

WYZWANIA W ZAKRESIE FINANSOWANIA INWESTYCJI PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA W POLSCE

Jacek Grzywacz

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa w Płocku
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Mariusz Lipski

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

Abstrakt: Celem opracowania jest zaprezentowanie w oparciu o wybrane przykłady uwarunkowań i wynikających z nich wyzwań w zakresie finansowania inwestycji przez przedsiębiorstwa w Polsce. W oparciu o metodę analizy przypadków autorzy wskazują na trudności w realizacji przedsięwzięć inwestycyjnych. Obserwowane w ostatnich latach zmiany w otoczeniu gospodarczym przedsiębiorstw, wywołane takimi procesami jak globalizacja, powszechna informatyzacja, czy też wzrost wpływu rynków finansowych na sferę realną powodują, że podmiotom gospodarczym coraz trudniej jest podejmować i realizować projekty inwestycyjne. Finansowanie tego typu przedsięwzięć, nawet przy zachowaniu powszechnie obowiązujących reguł ich strukturyzowania, nie chroni inwestora danego projektu, jak również podmiotów zapewniających finansowanie dłużne przed stratami. W tej sytuacji niezbędna jest daleko posunięta ostrożność przy konstruowaniu prognoz finansowych, odpowiednie zarządzanie ryzykiem, jak również zdolność do zachowania elastyczności projektu w przypadku wystąpienia istotnych zmian w otoczeniu.

Słowa kluczowe: inwestycja, projekt, finansowanie, zarządzanie finansami

WSTĘP

Decyzje o realizacji inwestycji, w tym wszelkie aspekty związane z ich finansowaniem, stanowią szczególnie istotny element działalności przedsiębiorstwa oraz zarządzania jego finansami. Przy obecnej ofercie instytucji i rynków finansowych

wych przedsiębiorstwa posiadają różnorodne możliwości w zakresie finansowania planowanych inwestycji, w zależności od potrzeb i specyfiki danego projektu. Podejmowane przedsięwzięcia wymagają jednak odpowiedniego ustrukturyzowania, co w świetle dynamicznych zmian w otoczeniu nie jest łatwym zadaniem.

Celem opracowania jest zaprezentowanie w oparciu o wybrane przykłady uwarunkowań i wynikających z nich wyzwań w zakresie finansowania inwestycji przez przedsiębiorstwa w Polsce. W opracowaniu autorzy poświęcili szczególną uwagę czynnikom związanym z ryzykiem makroekonomicznym, wykorzystując jako metodę badań analizę przypadków.

REALIZACJA PROJEKTÓW INWESTYCYJNYCH PRZEZ PRZEDSIĘBIORSTWA W WARUNKACH ZMIAN

Prowadzenie działalności gospodarczej w ramach gospodarki rynkowej wymaga od osób odpowiedzialnych w przedsiębiorstwach za podejmowanie decyzji uwzględniania ciągłych zmian zachodzących w otoczeniu. Zmienność otoczenia gospodarczego jest efektem szeregu czynników: decyzji uczestników życia gospodarczego, zmian w systemie prawnym, zmieniającej się koniunktury gospodarczej, nastrojów konsumentów itp. [Listkiewicz, Listkiewicz, Niedziółka, Szymczak 2004, s. 74]. W świetle tych uwarunkowań umiejętność formułowania prognoz, jak również trafność w zakresie oceny spodziewanych procesów, mają duże znaczenie dla funkcjonowania przedsiębiorstwa, powodzenia podejmowanych przez nie przedsięwzięć inwestycyjnych oraz pozyskiwania potrzebnego finansowania. Popełnione błędy w procesie przygotowania i realizacji inwestycji mogą skutkować problemami ze zdobyciem odpowiednich funduszy na jego realizację.

Takie procesy jak globalizacja, powszechna informatyzacja, czy też wzrost wpływu rynków finansowych na sferę realną powodują, że zdarzenia zachodzące w otoczeniu przedsiębiorstw dzieją się obecnie znacznie szybciej oraz cechują się większą dynamiką i siłą niż w przeszłości. Jednocześnie często na sytuację danego podmiotu istotny wpływ mają zdarzenia, które miały miejsce w innej części świata i które w pobieżnej ocenie, nie powinny być aż tak znaczące. W efekcie coraz trudniejsze jest podejmowanie decyzji inwestycyjnych oraz budowanie do nich założeń.

Zakres możliwości pozyskiwania kapitału na finansowanie inwestycji przez przedsiębiorstwo zależy zarówno od jego kondycji ekonomiczno-finansowej oraz zdolności do obsługi zadłużenia, jak i wynika ze stopnia rozwoju rynku finansowego, a co za tym idzie oferowanych możliwości prawno-organizacyjnych w zakresie pozyskiwania kapitału [Czerwińska 2016, s. 29].

