

Mariusz Lipski

Wyzwania przedsiębiorstw w zakresie dostępności finansowania w świetle wymogów zrównoważonego rozwoju

Streszczenie: Obserwowany wzrost znaczenia wymogów zrównoważonego rozwoju w otoczeniu przedsiębiorstw wpływa na warunki ich dalszego funkcjonowania. Zmiany te wpływają także na dostępność podmiotów gospodarczych do źródeł finansowania, zarówno w postaci kapitału właścicielskiego (udziałowego) jak i dłużnego. W opracowaniu sformułowano następującą hipotezę: niewypełnienie wymogów zrównoważonego rozwoju przez przedsiębiorstwo istotnie ogranicza możliwości w zakresie pozyskania finansowania, zarówno o charakterze udziałowym jak i dłużnym. Po przeprowadzeniu analizy stwierdzono, że postawiona teza została potwierdzona. Przedsiębiorstwa niespełniające wymogów zrównoważonego rozwoju muszą liczyć się z ograniczonymi możliwościami pozyskania kapitału właścicielskiego i dłużnego, z racji znacznie węższego grona potencjalnych inwestorów oraz pożyczkodawców, praktycznie braku możliwości pozyskania finansowania dłużnego otwartego, jak również gorszych warunków finansowania. Jednocześnie, podjęcie odpowiednich działań, np. w postaci ścisłego określenia celu pozyskiwanego finansowania, który będzie korespondował z założeniami ESG, umożliwi zdobycie potrzebnego kapitału.

Słowa kluczowe: przedsiębiorstwo, finansowanie dłużne, finansowanie udziałowe, zrównoważony rozwój

Companies' challenges relating to financing availability taking into account requirements of sustainable development

Summary: A being watched increase of requirements regarding the sustainable development around companies influences the conditions of continued operation. The changes

also affect the availability of equity and debt financing. The article presents the hypothesis: non-fulfillment requirements of the sustainable development by a company limits significantly possibilities to acquire both equity and debt financing. After the analysis, it turned out that the thesis was confirmed, because the number of potential investors and lenders in case of such entities is significantly smaller, practically there is no possibility to take debt financing for general purposes and conditions of financing are generally less favourable than in case of entities acting in line with sustainable development requirements. At the same time, it is possible to acquire financing by taking proper actions, e.g. to define strictly the aim of financing being in line with ESG assumptions.

Keywords: company, debt financing, equity financing, sustainable development

JEL: G10, G20, G32, Q40

Rosnące obecnie znaczenie wymogów zrównoważonego rozwoju powoduje, że chcąc przetrwać na rynku oraz myśląc o dalszej ekspansji i rozwoju, podmioty prowadzące działalność gospodarczą stają w obliczu podjęcia wyzwania polegającego na dostosowaniu się do nowych uwarunkowań wynikających z regulacji obejmujących aspekty ESG (Environmental – środowiska, Social – spraw społecznych oraz Corporate Governance – ładu korporacyjnego). Obserwowane zmiany mają istotny wpływ także na dostępność przedsiębiorstw do źródeł finansowania, zarówno w postaci kapitału właścicielskiego (udziałowego) jak i dłużnego. Szczególnie interesującym przykładem w tym kontekście jest polski sektor energetyczny, a dokładniej – główni jego reprezentanci, stojący w obliczu znaczących wyzwań inwestycyjnych wynikających z konieczności zmiany miksu paliwowego oraz odnowienia aktywów wytwórczych.

Celem artykułu jest zbadanie wpływu braku wypełnienia wymogów zrównoważonego rozwoju na dostępność przedsiębiorstw do finansowania, jak również próba wskazania sposobów mitygowania tego rodzaju ryzyka. W opracowaniu sformułowano tezę: niewypełnienie wymogów zrównoważonego rozwoju przez przedsiębiorstwo istotnie ogranicza możliwości w zakresie pozyskania finansowania, zarówno o charakterze udziałowym jak i dłużnym.

Zrównoważony rozwój i jego wpływ na przedsiębiorstwo

Zgodnie z definicją przytoczoną w raporcie Światowej Komisji ds. Środowiska i Rozwoju z 1987 r. *Nasza wspólna przyszłość*, zrównoważony rozwój został określony jako „rozwój, w którym potrzeby obecnego pokolenia mogą być zaspokajane bez umniejszania szans przyszłych pokoleń na ich zaspokojenie” (The World Commission on Environment and Development, 1987). Tym samym, cel tej koncepcji można określić jako chęć zapewnienia rozwoju gospodarczego przy jednoczesnym zachowaniu ochrony równowagi społecznej oraz środowiskowej.

Omawianemu podejściu towarzyszą w ostatnich latach coraz liczniejsze inicjatywy regulacyjne oraz społeczne, przez co rola aspektów dotyczących zrównoważonego rozwoju

dynamicznie rośnie (Rosicki, 2010, s. 44; Woźniak, Rokicka, 2016). Istotnym zdarzeniem przyczyniającym się do wzrostu znaczenia na poziomie międzynarodowym w tym zakresie było przyjęcie rezolucji Zgromadzenia Ogólnego Organizacji Narodów Zjednoczonych z 2015 r. *Przekształcamy nasz świat: Agenda 2030 na rzecz zrównoważonego rozwoju*, wytyczającej 17 celów oraz 169 zadań, które mają być osiągnięte do 2030 roku. Rezolucja ma charakter globalny oraz uniwersalny, ponadto odnosi się również do szczebli lokalnych i regionalnych. Zachęca ona do wspólnego działania, jak również do partnerstwa zmierzającego do likwidacji skrajnego ubóstwa i ochrony zasobów naturalnych planety. Warto podkreślić, że poza samymi celami określone zostały również bardziej szczegółowe zadania, które mają pozwolić na realizację ogólnych założeń. Całość została podzielona na 5 grup tematycznych, których bezpośrednio dotyczą poszczególne cele. Obszary te pokrywają się z fundamentami zrównoważonego rozwoju odnoszonymi do trzech wymiarów: gospodarczego, społecznego oraz środowiskowego. Dodatkowo, realizacja poszczególnych celów jest na bieżąco monitorowana przez specjalnie przygotowane wskaźniki, weryfikowane na poziomie krajowym przez instytucje państwowe. W Polsce zadanie to realizowane jest przez Główny Urząd Statystyczny, który ma do dyspozycji ponad 400 szczegółowych mierników (United Nations, 2015).

