Jak sfinansować wielki program inwestycyjny Polski?



Jakub Jaworowski
Członek Zarządu, Bank Gospodarstwa Krajowego



Joanna Smolik
Dyrektor Departamentu Relacji Strategicznych, Bank Gospodarstwa Krajowego

Polska stoi u progu największej od dekad fali inwestycyjnej, obejmującej energetykę, infrastrukturę, przemysł i obronność. Skala planowanych przedsięwzięć liczona jest w bilionach złotych, dlatego kluczowym wyzwaniem staje się nie tylko pozyskanie odpowiednio dużego kapitału, lecz także takie zaprojektowanie finansowania i całego procesu inwestycyjnego, aby środki publiczne i prywatne były wykorzystywane możliwie efektywnie. O powodzeniu tego programu zdecydują więc równocześnie: dostęp do krajowego i zagranicznego finansowania, właściwy podział ryzyka oraz zdolność inwestorów, wykonawców, banków i państwa do współpracy przy realizacji przedsięwzięć o bezprecedensowej skali.

Polska stoi przed kolejną falą wielkoskalowych inwestycji, których realizacja zdeterminuje konkurencyjność naszej gospodarki na następne dekady. Transformacja energetyczna, modernizacja infrastruktury transportowej, rozwój przemysłu oraz rozbudowa potencjału obronnego wymagają nakładów liczonych w bilionach złotych. Według szacunków zawartych w Krajowym Planie w dziedzinie Energii i Klimatu (KPEiK) łączne nakłady związane z transformacją energetyczno-klimatyczną do 2040 r. mogą sięgnąć około 3,5 bln zł. O skali wyzwania świadczy również fakt, że tylko dwa projekty – budowa pierwszej elektrowni atomowej oraz budowa nowego centralnego lotniska i infrastruktury towarzyszącej, Port Polska – zakładają inwestycje o wartości przekraczającej odpowiednio ok. 200 mld i 130 mld zł.

Tak duża skala inwestycji rodzi dwa zasadnicze wyzwania. Pierwszym jest mobilizacja kapitału niezbędnego do ich sfinansowania. Drugim – równie istotnym – stworzenie warunków umożliwiających ich sprawną realizację. Nawet najlepiej przygotowany montaż finansowy nie

zagwarantuje bowiem powodzenia inwestycji, jeśli zabraknie wykonawców, odpowiednio wykwalifikowanych pracowników czy zdolności do zarządzania ryzykiem.

Skala polskich inwestycji oznacza, że wyzwaniem nie jest już samo pozyskanie kapitału, lecz także zdolność do jego efektywnego wykorzystania i sprawnej realizacji projektów. O powodzeniu całego programu zdecyduje więc jakość współpracy między inwestorami, wykonawcami, instytucjami finansowymi i państwem.

Czy polski sektor finansowy jest przygotowany na takie wyzwanie? Dotychczasowe doświadczenia dają podstawy do umiarkowanego optymizmu. Polska skutecznie realizowała w ostatnich dwóch dekadach duże programy infrastrukturalne, wykorzystując zarówno środki publiczne, jak i finansowanie komercyjne. Również obecnie zainteresowanie instytucji finansowych udziałem w strategicznych projektach pozostaje wysokie. Nie oznacza to jednak, że istnieje gwarancja sukcesu całego programu inwestycyjnego bez zmian w dotychczasowym podejściu.

Doświadczenia Banku Gospodarstwa Krajowego w finansowaniu strategicznych przedsięwzięć rozwojowych pokazują, że kluczowe mogą okazać się odpowiedzi na trzy pytania: skąd pozyskać kapitał na inwestycje, jak strukturyzować ich finansowanie, aby możliwie najefektywniej wykorzystywać ograniczone środki publiczne, oraz jak ukształtować relacje między inwestorami, wykonawcami, instytucjami finansowymi i państwem, aby ograniczyć ryzyka realizacyjne.

Skąd pozyskać kapitał na inwestycje?

Skala planowanych nakładów znacząco przekracza możliwości samodzielnego finansowania przez polski sektor bankowy. Według szacunków Związku Banków Polskich jego zdolność do finansowania gospodarki wynosi około 508 mld zł. Przy czym kwoty tej nie należy utożsamiać z pulą środków dostępnych wyłącznie na inwestycje infrastrukturalne. Banki muszą równolegle zaspokajać potrzeby kredytowe przedsiębiorstw i gospodarstw domowych, a ich możliwości ograniczają wymogi kapitałowe, regulacje dotyczące koncentracji ryzyka oraz wewnętrzne polityki kredytowe.