Ponieważ projekty inwestycyjne cechują się zazwyczaj istotną wartością w stosunku do wielkości i skali działalności danego podmiotu, w praktyce rząd-



ko zdarza się, aby były one finansowane w całości z własnych środków przedsiębiorstwa. Przeważnie pojawia się potrzeba wykorzystania także finansowania dłużnego. Dominującą rolę, jako dostarczyciele funduszy w tym zakresie odgrywają banki komercyjne [Wiatr 2012, s. 157]. Inne źródła tego typu finansowania to międzynarodowe instytucje finansowe (np.: Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju) oraz zobowiązania zaciągane na rynkach finansowych w postaci emisji obligacji.

Sposób finansowania danego projektu inwestycyjnego powinien być ściśle powiązany z jego specyfiką i sposobem realizacji. W praktyce wyróżnić można dwie zasadnicze formy realizacji inwestycji przedsięwzięć inwestycyjnych [Rogowski 2013, s. 60]:

- Project Finance,
- Corporate Finance.

W pierwszym przypadku inwestycja przeprowadzana jest w ramach wyodrębnionej spółki celowej (*Special Purpose Vehicle*) powołanej do realizacji konkretnego przedsięwzięcia, czyli podmiotu bez historii, a także z ograniczonym potencjałem kapitału własnego. Przedsięwzięcia inwestycyjne realizowane w tej formule zazwyczaj cechują się wysokim poziomem dźwigni finansowej z racji wykorzystania finansowania obcego (zazwyczaj w postaci kredytu bankowego). Ponieważ źródłem spłaty zaciągniętych przez podmiot celowy zobowiązań są nadwyżki gotówkowe, jakie będą generowane w przyszłości, głównym obszarem analizy i oceny są strumienie pieniężne, jakie mają być w przyszłości generowane przez projekt i będące jednocześnie podstawą wyliczenia takich wskaźników, jak: wartość bieżąca netto (*Net Present Value, NPV*), wewnętrzna stopa zwrotu (*Internal Rate of Return, IRR*), czy też wskaźnik pokrycia obsługi długu (*Debt Service Coverage Ratio, DSCR*). Zabezpieczenie finansowania dłużnego w tym ujęciu stanowi majątek powstały w wyniku realizacji projektu lub cesja przyszłych należności powstałych w oparciu o przychody projektu [Nevitt, Fabozzi 2000, s. 1; Yescombe 2007, s. 15–16].

Należy zaznaczyć, że w praktyce zazwyczaj formuła *Project Finance* służy finansowaniu projektów zamkniętych, tj. samodzielnych pod względem ekonomicznym i prawnym. Przeważnie są to nowe projekty (np. nowa fabryka) a nie już funkcjonujące w ramach wcześniejszej działalności przedsiębiorstwa. Podejście to cechuje także wysoki wskaźnik długu do kapitału własnego bowiem dług zaciągnięty na zasadach *Project Finance* może pokrywać nawet do 90% nakładów na projekt.

W odniesieniu do finansowania dłużnego na zasadach *Project Finance* inwestorzy (sponsorzy kapitałowi projektu) nie udzielają gwarancji w ramach spółki celowej (finansowanie bez prawa regresu) lub udzielają ich w ograniczonym zakresie (finansowanie z ograniczonym regresem).



Przy udzielaniu finansowania dłużnego kredytodawcy kierują się następującymi przesłankami [Yescombe 2007, s. 16]:

- ocena możliwości spłaty kapitału i odsetek (obsługi zadłużenia) opiera się na prognozowanych przyszłych przepływach pieniężnych generowanych przez projekt a nie na wartości jego majątku czy historycznych wynikach finansowych – których brak,
- podstawowe zabezpieczenie – zawarte przez spółkę celową kontrakty, udzielone jej licencje lub prawa do wydobycia zasobów naturalnych,
- projekt eksploatowany jest przez określony czas, który zależy od takich czynników jak: długość kontraktów i licencji czy wielkość dostępnych zasobów naturalnych, dlatego dług zaciągnięty na zasadach *project finance* musi zostać spłacony przed zakończeniem tego okresu

Ta forma finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych posiada z punktu widzenia przedsiębiorstw liczne zalety, np. [Czerkas 2002, s. 54; Listkiewicz, Listkiewicz, Niedziółka, Szymczak 2004, s. 41; Wojewnik-Filipkowska 2008, s. 138]:

- dywersyfikacja ryzyka – z racji wysokiego poziomu kapitału obcego w strukturze finansowania, nie tylko przedsiębiorstwo będące sponsorem projektu ponosi związane z nim ryzyko ale także instytucje finansowe,
- pozabilansowy charakter długu - w przypadku zaciągnięcia kredytu przez spółkę celową, nie obciąża on bilansu sponsora, przy czym będzie on widoczny w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym sporządzanym przez sponsora,
- zwiększenie zdolności kredytowej spółki celowej – dzięki wyseparowaniu projektu do oddzielnego podmiotu istnieje możliwość uzyskania wyższego poziomu finansowania dłużnego,
- elastyczność warunków finansowania – warunki te dopasowane są do konkretnego projektu,
- optymalizacja podatkowa.