Warto zaznaczyć, że zadania zrównoważonego rozwoju są ambitne, a ich realizacja wymaga znaczących nakładów finansowych i współpracy wielu środowisk, w tym z sektora publicznego i prywatnego. W skali globalnej jest potrzeba zapewnienia spójności polityk na rzecz zrównoważonego rozwoju, przeprowadzenia działań edukacyjnych i promocyjnych.

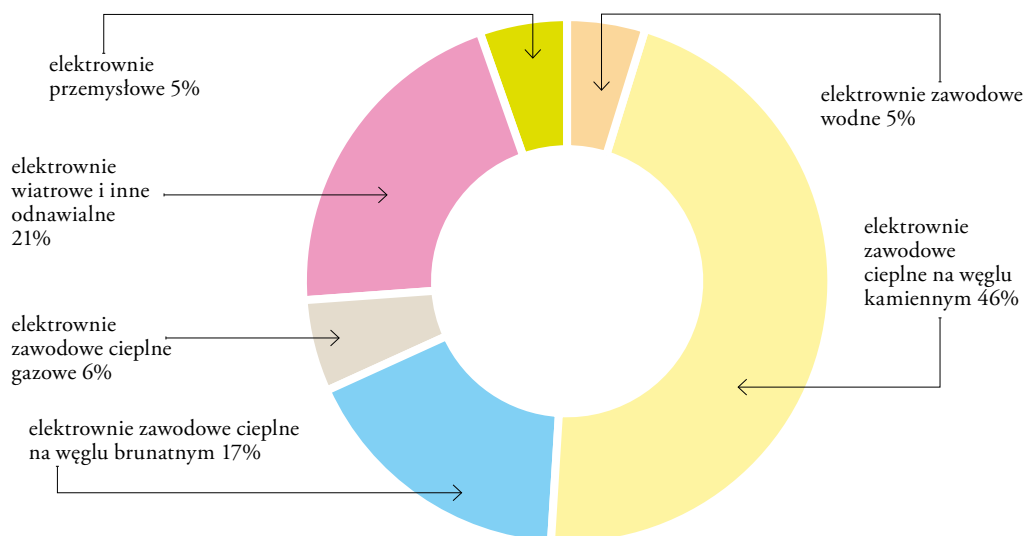
Tym samym, całokształt przytoczonych powyżej inicjatyw w istotny sposób wpływa na podmioty gospodarcze oraz perspektywy ich dalszej działalności, jak również formułowane przez nie strategie biznesowe. Jednostki, które nie uwzględniają powyższych kwestii w ramach swojej działalności, narażają się na szereg skutków wyrażających się pogarszającymi warunkami funkcjonowania. Interesującym przykładem w tym zakresie jest polski sektor energetyczny, w którym główną rolę odgrywają cztery pionowo zintegrowane grupy kapitałowe (PGE Polska Grupa Energetyczna SA, Tauron Polska Energia SA, Enea SA, Energa SA) oraz koncentrujący się na wytwarzaniu energii Zespół Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin SA (ZEPAK), odpowiadające łącznie za ponad 2/3 energii wytwarzanej w Polsce.

Polski sektor energetyczny

– stan obecny i wyzwania związane z ESG

Zgodnie z danymi Polskich Sieci Elektroenergetycznych, na koniec 2020 r. łączna moc zainstalowana źródeł wytwórczych w ramach Krajowego Systemu Elektroenergetycznego wynosiła 49 238 MW. Tym samym, polski sektor jest szóstym pod względem wielkości w Europie. Jego cechą charakterystyczną jest specyficzny mix źródeł, w oparciu o które wytwarzana jest energia elektryczna, jak również wysoki poziom ich zużycia. Polska jest znaczącym producentem węgla kamiennego i m.in. z tego powodu surowiec ten jest głównym paliwem wykorzystywanym przy produkcji energii elektrycznej (jego udział w strukturze mocy zainstalowanej na koniec 2020 r. wynosił 46 proc.). Udziały poszczególnych

Rysunek 1 **Struktura zainstalowanych mocy wytwórczych w Polsce w oparciu o źródło wg stanu na 31.12.2020**



Źródło: opracowanie własne na podstawie https://www.pse.pl/dane-systemowe/funkcjonowanie-kse/raporty-roczne-z-funkcjonowania-kse-za-rok/raporty-za-rok-2020#t1_1, dostęp: 01.08.2021.

źródeł w strukturze zainstalowanych mocy wytwórczych w KSE przedstawione zostały na rysunku 1.

Jak wspomniano powyżej, w porównaniu z innymi państwami Unii Europejskiej, Polskę cechuje duży udział źródeł nieodnawialnych (węglu kamiennego oraz węglu brunatnego), powodujących wysoką emisyjność do atmosfery CO₂. W świetle działań mających na celu ochronę klimatu oraz obniżenie emisyjności, kraj nasz staje wobec konieczności istotnych nakładów inwestycyjnych w celu przebudowy systemu wytwórczego. Jak wskazują dane zaprezentowane na rysunku 1, odnawialne źródła energii na które składały się elektrownie wiatrowe, szczytowo-pompowe, fotowoltaiczne i inne, wg stanu na 31.12.2020 stanowiły łącznie 28 proc. całości mocy wytwórczych w KSE. Wprawdzie na przestrzeni kilku ostatnich lat widoczny jest wzrost, jednak w dalszym ciągu poziom ten trudno uznać za satysfakcjonujący, w szczególności na tle innych państw europejskich. Dokładne dane w tym zakresie odnośnie Polski przedstawia tablica 1.

