszych czasach. W warunkach załamania gospodarczego, przy niepewnym popycie i spadających cenach surowców i towarów, wyzwania te znacznie rosną. Przedsiębiorstwa energetyczne stoją przed koniecznością zrównoważenia bieżącej i krótkoterminowej reakcji na aktualne załamanie gospodarcze, ograniczonej dostępności finansowania oraz niższych cen rynkowych ze swymi długoterminowymi potrzebami w zakresie rozwoju aktywów i przygotowania się na przyszły popyt. Zmienność obecnego klimatu gospodarczego i rynkowego dodatkowo wzmacnia konieczność rygorystycznego zarządzania inwestycjami kapitałowymi przez przedsiębiorstwa energetyczne we wszystkich fazach cyklu inwestycyjnego. W tej sytuacji w szczególności należy zwrócić uwagę na następujące kwestie:

1. Analiza i przewidywanie klimatu regulacyjnego dla danego projektu inwestycyjnego pozwalają przedsiębiorstwom w pełni identyfikować i zarządzać problemami wynikającymi z oczekiwań i wymogów regulacyjnych.
2. Stworzenie ramowej struktury zarządzania inwestycjami kapitałowymi umożliwia określenie elementów składowych projektu oraz towarzyszących im problemów w każdej fazie cyklu życia inwestycji.
3. Wdrożenie wielostopniowego procesu oceny projektu umożliwia podejmowanie decyzji inwestycyjnych w oparciu o rzetelną analizę aspektów finansowych, społecznych, środowiskowych oraz związanych z koncepcją zrównoważonego rozwoju.
4. Efektywne zarządzanie portfelami inwestycji umożliwia przedsiębiorstwu porównywanie projektów i gwarantuje priorytetyzację inwestycji zgodną ze strategicznymi kierunkami rozwoju i oceną ryzyka.
5. Wczesna analiza kluczowych elementów projektu ogranicza ryzyko i zmniejsza przekroczenia kosztów w późniejszych etapach.
6. Ustalenie strategii zamówień we wczesnym etapie procesu oceny projektu, obejmującej metodologię rzetelnego zarządzania ryzykiem, zwiększa prawdopodobieństwo ostatecznego sukcesu.
7. Opracowanie spójnego systemu sprawozdawczości zarządczej w zakresie bieżących postępów projektu, jak i odchyłań od planu pozwala zidentyfikować ryzyka projektu, ocenić adekwatność podejmowanych działań naprawczych oraz określić wpływ projektu na działalność operacyjną i ryzyko przedsiębiorstwa.
8. Czerpanie doświadczeń z sukcesów i błędów oraz zapewnienie, że są one dokumentowane i uwzględniane w procesie zarządzania wiedzą na potrzeby przyszłych projektów, jest kluczowe dla ciągłej poprawy procesu.
9. Stworzenie systemu raportowania w czasie rzeczywistym na potrzeby regulacyjne.

14 Lokalizacja transakcji: Azja i Oceania

Podobnie jak w innych regionach w Azji i Oceanii nastąpiło odwrócenie wzrostowego trendu aktywności w dziedzinie transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym obserwowanego w ostatnich latach. Ogólna wartość transakcji w Azji i Oceanii w ujęciu wg podmiotu przejmowanego w 2008 r. spadła do poziomu zaledwie 25,9 mld USD, czyli o 49% w stosunku do poziomu 50,4 mld USD odnotowanego w 2007 r. Wartość transakcji w ujęciu wg podmiotu przejmującego zmniejszyła się w podobnym stopniu, tzn. o 42% z 47,6 mld USD w 2007 r. do 27,4 mld USD w 2008 r. Jedynie 3% wartości transakcji w ujęciu wg podmiotu przejmowanego dotyczyło sektora gazowego. Tak jak w pozostałych regionach, firmy kurczowo trzymały się swych cennych aktywów gazowych.