Jednocześnie jednak można wskazać także elementy negatywne *Project Finance*:

- zwiększenie poziomu kosztów finansowych – z racji wyższego ryzyka banki oczekują wyższej marży przy udzielonym finansowaniu,
- obszerność i złożoność dokumentacji projektowej,
- złożoność i trudność negocjacji,
- ingerencja kredytodawcy w proces przygotowania i zarządzania projektem.

Dla odmiany formuła *Corporate Finance* wyraża się realizacją przedsięwzięcia inwestycyjnego w ramach podmiotu już funkcjonującego, z określoną historią, majątkiem oraz strukturą źródeł finansowania. W tym przypadku nie jest powoływana oddzielna spółka, przez co ryzyko przedsięwzięcia wiąże się bezpośrednio z ryzykiem przedsiębiorstwa, wynikającym z jego dotychczasowej działalności.

Tym samym nie następuje wydzielenie ryzyka poza podstawową działalność, ma natomiast miejsce zwiększenie poziomu zadłużenia oraz kosztów finansowych spółki. Kapitałodawcy, podobnie jak w *Project Finance* zapewniają sobie znaczny poziom kontroli nad działalnością operacyjną, w szczególności poprzez [Listkiewicz, Listkiewicz, Niedziółka, Szymczak 2004, s. 43]:

- klauzule ograniczające skalę podejmowanych działań,
- zakaz określonych działań (klauzule negatywne),
- obowiązek wykonywania określonych działań (klauzule pozytywne).

Powiązanie projektu inwestycyjnego z pozostałą działalnością przedsiębiorstwa ma liczne zalety, np. w razie potrzeby możliwość wsparcia projektu dodatkowymi środkami wygenerowanymi w ramach dotychczasowej działalności podmiotu, czy też zazwyczaj niższy koszt finansowania dłużnego. Należy jednak wziąć pod uwagę także ryzyka wiążące się z całokształtem działalności firmy.

W tabeli 1 przedstawione zostało porównanie podstawowych cech projektów inwestycyjnych realizowanych w formule *Project Finance* i *Corporate Finance*.

TABELA 1. Charakterystyka podstawowych cech projektów inwestycyjnych realizowanych w formule *Project Finance* i *Corporate Finance*

Cecha	Project Finance	Corporate Finance
Powołanie do życia nowej spółki	x	
Finansowanie bez regresu do sponsora kapitałowego projektu (bez gwarancji ze strony inwestora projektu)	x	
Finansowanie z regresem do sponsora kapitałowego projektu		x
Dywersyfikacja ryzyka (z punktu widzenia sponsora projektu)	x	
Wyższy poziom oprocentowania finansowania dłużnego	x	
Ocena zdolności kredytowej przedsiębiorstwa (ocena dotychczasowej działalności)		x
Zwiększenie zdolności kredytowej sponsorów	x	
Pozabilansowy charakter długu (z punktu widzenia jednostkowego sprawozdania finansowego sponsora kapitałowego projektu)	x	
Optymalizacja podatkowa	x	
Znaczny poziom ingerencji kredytodawcy	x	

Źródło: Opracowanie własne.

Niezależnie od formuły realizowanej inwestycji, analizując kwestie związane z jej finansowaniem, należy zwrócić uwagę na następujące kwestie:

- wybór źródła wiąże się zarówno z kosztem kapitału, jak również z konsekwencjami w zakresie zarządzania przedsiębiorstwem;



- koszt finansowania dłużnego jest z reguły niższy niż ze źródeł własnych, co wynika przede wszystkim z faktu, iż ryzyko wierzyciela jest niższe niż właściciela w przypadku niepowodzenia inwestycji; ponadto ma miejsce także efekt tarczy podatkowej;
- granicą ekonomicznej racjonalności wykorzystania kapitału pochodzącego ze źródeł obcych do finansowania inwestycji jest wysokość stopy rentowności majątku przedsiębiorstwa;
- z reguły niski poziom rynkowych stóp procentowych, wysoka rentowność i umiarkowane ryzyko sektorowe – przyczyniają się do wykorzystania dźwigni finansowej i finansowania ze źródeł dłużnych.