Jak widać, wzrost zainstalowanych mocy wytwórczych w analizowanym okresie jest efektem przyrostu instalacji opartych o odnawialne źródła energii, co w efekcie przekłada się na rosnący ich udział w strukturze produkcji w Polsce (tablica 2).

Dane przedstawione w tablicy 2 wskazują, że ostatnie dwa lata to dynamiczny rozwój energetyki odnawialnej, jednak wieloletnie zaniedbania w zakresie inwestycji, jak również wieloletnia silna orientacja na paliwa kopalne sprawiają, że w dalszym ciągu dominują źródła konwencjonalne. Jest to także problem głównych graczy w polskim sektorze energetycznym – czterech pionowo zintegrowanych grup energetycznych (PGE, Tauron, ENEA, Energa) oraz kolejnego dużego producenta, jakim jest ZEPAK (Zespół Elektro-

Tablica 1 Struktura mocy zainstalowanej w Krajowym Systemie Elektroenergetycznym w latach 2018-2020 (stan na koniec roku)

	31.12.2018		31.12.2019		31.12.2020	
ogółem	45 939	100,0%	46 799	100,0%	49 238	100,0%
elektrownie zawodowe	36 638	79,8%	36 674	78,4%	36 364	73,9%
elektrownie zawodowe wodne	2341	5,1%	2346	5,0%	2356	4,8%
elektrownie zawodowe ciepłe, w tym:	34 296	74,7%	34 328	73,4%	34 008	69,1%
na węgla kamiennym	23 215	50,5%	23 159	49,5%	22 747	46,2%
na węgla brunatnym	8752	19,1%	8382	17,9%	8478	17,2%
gazowe	2330	5,1%	2788	6,0%	2782	5,7%
elektrownie wiatrowe i inne odnawialne	6621	14,4%	7 490	16,0%	10 229	20,8%
elektrownie przemysłowe	2680	5,8%	2634	5,6%	2645	5,4%

Źródło: opracowanie własne na podstawie https://www.pse.pl/dane-systemowe/funkcjonowanie-kse/raporty-roczne-z-funkcjonowania-kse-za-rok/raporty-za-rok-2020#t1_1, dostęp: 01.08.2021r.

wni Pątnów-Adamów-Konin SA), w przypadku których konwencjonalne moce wytwórcze są głównymi źródłami wytwarzania. W tablicy 3 zaprezentowano podstawowe dane z zakresu mocy wytwórczych ww. podmiotów według stanu na 31.12.2020.

Struktura polskiego sektora energetycznego w dużej mierze została ukształtowana zmianami przeprowadzonymi na przełomie 2006-2007. Uwzględniając potrzeby szerokiej inwestycji rząd opracował wówczas program, w efekcie którego utworzone zostały cztery pionowo zintegrowane grupy energetyczne: PGE Polska Grupa Energetyczna, Tauron Polska

Tablica 2 Struktura produkcji energii elektrycznej w elektrowniach krajowych, wielkości wymiany energii elektrycznej z zagranicą i krajowe zużycie energii elektrycznej w latach 2018-2020

lp.	wyszczególnienie	2018 [GWh]	2019 [GWh]	dynamika [%]	2020 [GWh]	dynamika [%]
1.	produkcja ogółem (1.1+1.2+1.3)	165 214	158 767	-3,9	152 308	-4,07
1.1.	elektrownie zawodowe:	143 234	134 245	-6,28	126 137	-6,04
1.1.1.	el. zawodowe wodne	2197	2454	11,7	2698	9,96
1.1.2.	el. zawodowe ciepłe:	141 037	131 791	-6,56	123 439	-6,34
1.1.2.1	na węgla kamiennym	82 375	78 190	-5,08	71 546	-8,5
1.1.2.2	na węgla brunatnym	49072	41502	-15,43	37969	-8,51
1.1.2.3	gazowe	9590	12 099	26,16	13 924	15,09
1.2.	el. wiatrowe i inne odnawialne	11 958	14 344	19,96	16 372	14,14
1.3.	elektrownie przemysłowe	10 022	10 178	1,56	9799	-3,73
2.	saldo wymiany zagranicznej	5718	10 624	85,8	13 224	24,48
3.	krajowe zużycie energii elektrycznej	170 932	169 391	-0,9	165 532	-2,28

Źródło: opracowanie własne na podstawie <https://www.pse.pl/dane-systemowe/funkcjonowanie-kse/raporty-roczne-z-funkcjonowania-kse-za-rok/raporty-za-rok-2020>, dostęp: 02.08.2021.

Tablica 3 Wielkość oraz struktura mocy zainstalowanej głównych wytwórców energii elektrycznej w Polsce według stanu na 31.12.2020

	PGE	Tauron	ENEA	Energa	ZEPAK
moc zainstalowana, w tym:	17,9 GW	5,2 GW	6,3 GW	1,4 GW	1,2 GW
odnawialne źródła energii	2,3 GW	0,7 GW	0,4 GW	0,5 GW	0,1 GW

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych spółek.

Energia, Enea oraz Energa. Celem programu było m.in. utworzenie silnych ekonomicznie podmiotów gospodarczych, które byłyby w stanie ponosić koszty inwestycji, stanowić konkurencję oraz równoważyć rynek energetyczny w Polsce. Jednak utworzenie ww. struktur oraz włączenie do nich kopalni węgla kamiennego i brunatnego przyczyniło się do utrwalenia tego stanu.