Niewątpliwie dobrą wiadomością jest to, że dotychczasowe doświadczenia pokazują, że dostęp do finansowania nie stanowi obecnie zasadniczej bariery dla realizacji strategicznych inwestycji w Polsce. W przypadku projektów morskich farm wiatrowych zainteresowanie instytucji finansowych wielokrotnie przewyższało zapotrzebowanie na kredyt. Finansowanie pozyskują także projekty postrzegane jako bardziej wymagające z punktu widzenia polityk kredytowych, w tym inwestycje gazowe czy przedsięwzięcia związane z obronnością.

Nie ma zatem sprzeczności między ograniczoną pojemnością krajowego sektora finansowego a obserwowaną wysoką dostępnością finansowania. Niemniej jednak niezbędne jest szersze wykorzystanie zagranicznych źródeł

finansowania, a szczególne znaczenie ma przy tym powiązanie zakupów technologii z finansowaniem zapewnianym przez państwa ich pochodzenia, jak miało to miejsce np. w projektach morskich farm wiatrowych.

Skala strategicznych inwestycji wymaga sięgnięcia poza możliwości krajowego sektora bankowego i szerokiego wykorzystania kapitału zagranicznego. Zakup zaawansowanych technologii powinien być od początku łączony z pozyskaniem finansowania i instrumentów podziału ryzyka oferowanych przez kraje ich pochodzenia.

Wiele strategicznych inwestycji, takich jak elektrownie jądrowe, morskie farmy wiatrowe czy bloki gazowe, wymaga zakupu zaawansowanych technologii od zagranicznych dostawców. Negocjacje dotyczące tych zakupów powinny od początku obejmować również warunki finansowania. Kluczową rolę mogą tu odgrywać agencje kredytów eksportowych (Export Credit Agencies, ECA) oraz banki eksportowo-importowe krajów dostawców.

Takie podejście przynosi kilka korzyści. Po pierwsze, pozwala zapewnić częściowe finansowanie inwestycji już na etapie wyboru partnera technologicznego, często na konkurencyjnych warunkach. Po drugie, umożliwia przeniesienie części ryzyka finansowego na zagraniczne instytucje publiczne. Po trzecie, gwarancje i ubezpieczenia oferowane przez ECA zwiększają skłonność banków komercyjnych do angażowania się w przedsięwzięcia o dużej wartości i długim okresie finansowania.

Istotną zaletą jest także dywersyfikacja ryzyka. Banki finansujące transzę objętą gwarancją ECA mogą, przy spełnieniu odpowiednich warunków regulacyjnych, traktować ekspozycję w zakresie objętym ochroną jako ryzyko gwaranta, a nie wyłącznie finansowanego projektu. Pozwala to efektywniej wykorzystywać limity kredytowe i ograniczać konkurencję między finansowaniem polskich inwestycji a innymi ekspozycjami na ryzyko naszego kraju.

Decydujące znaczenie ma jednak sekwencja negocjacji. Warunki zakupu technologii i finansowania powinny być uzgadniane równolegle, najlepiej jako element jednego pakietu transakcyjnego.

Osobnym wyzwaniem pozostają regulacyjne ograniczenia zdolności banków do finansowania dużych przedsięwzięć. Banki stosują limity zaangażowania wobec pojedynczych klientów i grup kapitałowych, limity sektorowe i krajowe, a także ograniczenia wynikające z własnego apetytu na ryzyko.

Szczególnie istotne są limity koncentracji. Zgodnie z unijnymi regulacjami dotyczącymi dużych ekspozycji, zaangażowanie banku wobec jednego klienta lub grupy powiązanych klientów, co do zasady, nie może przekroczyć 25% jego kapitału Tier 1. W gospodarce, w której wiele strategicznych inwestycji realizują te same duże grupy kapitałowe, ograniczenie to może istotnie wpływać na możliwości kredytowania kolejnych przedsięwzięć.