RYZIKO W PRZEDSIĘWZIĘCIACH INWESTYCYJNYCH PRZEDSIĘBIORSTW

Niezależnie od przedmiotu realizowanego projektu inwestycyjnego przez przedsiębiorstwo, jak również formuły przedsięwzięcia (*Project Finance* bądź *Corporate Finance*), przedsiębiorstwa narażone są na liczne rodzaje ryzyka.

Ogólnie rzecz biorąc ryzyko w przypadku projektów inwestycyjnych można podzielić na trzy kategorie [Yescombe 2007, s. 157]:

- ryzyko gospodarcze (określane również jako ryzyko projektu) – związane z samym projektem lub z jego otoczeniem rynkowym;
- ryzyko makroekonomiczne – wiąże się z zewnętrznymi zjawiskami ekonomicznymi nie dotyczącymi bezpośrednio projektu (tj. inflacją, stopami procentowymi i kursami walutowymi);
- ryzyko polityczne (nazywane także ryzykiem kraju bądź w węższym ujęciu ryzykiem regulacyjnym) – odnoszące się do skutków polityki władz rządowych lub wypadków działania siły wyższej o charakterze politycznym, takich jak wojna lub niepokoje społeczne (w szczególności wtedy, ale nie wyłącznie, gdy projekt obejmuje finansowanie i inwestycje zagraniczne).

Z obserwacji autorów wynika, że szczególnie problematyczne w ostatnich latach staje się ryzyko makroekonomiczne. W jego ramach można wyróżnić dwa powiązane ze sobą obszary:

- ryzyko właściwej specyfikacji założeń projekcji finansowych - dotyczące etapu przed rozpoczęciem realizacji inwestycji, czyli fazy przedinwestycyjnej,
- ryzyko makroekonomiczne *sensu stricte* – dotyczące całego procesu tj. od fazy przedinwestycyjnej, przez fazę inwestycyjną, a także w trakcie fazy operacyjnej.

Ryzyko właściwej specyfikacji założeń projekcji finansowych wiąże się z faktem, iż praktycznie nie jest możliwe przygotowanie oraz opracowanie rzetelnej oceny projektu inwestycyjnego bez przygotowania biznesplanu. Jednocześnie



każdy biznesplan powinien zawierać projekcje finansowe w postaci bilansu, rachunku wyników oraz rachunku przepływów na planowany okres finansowania ze źródeł zewnętrznych. Weryfikacja realności projekcji finansowych polega na ocenie ich założeń. W szczególności istotne jest zwrócenie uwagi na następujące aspekty, które mogą stanowić ryzyko zagrożenia wykonania prognoz [Listkiewicz, Listkiewicz, Niedziółka, Szymczak 2004, s. 186]:

- założenia makroekonomiczne (zasady predykcji kursów walutowych, przyszłych stóp procentowych, inflacji oraz tempa wzrostu PKB i wysokości stawek podatkowych),
- założenia rynkowe (np. w przypadku budowy biurowca: stawki najmu, obłożenie, okres komercjalizacji budynku),
- założenia ekonomiczne (cykle należności, zobowiązań i zapasów, poziom kosztów operacyjnych).

Stosowane przeważnie w tym przypadku sposoby ograniczania tego rodzaju ryzyka to:

- weryfikacja założeń w oparciu o dane historyczne,
- poszukiwanie uzasadnień dla przyjętych założeń i ocena ich realności,
- utworzenie w ramach projektu realizowanego w formule Project Finance Rachunku Rezerwy Obsługi Długu (ang. *Debt Service Reserve Account, DSRA*), tj. rachunku, na którym powinna być lokowana nadwyżka środków pieniężnych wykraczających ponad zdefiniowany w umowie kredytowej poziom, osiągając saldo środków wystarczających na np. 3-, 6- lub 12-miesięczną obsługę zadłużenia.

Ryzyko makroekonomiczne związane jest ściśle z ryzykiem właściwej specyfikacji założeń projekcji finansowych, jednak dotyczy ono zarówno okresu przed rozpoczęciem inwestycji, jak również może się ujawnić w czasie oddania inwestycji do eksploatacji i/lub po jej oddaniu. Nawet najbardziej konserwatywne podejście zastosowane na etapie konstruowania projekcji finansowych musi być racjonalne, tzn. opierać się na wiarygodnych przesłankach odnośnie przyszłych warunków gospodarowania. Jest jednak możliwe, że nastąpi gwałtowna aprecjacja kursu walutowego lub podwyżka stóp procentowych banku centralnego, czego przy zastosowaniu zasady najwyższej staranności przy budowie projekcji finansowych nie można było założyć – w ten sposób objawia się ryzyko makroekonomiczne. Warto zaznaczyć, że niekiedy ryzyko makroekonomiczne identyfikowane jest również z ryzykiem politycznym oraz ryzykiem stabilności systemu gospodarczego. Metody ograniczania tego rodzaju ryzyka to głównie [Wojewnik-Filipkowska 2008, s. 106; Listkiewicz, Listkiewicz, Niedziółka, Szymczak 2004, s. 199]:

- zobowiązanie inwestora do przeprowadzania transakcji terminowych o charakterze zabezpieczającym,
- zobowiązanie do stosowania klauzul kursowych w zawieranych umowach gospodarczych,



- korekta trendów, określonych w biznesplanie, jeśli uznane są za zbyt optymistyczne,
- zawarcie kontraktów długoterminowych, uzależniających wzrost cen od inflacji lub PKB.

WYNIKI BADAŃ

Jako przykłady inwestycji, w których ujawniło się ryzyko makroekonomiczne, można wskazać:

- A. przedsięwzięcia inwestycyjne w zakresie budowy farm wiatrowych,
- B. projekty dotyczące budowy nowych bloków energetycznych w ramach tzw. energetyki konwencjonalnej,
- C. przedsięwzięcia inwestycyjne oparte na wydobyciu surowców.

Ad. A. Przedsięwzięcia inwestycyjne w zakresie budowy farm wiatrowych.

Projekty inwestycyjne dotyczące budowy farm wiatrowych generalnie realizowane są w formule *Project Finance*, co wynika przede wszystkim z racji ich znaczącej skali oraz zamkniętej formy (jako odrębnych przedsięwzięć).

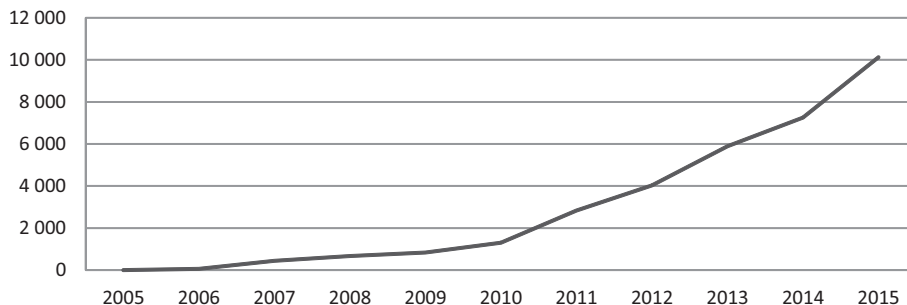
Zgodnie z obowiązującym w Polsce do roku 2015 systemem, wytwórcy energii ze źródeł odnawialnych otrzymywali za każdą wyprodukowaną kilowatogodzinę energii elektrycznej dwa rodzaje płatności:

- opłatę za wyprodukowaną energię oraz
- tzw. zielone certyfikaty stanowiące formę wsparcia ze strony rządu oraz regulatora rynku w zakresie rozwoju energetyki opartej na źródłach odnawialnych w Polsce.

Zawierane przez wytwórców energii z zakładami energetycznymi kontrakty typu *off-take* na odbiór energii oraz zielonych certyfikatów, stanowiły źródło spłaty zaciągniętych kredytów. Obecność certyfikatów w systemie wynika z faktu, że każdy sprzedawca energii, który sprzedaje ją odbiorcy końcowemu zobowiązany jest do przedstawienia Urzędowi Regulacji Energetyki odpowiedniej ilości takich certyfikatów do umorzenia. Zgodnie ze stanowiskiem polskiego rządu, które wpiasywało się w kierunki polityki Unii Europejskiej udział energii produkowanej ze źródeł odnawialnych w kolejnych latach powinien wzrastać. Np. w 2006r. stanowił on około 6% całości wyprodukowanej energii, podczas gdy na 2020r. plan wynosi 15%, a do roku 2030 r. 20%. W ocenie inwestorów spodziewany wzrost zapotrzebowania na tego typu energię, jak również ogólnie spodziewany wzrost cen energii powodowały, że w ich ocenie inwestycje w obszarze energetyki wiatrowej w ostatnich latach zaczęły być postrzegane jako szczególnie atrakcyjne. Świadczy o tym np. dynamiczny wzrost produkcji energii elektrycznej wytwarzanej w farmach wiatrowych i innych odnawialnych źródłach energii elektrycznej, bowiem jak podają Polskie Sieci Elektroenergetyczne, jeszcze w roku 2006 ze źródeł tych



wyprodukowane zostało zaledwie 69 GWh, podczas gdy w roku 2015r. był to już poziom 10 114 GWh (wykres 1), co stanowiło jednocześnie 6,3% całości wytworzonej energii w Krajowym Systemie Energetycznym w tym roku.