Jak łatwo dostrzec, przestarzałe aktywa wytwórcze oraz oparcie generacji głównie na paliwach kopalnych powodują, że struktura polskiego sektora energetycznego nie koresponduje z koncepcją zrównoważonego rozwoju. W świetle rosnących oczekiwań pod tym względem, wyrażających się wymogami regulacyjnymi, społecznymi czy też gospodarczymi (choćby poprzez wzrost cen uprawnień do emisji CO₂), rodzi to konieczność zmiany modelu działalności, tj. zorientowanie się na źródła odnawialne. Tego typu transformacja wymaga jednak zarówno znaczących nakładów inwestycyjnych jak również czasu.

Wspomniane zmiany w polskim systemie energetycznym, zorientowane na osiągnięcie w długiej perspektywie niskoemisyjności, rekomendowane są w ramach szeregu regulacji krajowych, spośród których jako przykłady można przytoczyć:

- Politykę Energetyczną Polski do 2040 r.,
- Krajowy plan na rzecz energii i klimatu na lata 2021-2030,
- Krajowy Plan Działań dotyczących efektywności energetycznej z 2017 r.

Szczególnie istotnym w tym zakresie dokumentem jest *Polityka Energetyczna Polski do 2040 r.* (Monitor Polski Dziennik Urzędowy Rzeczypospolitej Polskiej, 2021) przyjęta przez Radę Ministrów w lutym 2021 r., zakładająca stopniowe zastąpienie paliw kopalnych przez odnawialne źródła energii – tj. spadek udziału węgla do 56 proc. w 2030 r. i 28 proc. w 2040 r. w scenariuszu zrównoważonego wzrostu cen uprawnień do emisji CO₂ oraz w scenariuszu wysokich cen uprawnień do emisji CO₂ spadek udziału węgla do 37 proc. w 2030 r. i 11 proc. w 2040 r. Warto zauważyć, że powyższe cele oraz konieczność transformacji w zakresie źródeł wytwarzanej energii, stymulowane są regulacjami na poziomie unijnym. Takim rozwiązaniem jest Pakiet Zimowy (wskazujący scenariusz odejścia od węgla i składający się z 4 rozporządzeń oraz 4 dyrektyw), który jest zestawem rekomendacji dla polityki energetycznej i klimatycznej UE na lata 2020-2030, m.in. w ciągu dekady zmniejszenie emisji o 55 proc., wytwarzanie minimum 32 proc. z OZE, zwiększenie efektywności energetycznej do 32,5 proc., limit emisyjności dla pojedynczych źródeł wytwórczych zmniejszony do 450 kg/MWh (Forum Energii, 2021).

Kolejne unijne inicjatywy, takie jak Europejski Zielony Ład oraz Fundusz Sprawiedliwej Transformacji, zakładają przekształcenie Unii Europejskiej do 2050 r. w pierwszy obszar w całości neutralny klimatycznie.

Mimo zastosowanych w przypadku Polski elementów łagodzących proces transformacji w kontekście gospodarczym warto zauważyć, że rosnące ceny uprawnień do emisji CO₂ podważają rentowność wytwarzania energii elektrycznej z węgla kamiennego i brunatnego w Polsce oraz przyczyniają się do coraz większego importu energii elektrycznej. Średnie hurtowe ceny energii elektrycznej na polskiej giełdzie są jednymi z najwyższych w Europie, co powoduje, że często dostępne zdolności importu energii do naszego kraju wykorzystane są w całości (PGE, 2021, s. 26). Przykładowo, w 2020 r. import energii elektrycznej do Polski, osiągnął rekordowy poziom 13,1 TWh netto (dla porównania 5,6 TWh w 2018 oraz 10,6 TWh w 2019). Sytuacja ta jest o tyle istotna, że poziom cen energii wpływa na konkurencyjność gospodarki.

Przedsiębiorstwa sektora energetycznego – dostępność finansowania właścicielskiego

Wzrost znaczenia wymogów zrównoważonego rozwoju sprawia, że coraz szersze grono inwestorów instytucjonalnych wyklucza z obszaru swoich potencjalnych inwestycji emitentów, którzy nie spełniają jego kryteriów. Jednocześnie można zauważyć, że uwaga ich w coraz większym stopniu skupia się na spółkach cechujących się pro-ekologicznym profilem działalności oraz posiadających strategię w zakresie sprostania wymogom wynikającym z taksonomii (screening pozytywny). Takim przykładem jest największy na świecie podmiot zarządzający aktywami – BlackRock, który już w styczniu 2020 r. ogłosił swoją nową strategię inwestycyjną, wskazując w niej na kluczowe znaczenie czynników klimatycznych i środowiskowych (Blackrock, 2021). Również coraz szersze grono inwestorów indywidualnych w swoich decyzjach inwestycyjnych uwzględnia uwarunkowania ESG, lokując swoje środki w takie spółki bezpośrednio lub pośrednio poprzez fundusze SRI (Socially Responsible Investing).

Jak wskazano powyżej, największe na polskim rynku podmioty wytwarzania energii mają moce wytwórcze oparte głównie o paliwa kopalne, co stawia je w gronie podmiotów niewypełniających wymogów zrównoważonego rozwoju. Sytuacja ta ma również wpływ na dostępność do kapitału. Cała piątka wymienionych wcześniej przedsiębiorstw to spółki publiczne notowane na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Obciążenie emisyjnymi aktywami wpływa negatywnie zarówno na:

- generowane przez nie wyniki – wpływ rosnących kosztów uprawnień do emisji CO₂,
- sytuację ekonomiczno-finansową – konieczność odpisów, niższa zyskowność przekładająca się negatywnie na poziom kapitałów własnych,
- wyceny – ograniczona grupa inwestorów, dyskontowanie rosnących kosztów uprawnień do emisji CO₂.