Obraz transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym w Azji i Oceanii mógłby być zgoła odmienny, gdyby brytyjskie przedsiębiorstwo naftowo-gazowe, BG Group, zakończyło z sukcesem bój o Origin Energy wart 13,3 mld USD. BG zainteresowany był szczególnie aktywami gazowymi firmy Origin, chociaż działa ona również w sferze wytwarzania energii elektrycznej i sprzedaży detalicznej w Australii i Nowej Zelandii. Podczas negocjacji szczegółów uzgodnionej już transakcji, Origin trzymała się wyższej wyceny swoich aktywów niż zaproponowana przez BG, wskutek czego strony nie doszły do porozumienia i oferta BG ostatecznie przybrała wrogi charakter. Australijskie aktywa gazowe są bardzo łakomym kąskiem, ze względu na ich dogodną lokalizację względem rosnących rynków azjatyckich oraz stabilne i atrakcyjne otoczenie biznesowe. Trwające sześć miesięcy starania BG o przejęcie aktywów Origin zakończyły się fiaskiem we wrześniu, kiedy Origin zawarła porozumienie z amerykańską grupą naftową ConocoPhillips w sprawie zagospodarowania złóż metanu w pokładach węgla, co spowodowało wyższą niż proponowana przez BG wycenę tych aktywów Origin. BG z sukcesem zamknęła natomiast transakcję nabycia Queensland Gas Company, w tym także 24,9% udziału znajdującego się w rękach AGL Energy.

Oferta grupy BG nie była jedyną transakcją dotyczącą aktywów australijskich, której nie udało się zrealizować w 2008 r. Z głównej siły napędowej transakcji kapitałowych w sektorze energetycznym w regionie Azji i Oceanii, Australia zamieniła się w obszar o względnie marginalnym znaczeniu. Wartość transakcji australijskimi aktywami drastycznie spadła – z 19 mld USD (37,7% wartości wszystkich transakcji w Azji i Oceanii w ujęciu wg podmiotu przejmowanego) w 2007 r. do zaledwie 1,75 mld USD (6,7% wartości wszystkich transakcji w Azji i Oceanii w ujęciu wg podmiotu przejmowanego) w 2008 r. Wartość australijskich transakcji w ujęciu wg podmiotu przejmującego była jeszcze niższa i wyniosła 1,3 mld USD (4,7% wartości wszystkich transakcji w Azji i Oceanii w ujęciu wg podmiotu przejmującego) w porównaniu z kwotą 19,4 mld USD (41% wartości wszystkich transakcji w Azji i Oceanii w ujęciu wg podmiotu przejmującego) w 2007 r. Zastój w australijskich transakcjach kapitałowych był przyczyną 70% z 24,5 mld USD całkowitego spadku wartości transakcji w Azji i Oceanii w ujęciu wg podmiotu przejmowanego i 89% z sięgającego 20,2 mld USD spadku wartości transakcji w ujęciu wg podmiotu przejmującego.

Tabela 13: **Transakcje kapitałowe na rynku energii elektrycznej w Azji i Oceanii (wg podmiotu przejmowanego)**

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	9,5 mld USD	15,6 mld USD	-27%
			Wartość razem 25,1 mld USD
Liczba transakcji	180	61	+13%
			Liczba razem 241

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Wpływ kryzysu finansowego na wysoko zadłużony sektor był barierą nie do pokonania dla wielu potencjalnych transakcji. Istotnym czynnikiem ograniczającym aktywność była również niepewność odnośnie warunków proponowanego przez australijski rząd programu handlu emisjami, która bardzo utrudniła wycenę przedsiębiorstw i aktywów. Innym ważnym elementem, który przyczynił się do zmniejszenia liczby i wartości transakcji były opóźnienia w procesie prywatyzacji sektora energii elektrycznej w Nowej Południowej Walii, która mogłaby wykreować transakcje o wartości około 5-8 mld USD.

Większość ofert w Azji i Oceanii pochodziła od przedsiębiorstw chińskich i japońskich. Łącznie firmy z Chin i Hongkongu złożyły oferty opiewające na 9,8 mld USD (35% wartości wszystkich transakcji w Azji i Oceanii w ujęciu wg podmiotu przejmującego). Drugie w kolejności firmy japońskie odpowiadały za oferty warte łącznie 5,8 mld USD (21% wartości wszystkich transakcji w regionie w ujęciu wg podmiotu przejmującego). Zestawienie transakcji z Azji i Oceanii zdominowały cztery oferty o jednostkowej wartości przekraczającej 2 mld USD i łącznej wartości 10,4 mld USD, złożone przez firmy z tego regionu. W ramach trzech największych transakcji singapurska państwowa firma inwestycyjna Temasek Holdings sprzedała trzy lokalne elektrownie za kwotę ogółem 8,4 mld USD przedsiębiorstwom energetycznym z Chin, Japonii i Malezji. W ramach czwartej transakcji infrastrukturalna grupa inwestycyjna Tanti z siedzibą w Indiach powołała spółkę joint venture z bankiem inwestycyjnym Arcapita Bank z siedzibą w Bahrajnie w celu przejęcia Honiton Energy Holdings plc, chińskiej firmy produkującej energię elektryczną w farmach wiatrowych. Tanti jest większościowym akcjonariuszem Suzlon Energy, piątego na świecie producenta turbin, określanego przez Forbes mianem „najcenniejszej na świecie firmy zaangażowanej w energetykę wiatrową”. Transakcja ta była jedną z 84 transakcji w Azji i Oceanii, których celem były aktywa w energetyce wiatrowej i z których 66 zostało zainicjowanych przez oferentów z regionu.