WYKRES 1. Krajowa produkcja energii elektrycznej z farm wiatrowych i innych odnawialnych źródeł energii [GWh]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji zawartych na stronie internetowej <http://www.pse.pl>, (dostęp 21.09.2016 r.).

Również banki dostrzegły powyższe tendencje przyjmując wspomniane założenia jako wiarygodne i chętnie finansując tego typu przedsięwzięcia.

Do około 2012 r. giełdowe ceny zielonych certyfikatów kształtowały się na poziomie zbliżonym do tzw. opłaty zastępczej i atrakcyjnym dla inwestorów (właścicieli farm wiatrowych), tj. około 250-270 zł/MWh. W kolejnych latach z powodu rosnącej podaży certyfikatów ich cena spadła do około 100 zł/MWh (w 2015 r.) a w drugiej połowie 2016 r. nawet do poziomu poniżej 50 zł/MWh. Przyczyną nadpodaży certyfikatów na rynku i spadku cen w głównej mierze był duży wzrost produkcji energii w technologii współspalania biomasy z węglem, która w świetle regulacji w Polsce również uchodzi za energię wytwarzaną z odnawialnych źródeł i za którą również przysługują zielone certyfikaty.

Spadek cen certyfikatów o około 80% w ciągu kilku lat, jak również spadek przychodów farm wiatrowych z tego tytułu (w przypadku tych farm, które w swoich umowach sprzedaży miały zawarte ceny zmienne) spowodował, że liczne przedsięwzięcia inwestycyjne z tego obszaru stały się niedochodowe a realizujące je podmioty mają trudności z obsługą i spłatą zaciągniętego zadłużenia. Wprawdzie zarówno sponsorzy tych przedsięwzięć, jak również analitycy bankowi, na etapie strukturyzowania transakcji, badali wrażliwość danego projektu na cenę sprzedaży energii elektrycznej oraz zielonych certyfikatów, jednak trudno było im założyć tak znaczącą negatywną zmianę na przestrzeni kilku lat.

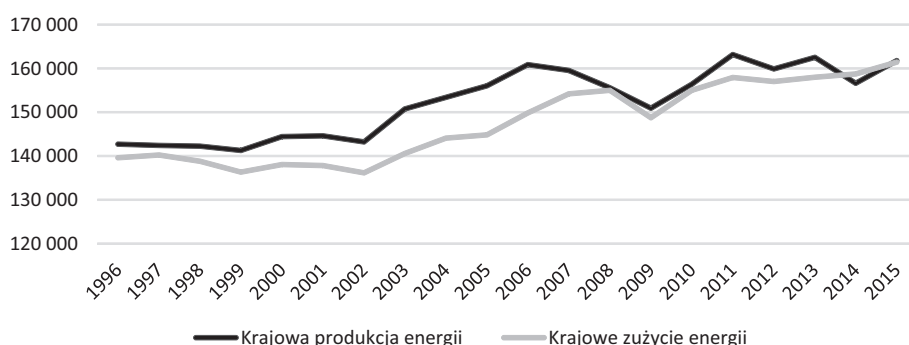
W licznych przypadkach sprzedaż zielonych certyfikatów była zagwarantowana po stałej ich cenie. W opinii finansujących te projekty banków, był to szczególnie istotny element przy podejmowaniu decyzji o udzieleniu finansowania



oraz szacowaniu zdolności spłaty zaciągniętego finansowania. Jednak konieczność nabywania certyfikatów przez zakłady energetyczne po cenach tak istotnie odmiennych od cen rynkowych stała się kłopotliwa także dla nabywców. Przykładem takiej sytuacji było wypowiedzenie umów na zakup energii i certyfikatów przez jedną ze spółek, która była odpowiedzialna w ramach jednej z największych grup energetycznych w Polsce za tego typu operacje. Podmiot ten wypowiedział zawarte w latach 2009-2010 (na okres 15 lat) umowy na odbiór energii elektrycznej i zielonych certyfikatów. Przyczyną wypowiedzenia umów były rozbieżne stanowiska stron tych umów odnośnie zaistnienia warunków do renegotjacji cen. Strony ostatecznie skierowały spór na drogę sądową.

Powyższy przykład wskazuje na znaczenie ryzyka makroekonomicznego, bowiem jak obrazuje to przedstawiona sytuacja, nawet zawarcie kontraktów sprzedaży energii elektrycznej i certyfikatów po cenach stałych nie zapewniło producentom bezpieczeństwa, doprowadzając część z nich do problemów z terminową obsługą zadłużenia, a nawet bankructwa.