Wyrazem powyższych czynników jest m.in. spadek w okresie minionych 5 lat łącznej kapitalizacji giełdowej pięciu największych polskich wytwórców sektora energetycznego

Tablica 4 **Kapitalizacja analizowanych spółek energetycznych wg stanu na 31.12.2015 oraz 31.12.2020** (w mln zł)

	31.12.2015	31.12.2020	spadek kapitalizacji
PGE	35 319,78	12 153,45	65,6%
Tauron	8850,37	4770,44	46,1%
Enea	6709,93	2884,83	57,0%
Energa	9535,97	3262,85	65,8%
ZEPAK	1336,66	470,63	64,8%
Łącznie	61 752,71	23 542,20	61,9%

Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW (2021), *Rocznik giełdowy 2021*, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=159&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2021; GPW (2016), *Rocznik giełdowy 2016*, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=149&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2016, dostęp: 31.07.2021.

z 61,8 mld PLN wg stanu na koniec 2015 r. do 23,5 mld PLN na koniec roku 2020 o ok. 62 proc. (tablica 4).

Wyceny rynkowe przytoczonych powyżej podmiotów należy także określić jako mało atrakcyjne – polskie spółki energetyczne charakteryzują się niższym wskaźnikiem EV/EBITDA niż porównywalne spółki europejskie (tablica 5). Mediana wskaźnika EV/EBITDA (wartość rynkowa przedsiębiorstwa w relacji do generowanej nadwyżki gotówkowej) w grupie omawianych polskich spółek energetycznych wynosi 3,2x, podczas gdy w przypadku grupy europejskich spółek energetycznych, które nie są obciążone wysokoemisyjnymi aktywami, mediana dla tego wskaźnika jest znacząco wyższa bowiem kształtuje się na poziomie 9,6x.

Warto także podkreślić, że w przypadku Polenergii SA, tj. podmiotu wytwarzającego energię elektryczną w oparciu o odnawialne źródła energii, taka różnica w porównaniu z europejskimi podmiotami, nie jest widoczna. Wskaźnik EV/EBITDA dla tej spółki, wg stanu na 27.07.2021, wynosił 14,1x, podczas gdy dla europejskich spółek o zbliżonym profilu działalności mediana kształtowała się na poziomie 13,4x (mBank Dom Maklerski, 2021).

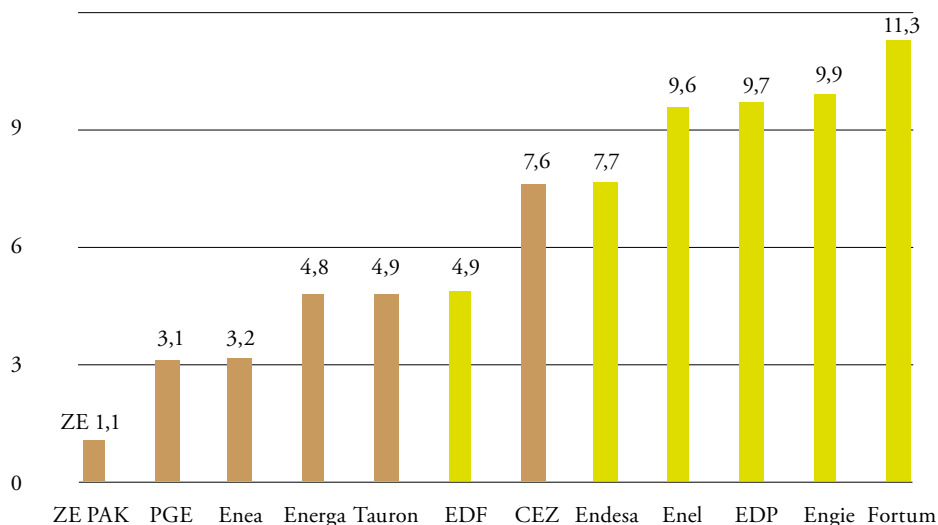
Kolejnym czynnikiem potwierdzającym brak zainteresowania licznej grupy inwestorów omawianymi podmiotami jest poziom wartości rynkowej w relacji do wartości księgowej. Jak widać na rysunku 3, wyceny rynkowe analizowanych spółek energetycznych kształtują się na poziomach znacząco niższych niż wynosi wartość księgowa.

Tablica 5 **Wskaźnik EV/EBITDA dla wybranych polskich oraz europejskich spółek energetycznych w 2021 r.**

krajowe spółki energetyczne	
Enea	3,2x
PGE	3,1x
Energa	4,8x
Tauron	4,8x
ZE PAK	1,1x
mediana	3,2x
zintegrowane europejskie spółki energetyczne	
CEZ	7,6x
EDF	4,9x
EDP	9,7x
Endesa	7,7x
Enel	9,6x
Engie	9,9x
Fortum	11,3x
mediana	9,6x

Źródło: opracowanie własne na podstawie mBank Dom Maklerski (2021), *Espresso surowcowe 27 lipca 2021r.* <https://www.mdm.pl/ds-server/43695?ticketSource=ui-priv> (dostęp: 29.07.2021r.)

Rysunek 2 Wskaźnik EV/EBITDA dla wybranych polskich oraz europejskich spółek energetycznych w 2021 roku



Źródło: opracowanie własne na podstawie mBank Dom Maklerski (2021), *Espresso surowcowe 27 lipca 2021 r.* <https://www.mdm.pl/ds-server/43695?ticketSource=ui-priv> (dostęp: 29.07.2021)

Należy dodać, że obowiązujące od 10 marca 2021 r. na terenie Unii Europejskiej rozporządzenie SFDR (EU) 2019/2088 (Parlament Europejski, 2019), obligujące inwestorów finansowych do uwzględniania czynników ryzyka wynikających z ESG oraz wpisanie zagadnień ESG w ich strategię inwestycyjne, może jedynie pogłębić powyższe trendy w zakresie braku zainteresowania inwestorów emitentami, których działalność cechuje się brakiem bądź niskim poziomem spójności z wymogami zrównoważonego rozwoju.