Tabela 14: **Transakcje kapitałowe na rynku gazu w Azji i Oceanii (wg podmiotu przejmowanego)**

	Krajowe	Transgraniczne	Zmiana w % w porównaniu z 2007 r.
Wartość transakcji	0,31 mld USD	0,49 mld USD	-95%
			Wartość razem 0,8 mld USD
Liczba transakcji	21	15	+44%
			Liczba razem 36

Źródło: PricewaterhouseCoopers, „Transakcje kapitałowe w sektorze energetycznym – Przegląd za rok 2008”

Według PwC:

Zarządzanie kosztami energii na dzisiejszych zmiennych rynkach

Odbiorcy energii muszą radzić sobie z ekstremalnymi wahaniami cen zarówno produktów naftowych, gazu, jak i energii elektrycznej. W 2008 r. ceny naftowej sięgnęły poziomu 147 USD za baryłkę, a następnie w krótkim czasie spadły do poziomu 50 USD za baryłkę i niżej. Rosnące znaczenie odnawialnych źródeł energii oraz niepewność zaopatrzenia w paliwa, w połączeniu z oczekiwanym utrzymaniem się wysokiej zmienności cen, oznacza, że odbiorcy energii muszą minimalizować ekspozycję na wysokie ceny energii i w miarę możliwości czerpać korzyści z przejściowych spadków cen.

Dotychczas większość konsumentów energii poszukiwała niezawodnego źródła dostaw po najniższym możliwym koszcie. Biorąc pod uwagę złożoność czynników oddziałujących obecnie na rynek energii, płacenie za nią nie jest już prostą decyzją zakupową. Przedsiębiorstwa muszą zacząć postrzegać energię jako towar i przyjąć bardziej złożone strategicznie podejście do jej wykorzystywania i nabywania, jednocześnie zabezpieczając się przed zmianami jej cen oraz rozumiejąc, w jaki sposób zmiany poszczególnych czynników wpływają na koszt ogółem.

Nasi specjaliści oferują przedsiębiorstwom niezależne doradztwo w zakresie ograniczania zmienności kosztów energii zarówno w krótkim, jak i w średnim terminie. Rekomendujemy trzyetapowy proces analizy polityki firmy w dziedzinie zaopatrzenia w energię. Po pierwsze, ustalamy wpływ zmian cen energii na całkowite koszty i poziom ryzyka cenowego, które przedsiębiorstwo jest gotowe ponieść. Po drugie, formułujemy szereg alternatywnych strategii zabezpieczających, uwzględniając ich zalety i wady, a następnie niezależnie pozyskujemy orientacyjne ceny z rynku. Po trzecie, zarządzamy procesem przetargowym w celu uzyskania wybranego zabezpieczenia. W naszej opinii takie podejście pozwala przedsiębiorstwom ograniczyć ekspozycję na ryzyko zmienności ceny energii do akceptowalnego poziomu i zakresu po konkurencyjnych kosztach.

16 Patrząc w przyszłość

Nadchodzący rok będzie okresem trudności i okazji. Ograniczona dostępność finansowania zmniejszy aktywność w sferze transakcji kapitałowych i dopóki sytuacja się nie poprawi, prawdopodobnie nie powrócimy do wcześniej obserwowanych wartości fuzji i przejęć. Pytanie za milion dolarów brzmi, jak długo będziemy musieli czekać na powrót płynności na rynki długu.

Dostęp do środków finansowych warunkujący transakcje kapitałowe ulegnie dalszemu ograniczeniu w związku z potrzebą sfinansowania rządowych programów pomocowych. Dla przedsiębiorstw i innych inwestorów pojawi się jednak szereg okazji inwestycyjnych, będących rezultatem trudnych warunków rynkowych. Nadal aktualna będzie również zasadnicza tendencja ku konsolidacji oraz potrzeba zagwarantowania bezpieczeństwa dostaw i podniesienia kapitalizacji, które niewątpliwie przyczynią się do rosnącego zainteresowania transakcjami kapitałowymi.