Ad. B. Budowa nowych bloków energetycznych w ramach tzw. energetyki konwencjonalnej. Polski sektor energetyczny jest szóstym pod względem wielkości w Europie i jednym z nielicznych, które w ciągu ostatnich lat prezentują pozytywne tendencje. Skala zużycia energii na przestrzeni lat 1996–2015 wzrosła z 139 593 GWh do 161 438 GWh, przy czym największe wzrosty notowane były w latach 2002-2008. Wprawdzie ostatnie lata cechowały się niższym tempem wzrostu, jednak na tle innych państw Unii Europejskiej i tak tempo to było atrakcyjne. Z racji stosunkowo niskiej skali połączeń transgranicznych prawie cały popyt pokrywany jest z krajowych źródeł. Import bądź eksport energii netto (występujący w zależności od sytuacji) odgrywa niewielkie znaczenie. Skala produkcji i zużycia energii elektrycznej w Polsce przedstawione zostały na wykresie 2.

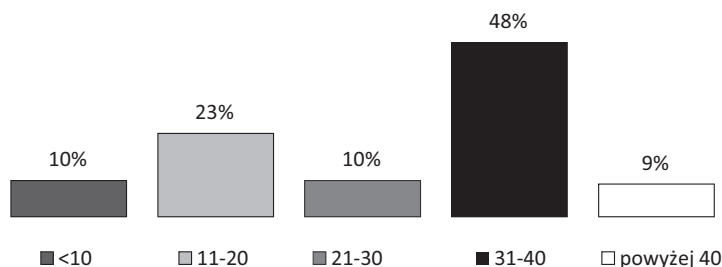


WYKRES 2. Krajowa produkcja i zużycie energii elektrycznej w latach 1996-2015 [GWh]

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji zawartych na stronie internetowej <http://www.pse.pl>, (dostęp 21.09.2016 r.).

W porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej, Polskę cechuje duży udział węgla kamiennego i brunatnego w strukturze źródeł wytwarzania. Przez co, w świetle działań mających na celu ochronę klimatu oraz obniżenie emisji CO₂ do atmosfery, kraj nasz staje w świetle konieczności istotnych nakładów inwestycyjnych w celu przebudowy systemu wytwórczego.

Inną specyficzną cechą polskiego systemu energetycznego jest wiek aktywów wytwórczych. W przeważającej części są to jednostki wysłużone, o niskich parametrach efektywnościowych, wymagające modernizacji bądź o bliskim końcu swojej użyteczności (strukturę wiekową elektrowni w Polsce przedstawia wykres 3).



WYKRES 3. Struktura wiekowa elektrowni w Polsce

Źródło: Opracowanie własne na podstawie informacji zawartych na stronie internetowej <http://www.ure.gov.pl>, (dostęp 21.09.2016 r.).

Ponad 50% elektrowni pracujących w Polsce jest starszych niż 30 lat. Oznacza to, że przed sektorem pojawia się konieczność znaczących inwestycji odtworzeniowych, gdyż w przeciwnym przypadku grozi ryzyko braku odpowiednich mocy i przerw w dostawach prądu (ang. *black-out*).

Tymczasem spadające ceny energii w Polsce (średnie ceny sprzedaży energii na rynku konkurencyjnym wg URE w: 2011: 198,90 zł/MWh; 2012: 201,36 zł/MWh; 2013: 181,55 zł/MWh; 2014: 163,58 zł/MWh; 2015: 169,99 zł/MWh), niskie ceny węgla na rynkach światowych oraz spodziewany wzrost cen uprawnień do emisji CO₂ sprawiają, że inwestycje w nowe bloki energetyczne oparte na węglu nie są opłacalne. Jednocześnie ww. czynniki sprawiają także, że koszt zbudowania i uruchomienia nowej elektrowni wykorzystującej jako paliwo np. gaz, również jest zbyt wysoki i przez to przedsięwzięcia te nie wytrzymują rachunku ekonomicznego.

Przedstawiony przykład również obrazuje znaczenie ryzyka makroekonomicznego. Wytwórcy energii elektrycznej posiadający wyeksploatowane aktywa wytwórcze doświadczają problemów z pozyskaniem finansowania na realizację nowych mocy wytwórczych z racji niskich cen energii (powodowanych m.in. niskimi kosztami zmiennymi energii pochodzącej ze źródeł odnawialnych) i braku zdolności do obsługi zadłużenia. Dodatkowym czynnikiem jest niechęć ze stro-



ny niektórych instytucji finansowych do finansowania projektów, w których jako główny surowiec wykorzystywany jest węgiel. Tym samym realizacja przedsięwzięć inwestycyjnych w nowe bloki oparte na węglu w istocie rzeczy możliwa jest wyłącznie w formule zawierającej regres do sponsorów danego przedsięwzięcia.