Rozwiązaniem, które jest rozważane po stronie rządu, mającym na celu wsparcie procesów transformacji ww. grup kontrolowanych przez Skarb Państwa (PGE, Tauron, Enea, Energa) jest wydzielenie aktywów górniczych oraz wytwórczych opartych na paliwach kopalnych do odrębnego podmiotu – Narodowej Agencji Bezpieczeństwa Energetycznego (Urbanke, 2021). Kluczowym założeniem projektu jest dokonanie integracji aktywów związanych z wytwarzaniem energii elektrycznej w konwencjonalnych jednostkach węglowych w ramach jednego podmiotu, co pozwoliłoby odciążyć ww. grupy energetyczne i umożliwić im realizację nowych projektów zorientowanych na odnawialne źródła (np. morskie farmy wiatrowe), a także ułatwiłoby pozyskiwanie potrzebnego kapitału.

Przedsiębiorstwa sektora energetycznego – dostępność finansowania dłużnego

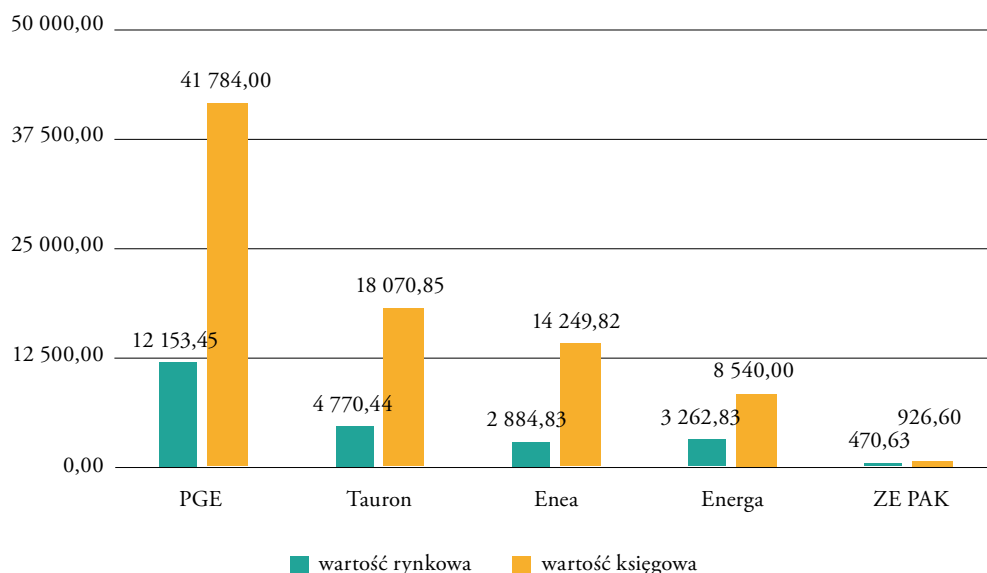
Podobne tendencje, jak w przypadku finansowania o charakterze udziałowym, można zaobserwować również dla finansowania dłużnego. Analiza informacji oraz komunikatów przekazywanych przez podmioty sektora bankowego wskazuje, że coraz trudniej jest znaleźć instytucję dopuszczającą finansowanie np. spółek sektora węglowego. Powiększa się

jednocześnie grono „zielonych” banków, koncentrujących swoją uwagę na projektach pro-ekologicznych oraz implementujących do swych polityk kredytowych (bądź deklarujących taką zmianę) czynniki ESG, realizując tym samym strategię bankowości zrównoważonej. Do liderów w Polsce niewątpliwie można zaliczyć ING Bank Śląski, BNP Paribas, mBank czy Bank Ochrony Środowiska.

Podmioty, które nie spełniają wymogów zrównoważonego rozwoju mają tym samym coraz węższe możliwości pozyskania finansowania. Jednocześnie instytucje, które są skłonne udzielić tego finansowania, oczekują wyższego wynagrodzenia niż ma to miejsce w przypadku firm spełniających wymogi ESG. Analizowana grupa przedsiębiorstw ma również ograniczone możliwości w zakresie wykorzystania efektów dźwigni finansowej – wskaźnik Dług Netto/EBITDA w wielu przypadkach dla spółek europejskich jest wyższy niż dla polskich podmiotów. Poziom i możliwości zlewarowania zależą m.in. od: typu prowadzonej działalności operacyjnej (wytwarzanie/dystrybucja); miksu paliwowego (OZE/paliwa kopalne/energetyka jądrowa); wieku jednostek wytwórczych; planowanych nakładów inwestycyjnych na kolejne lata. Istotnym aspektem jest również pogorszenie oceny kredytowej – planowane przez znaczącą grupę banków uwzględnienie wpływu czynników ESG na procesy i profil ryzyka kredytobiorcy w sposób ilościowy w procesie kredytowym.

Nie oznacza to jednak, że dostęp do finansowania bankowego jest całkowicie zamknięty. Warunkiem jest ściśle zaadresowanie celu finansowania, który musi być zgodny z założeniami zrównoważonego rozwoju. Przykładem tego typu inicjatywy jest pozyskanie pierwszego kredytu odpowiedzialnego społecznie w Polsce przez podmiot reprezentu-

Rysunek 3 **Wartość rynkowa oraz wartość księgowa wybranych spółek energetycznych wg stanu na 31.12.2020** (w mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie GPW (2021), *Rocznik giełdowy 2021*, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=159&title=Rocznik+gie%5C%82dowy+2021, dostęp: 31.07.2021.

jący sektor energetyczny. W dniu 17 września 2019, Grupa Energa, jako pierwsza w Polsce pozyskała finansowanie w szczególnej, promującej zrównoważony rozwój formule odnawialnego kredytu odpowiedzialnego społecznie (*ESG-linked loan*). Uzyskane w ten sposób środki spółka przeznaczyła m.in. na rozwój mocy wytwórczych oraz dalszą modernizację linii elektroenergetycznych.