Niektórzy uczestnicy rynku w mniejszym stopniu niż inni odczuwają ograniczenia wynikające z sytuacji na rynkach finansowych. Chociaż nie można wykluczyć dużych zorientowanych na transformację transakcji, na rynku transakcji kapitałowych zapewne dominowały będą oferty o mniejszej wartości, z naciskiem na aktywa indywidualne i korporacyjne. Wiele przedsiębiorstw energetycznych nadal cieszy się względnie silną pozycją pozwalającą na inicjowanie transakcji kapitałowych. To samo dotyczy szeregu firm inwestycyjnych. Rola firm inwestycyjnych w transakcjach w sektorze energetycznym prawdopodobnie nadal będzie znacząca, choć będziemy obserwować zmieniający się kalejdoskop nazw w miarę wycofywania się z gry najbardziej zadłużonych podmiotów. Wyścig między uczestnikami rynku energii jądrowej o najlepszą pozycję pozwalającą czerpać korzyści ze wzrostu inwestycji w tej dziedzinie prawdopodobnie będzie trwał, co znajdzie swe odbicie w transakcjach kapitałowych i przedsięwzięciach joint venture.

W Stanach Zjednoczonych pierwszy rok prezydentury Obamy będzie mieć znaczący wpływ na liczbę i wartość transakcji zważywszy na nacisk, jaki nowa administracja kładzie na infrastrukturę, politykę w kwestiach emisji dwutlenku węgla, powrót do energii jądrowej oraz energii odnawialnej. Polityka w tych obszarach będzie determinować aktywność w dziedzinie transakcji kapitałowych. W krótkim i średnim terminie jakkolwiek niepewność może jednak wstrzymać transakcje, ponieważ przedsiębiorstwa i inwestorzy przyjmują w takich sytuacjach postawę wyczekującą. Tempo eliminowania niepewności z rynków będzie kluczowym czynnikiem wpływającym na intensywność transakcji. W Europie znaczące transakcje mogłyby się pojawić, gdyby E.ON i Vattenfall zrealizowały deklarowaną sprzedaż swoich sieci przesyłowych. W Azji i Oceanii ostateczne przyjęcie polityki w sprawie zapobiegania zmianom klimatu przez rząd australijski oznaczać będzie usunięcie kluczowej niepewności stojącej na przeszkodzie wielu transakcjom.

W ujęciu globalnym wiele zależeć będzie od międzynarodowych dyskusji o zmianach klimatycznych w ramach procesu przygotowań do szczytu klimatycznego ONZ w Kopenhadze w grudniu 2009 r. Niższe ceny energii oznaczają dodatkowe obciążenie dla politycznych liderów uzgadniających jasne cele emisyjne oraz system zachęt gospodarczych dla inwestycji w czystszej energii, z którymi związana będzie wycena uprawnień do emisji dwutlenku węgla. Fundusze na finansowanie projektów z zakresu energetyki odnawialnej będą stopniowo wysychać w razie braku poważnego wsparcia regulacyjnego oraz poluzowania ograniczeń na rynkach finansowych. To z kolei otworzy nowe możliwości dla przedsiębiorstw pragnących rozszerzyć swe portfele o aktywa z sektora energii odnawialnej.



Olga Grygier

Partner

Doradztwo Biznesowe

tel.: +48 22 523 4214

e-mail: olga.grygier@pl.pw.com



Piotr Łuba

Partner

Doradztwo Biznesowe

tel.: +48 22 523 4679

e-mail: piotr.luba@pl.pw.com

PricewaterhouseCoopers (www.pwc.com) świadczy usługi, opierając się na specjalizacji branżowej, oferując rozwiązania w zakresie audytu, usług doradczych i doradztwa podatkowego klientom z sektora publicznego i prywatnego. Ponad 155 000 pracowników naszej firmy w 153 krajach łączy swoją wiedzę, doświadczenie i sprawdzone rozwiązania, aby przyczynić się do nowego spojrzenia na analizowane zagadnienia i służyć klientom praktycznym doradztwem.

PricewaterhouseCoopers jest siecią firm partnerskich PricewaterhouseCoopers International Limited, z których każda jest odrębną i niezależną osobą prawną.

Grupa energetyczna (www.pwc.com/energy) jest międzynarodowym liderem w obszarze doradztwa dla sektora energetycznego, przedsiębiorstw użyteczności publicznej i sektora wydobywczego świadczącym swoje usługi poprzez ogólnosięciową sieć dedykowanych sektorowi ekspertów.

Kopie raportu można zamawiać na stronie internetowej:
www.pwc.com/energy