Ad. C. Przedsięwzięcia inwestycyjne oparte na wydobyciu surowców. Ostatnie lata przyniosły również istotne zmiany w zakresie cen surowców co powoduje, że wszelkie przedsięwzięcia w zakresie wydobycia np. węgla czy innych surowców stają się wysoce ryzykowne.

Przykładem inwestycji, która zawierana była przy wysokich poziomach cen surowców (przy czym dostępne wówczas opracowania wskazywały na pozytywne tendencje w zakresie notowań cen metali, w tym miedzi w najbliższych latach) jest zakup przez KGHM Polska Miedź S.A. 100% kanadyjskiej spółki Quadra FNX za kwotę około 9,44 mld zł na przełomie 2011 i 2012 roku. Średnia cena miedzi w 2011r. a więc w momencie, gdy polski koncern podejmował decyzję wyniosła około 8 750 USD/tonę. W kolejnym roku spadła ona do poziomu 7 950 USD/t, a następnie w roku 2015 do 5 494 USD/tonę. Wprawdzie 4 lata to zbyt krótki okres aby można było dokonać oceny, na ile inwestycja ta była trafiona. Jednak przykład ten obrazuje jak zmienne jest otoczenie przedsiębiorstw i trudne szacunki w zakresie prognozowanych cen oraz opłacalności różnego rodzaju operacji, jak i przedsięwzięć inwestycyjnych. Tym samym również w tym przypadku bardziej bezpieczne wydaje się być finansowanie w formule *Corporate Finance*.

WNIOSKI

Obserwowane w ostatnich latach zmiany w otoczeniu gospodarczym przedsiębiorstw, wywołane takimi procesami jak globalizacja, powszechna informatyzacja, czy też wzrost wpływu rynków finansowych na sferę realną, powodują wzrost ryzyka makroekonomicznego, w efekcie czego podmiotom gospodarczym coraz trudniej jest podejmować i realizować projekty inwestycyjne z zapewnieniem właściwej formy finansowania. Finansowanie tego typu przedsięwzięć, nawet przy zachowaniu powszechnie obowiązujących reguł ich strukturyzowania, nie chroni sponsora danego projektu, jak również instytucji finansujących go finansowaniem dłużnym przed stratami, co potwierdziły przytoczone przykłady. W tej sytuacji niezbędna jest daleko posunięta ostrożność przy konstruowaniu prognoz finansowych, odpowiednie zarządzanie ryzykiem, jak również zdolność do zachowania elastyczności projektu w przypadku wystąpienia istotnych zmian w otoczeniu.



Spis literatury

- CZERKAS K. 2002: Project Finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności deweloperskiej, Twigger, Warszawa.
- CZERWIŃSKA T. 2016: Wprowadzenie do finansowania i budżetowania projektów rozwojowych, w: Projekty inwestycyjne, finansowanie, budżetowanie, ocena efektywności, M. Postuła, R. Cieślik (red.), Difin, Warszawa.
- LISTKIEWICZ J., LISTKIEWICZ S., NIEDZIÓŁKA P., SZYMCZAK P. 2004: Metody realizacji projektów inwestycyjnych, planowanie, finansowanie, ocena, ODDK, Gdańsk.
- NEVITT P.K., FABOZZI F.J. 2000: Project financing, Euromoney Books, London.
- ROGOWSKI W. 2013: Rachunek efektywności inwestycji, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa.
- WIATR M. 2012: Ocena korporacyjnych przedsięwzięć inwestycyjnych wg standardów bankowych, w: Bankowość korporacyjna. Podręcznik akademicki, M. Wiatr (red.), Difin, Warszawa.
- WOJEWNIK-FILIPKOWSKA A. 2008: Project Finance w inwestycjach infrastrukturalnych, CeDeWu Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.
- YESCOMBE E. R. 2007: Project Finance, wybrane elementy finansowania strukturalnego, Oficyna Wolters Kluwer, Warszawa.
- www.pse.pl
- www.ure.gov.pl

CHALLENGES IN THE RANGE OF INVESTMENTS FINANCING BY COMPANIES IN POLAND

Abstract. The aim of the paper is to present on the basis of selected examples conditions and connected with them challenges regarding financing of investments taken by companies in Poland. Powered by case study approach, the authors point to difficulties in implementation of mentioned above undertakings. Being observed changes in the economic environment of companies, brought on by such processes as globalization, common IT solutions usage as well as an increase of financial markets influence on real sphere cause that entrepreneurs have more and more difficulties in taking and executing investment projects. Financing such projects, even executed in line with rules of structuring, does not protect the sponsor as well as financial institutions supplying debt from losses. In such a case, from the authors' point of view, deep caution, proper risk management and flexibility of the project are essential.

Key words: investment, undertaking, financing, project finance, corporate finance