Energa SA i konsorcjum pięciu banków podpisały umowę kredytową na łączną kwotę 2 mld zł. Najwyższe w historii spółki finansowanie kredytowe zostało udzielone Enerdze na okres 5 lat (z możliwością przedłużenia spłaty o dwa lata). W skład konsorcjum bankowego weszły: Santander Bank Polska SA (pełniący rolę koordynatora, agenta i agenta ESG), Bank Gospodarstwa Krajowego, PKO Bank Polski SA, CaixaBank SA Oddział w Polsce oraz MUFG Bank N.V. Trzy obszary, obejmujące istotę finansowania ESG, rok do roku przez okres trwania kredytu podlegają ocenie przez zewnętrzną agencję ratingową – Vigeo Eiris – spółkę zależną agencji Moody's. Instytucja ta specjalizuje się w ocenach przedsiębiorstw według kryteriów społecznych i środowiskowych, jak również specyfikacji związanych ze zrównoważonym rozwojem. Wystawiony przez nią rating ESG jest następnie przekazywany do konsorcjum bankowego, a jego poziom wpływa na korektę wysokości marży kredytowej w danym roku. Dzięki takiej formule kredyt może stać się wyjątkowo atrakcyjnym i korzystnym narzędziem finansowym, wspierającym realizację strategii Grupy Energa.

Jak wspomniano powyżej, jednym z podstawowych warunków udzielenia kredytu z zastosowaniem tego mechanizmu jest wykorzystanie środków na cele niezwiązane z energią węglową. Dlatego też Energa SA przeznaczyła pozyskane środki na rozbudowę mocy wytwórczych OZE, a także na dalszą modernizację sieci dystrybucyjnej, co ma przełożyć się na jeszcze silniejszą jej pozycję, jako znaczącego gracza w sektorze energetyki odnawialnej, coraz wyższy komfort odbiorców energii dzięki spadkowi awaryjności dostaw prądu, a także wzrost efektywności energetycznej dzięki ograniczeniu strat sieciowych. Środki pozyskane z kredytu zostały też częściowo przeznaczone na spłatę wcześniejszych zadłużeń związanych z celami wymienionymi powyżej.

Warto podkreślić, że o ile w Polsce finansowanie pozyskane przez Energe jest pierwszym tego typu kredytem, kredyt odpowiedzialny społecznie jest instrumentem finansowym popularnym na europejskim rynku finansowym.

Z racji skali prowadzonej działalności, analizowane spółki energetyczne pozyskują finansowanie także na rynku instrumentów dłużnych. W tym przypadku można wskazać podobieństwo do rynku kredytowego, wyrażające się oczekiwaniem określenia celu emisji, który będzie zgodny z założeniami zrównoważonego rozwoju. Wówczas mowa jest o „zielonych” bądź „zrównoważonych” obligacjach (Grabowski, Kotecki, 2020, s.10-21).

Spółki energetyczne już od pewnego czasu wykazują zainteresowanie tą kategorią instrumentów finansowych, czego wyrazem jest m.in. emisja w ostatnich miesiącach 2020 r. „obligacji zrównoważonego rozwoju” zrealizowana przez Tauron Polska Energia SA o wartości 1 mld zł, z przeznaczeniem pozyskanych środków na transformację energetyczną grupy, w tym na zwiększenie udziału źródeł nisko- i zeroemisyjnych w jego strukturze wytwórczej.

Spółka wyszczególniła takie pozycje jak finansowanie kosztów budowy lub nabycia projektów OZE, finansowanie dystrybucji jak i ogólnej działalności korporacyjnej Grupy związanej z OZE lub transformacją energetyczną na zeroemisyjną, finansowanie kosztów budowy lub nabycia projektów na biomasę lub gaz oraz refinansowanie zadłużenia. Tauron podkreślił, że środki z emisji obligacji nie będą mogły zostać przeznaczone na finansowanie nowych i istniejących bloków węglowych, a także działalności spółki Tauron Wydobywanie oraz Tauron Wytwarzanie – w przypadku innych przedsięwzięć niż wskazane.

Zielone obligacje są segmentem rynku kapitałowego, który w kontekście obserwowanych obecnie zmian klimatycznych w perspektywie najbliższych lat zapewne będzie dynamicznie się rozwijać, bowiem mogą one być stosowane przez podmioty o istotnych potrzebach finansowych, reprezentujące szeroką gamę branżową.

Omawiane instrumenty cechują się również wysokim stopniem atrakcyjności z punktu widzenia inwestorów. Obligacja ekologiczna sygnalizuje zaangażowanie danego emitenta w zrównoważone strategie wzrostu niskoemisyjnego. Jest to termin używany do zdefiniowania papierów wartościowych o stałym dochodzie, które za pomocą pozyskanych z emisji środków pieniężnych finansują bądź refinansują przedsięwzięcia korzystne dla środowiska naturalnego. Wpływy z zielonego długu najczęściej są przeznaczane na projekty infrastrukturalne, jakie dotyczą gospodarki niskoemisyjnej, a także odpornej na zmiany klimatyczne.

Podsumowanie

Jak wskazuje przeprowadzona analiza, wygranymi w procesie zachodzących zmian stają się te przedsiębiorstwa, które są w stanie dostosować się i rozwijać zgodnie z ESG. Dla podmiotów tych otwierają się nowe możliwości, chociażby w postaci szerszego grona inwestorów zainteresowanych inwestycją zarówno o charakterze udziałowym jak i dłużnym, jak również dostępu do nowych kanałów finansowania, których przykładem są „zielone obligacje”. Z kolei brak zaadresowania powyższych aspektów w strategii podmiotu, będzie kreował ryzyko dostępności do źródeł finansowania.

Przedsiębiorstwa niespełniające wymogów zrównoważonego rozwoju mają mocno ograniczone możliwości dostępu do finansowania, wynikające z węższej grupy potencjalnych inwestorów i pożyczkodawców. Ponadto, z uwagi na brak możliwości pozyskania finansowania ogólnokorporacyjnego, powinny one zabezpieczać środki pieniężne na pokrycie potrzeb w ww. zakresie z generowanych przez siebie przepływów pieniężnych.

Należy także zauważyć, że pozyskanie finansowania (zarówno udziałowego jak i dłużnego) przez przedsiębiorstwa mające w strukturze swojej działalności „ślad węglowy” jest możliwe, jednak wymaga ścisłego zaadresowania celu na jaki zostaną przeznaczone środki (zgodnego z wymogami zrównoważonego rozwoju). Wzrost wymogów sprawozdawczych w przypadku instytucji finansowych i ich portfeli inwestycyjnych i kredytowych sprawia także, że w zakresie oceny przedsiębiorstwa ze strony dostawców finansowania widoczny jest wzrost znaczenia posiadania strategii adresującej sposób transformacji w świetle wymogów ESG.

Warto zwrócić uwagę, że czynnikiem umożliwiającym zmianę postawy dostawców kapitału w stosunku do przedsiębiorstw niewypełniających wymogów zrównoważonego rozwoju oraz ich zdolności zadłużeniowej, może być ograniczenie/zaprzestanie tego typu działalności oraz dokonanie dezinwestycji ww. aktywów. Tym samym wzrost znaczenia raportowania ESG wskazuje na konieczność rozbudowy kompetencji z tego obszaru w przedsiębiorstwach.

Podsumowując powyższe rozważania należy stwierdzić, że sformułowana we wstępie teza, zgodnie z którą niewypełnienie wymogów zrównoważonego rozwoju przez przedsiębiorstwo istotnie ogranicza możliwości w zakresie pozyskania finansowania, zarówno o charakterze udziałowym jak i dłużnym, została potwierdzona.

Bibliografia:

1. *Blackrock: cała naprzód ku ESG*, <https://invesgo.pl/2020/01/20/blackrock-cala-naprzod-ku-esg-2/>, dostęp: 31.07.2021.
2. Forum Energii (2019), *Małymi krokami do wielkich zmian. Wpływ pakietu „Czysta energia dla wszystkich Europejczyków na energetykę”*, <https://www.teraz-srodowisko.pl/media/pdf/aktualnosci/7596-malymi-krokami-do-wielkich-zmian.pdf>, dostęp: 28.07.2021.
3. GPW (2021), *Rocznik giełdowy 2021*, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=159&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2021, dostęp: 31.07.2021.
4. GPW (2016), *Rocznik giełdowy 2016*, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-wiecej?gpwl_id=149&title=Rocznik+gie%C5%82dowy+2016, dostęp: 31.07.2021.
5. Grabowski M., Kotecki L. (2020), *Zielone obligacje w Polsce. Przewodnik dla emitenta*, Warszawa, Centrum Myśli Strategicznych, Instytut Odpowiedzialnych Finansów.
6. mBank Dom Maklerski (2021), *Espresso surowcowe 27 lipca 2021r.* <https://www.mdm.pl/ds-server/43695?ticketSource=ui-priv>, dostęp: 29.07.2021.
7. Monitor Polski Dziennik Urzędowy Rzeczypospolitej Polskiej (2021), *Obwieszczenie Ministra Klimatu i Środowiska z dnia 2 marca 2021r., w sprawie polityki energetycznej państwa do 2040r.*, 10 marca 2021r., poz. 264.
8. PGE Polska Grupa Energetyczna SA (2021), *Sprawozdanie Zarządu z działalności PGE Polska Grupa Energetyczna SA oraz Grupy Kapitałowej PGE za 2020*, s. 26, file:///C:/Users/mariu/Downloads/szfy2020_gkpge%20(2).pdf, dostęp: 02.08.2021.
9. Rosicki R. (2010), *Międzynarodowe i europejskie koncepcje zrównoważonego rozwoju*, „Przegląd Naukowo-Metodyczny”, nr 4.
10. Parlament Europejski (2019), *Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2019/2088 z dnia 27 listopada 2019 r. w sprawie ujawniania informacji związanych ze zrównoważonym rozwojem w sektorze usług finansowych (2019)*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PL/TXT/?uri=CELEX%3A32019R2088>, dostęp: 29.07.2021.
11. United Nations (2015), *Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, <https://unstats.un.org/sdgs/indicators/database/>, dostęp: 01.08.2021.
12. Urbanke M. (2021), *Powstaje Narodowa Agencja Bezpieczeństwa Energetycznego*, www.filarybiznesu.pl, <https://filarybiznesu.pl/powstaje-narodowa-agencja-bezpieczenstwa-energetycznego/a9588>, dostęp: 02.08.2021.

13. World Commission on Environment and Development (1987), *Our common future*, <https://sustainabledevelopment.un.org/content/documents/5987our-common-future.pdf>, dostęp: 31.07.2021.
14. Woźniak W., Rokicka E. (2016), *W kierunku zrównoważonego rozwoju. Koncepcje, interpretacje, konteksty*, Łódź, Uniwersytet Łódzki.

Dr **Mariusz Lipski**, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Zakład Zarządzania Ryzykiem, mariusz.lipski@sgh.waw.pl
ORCID: 0000-0001-6773-7128