Jednym z rozwiązań jest odpowiednie wyodrębnienie projektów w spółkach celowych (SPV) i zastosowanie struktur *project finance*. Jeżeli projekt jest rzeczywiście samodzielny ekonomicznie, a spłata zadłużenia opiera się na generowanych przez niego przepływach pieniężnych, możliwe staje się odrębne traktowanie jego ryzyka i ryzyka sponsora. Wymaga to jednak spełnienia rygorystycznych warunków dotyczących niezależności prawnej, finansowej i operacyjnej, a samo utworzenie SPV nie jest wystarczające.

Jak strukturyzować finansowanie, aby maksymalnie wykorzystać dostępny kapitał?

Pozyskanie odpowiednio dużych środków jest warunkiem koniecznym, ale niewystarczającym. Równie ważne jest właściwe zaprojektowanie struktury finansowania.

Punktem wyjścia powinna być zasada maksymalizacji mobilizacji kapitału prywatnego przy możliwie oszczędnym wykorzystaniu krajowych środków publicznych. Te ostatnie są z definicji ograniczone, a ich zaangażowanie w jeden projekt zmniejsza możliwości finansowania innych potrzeb rozwojowych. Dlatego wsparcie publiczne powinno przede wszystkim umożliwiać realizację inwestycji, których nie da się sfinansować wyłącznie na warunkach rynkowych, a nie zastępować kapitał komercyjny tam, gdzie jest on dostępny.

W praktyce wymaga to rygorystycznego podejścia do procesu konstruowania montażu finansowego.

Pierwszym krokiem jest określenie zdolności projektu do generowania przychodów z jego podstawowej działalności. Następnie należy zidentyfikować potencjalne przychody dodatkowe, które mogą poprawić jego ekonomikę. W przypadku projektów energetycznych mogą one pochodzić na przykład ze sprzedaży ciepła, usług systemowych czy innych usług świadczonych na rzecz rynku energii.

Kolejnym etapem jest określenie wkładu własnego inwestora oraz maksymalnej zdolności projektu do obsługi finansowania komercyjnego. W pierwszej kolejności należy wykorzystać dostępne źródła dłużne o najniższym koszcie, a następnie instrumenty droższe lub o wyższym profilu ryzyka, w tym finansowanie podporządkowane i *quasi*-kapitałowe. W tym procesie szczególne znaczenie mogą mieć międzynarodowe instytucje finansowe, banki komercyjne, fundusze infrastrukturalne oraz instytucje rozwoju.

Po ustaleniu możliwości finansowania rynkowego należy określić wielkość ewentualnej luki finansowej, czyli tej części nakładów, której nie można pokryć dostępnym finansowaniem opartym na prognozowanych przepływach projektu. To właśnie w tym obszarze powinny koncentrować się instrumenty preferencyjne i bezzwrotne środki publiczne.

Takie podejście zwiększa efekt dźwigni finansowej. Każda złotówka wsparcia publicznego powinna mobilizować możliwie największą wartość dodatkowego kapitału, a nie zastępować środki, które inwestor mógłby pozyskać na rynku.

Nie oznacza to jednak, że rolę państwa należy sprowadzać wyłącznie do pokrywania luki inwestycyjnej. W wielu przedsięwzięciach kluczowe znaczenie mają instrumenty zapewniające stabilność przyszłych przychodów, takie jak kontrakty różnicowe (*Contracts for Difference*, CfD) czy mechanizmy rynku mocy. Zmniejszają one niepewność dotyczącą przyszłych przepływów pieniężnych, a tym samym zwiększają zdolność projektu do pozyskania finansowania komercyjnego. Podobną funkcję mogą pełnić odpowiednio zaprojektowane mechanizmy ograniczania ryzyka walutowego.

O wyborze instrumentu wsparcia powinny jednak decydować jego rzeczywisty koszt ekonomiczny, podział ryzyka oraz wpływ na finanse publiczne w całym cyklu życia inwestycji.

Jak zmienić relacje między uczestnikami procesu inwestycyjnego?

Trzecim, często niedocenianym wyzwaniem jest zapewnienie zdolności do praktycznej realizacji inwestycji. Nawet jeśli kapitał na poziomie inwestora będzie dostępny, spiętrzenie przedsięwzięć może prowadzić do powstawania licznych wąskich gardeł.

Kumulacja inwestycji infrastrukturalnych, energetycznych i obronnych oznacza wzrost popytu na materiały, urządzenia, usługi budowlane oraz wykwalifikowanych pracowników. Presję tę może dodatkowo zwiększyć przyszły boom inwestycyjny na Ukrainie. Konsekwencją może być wzrost kosztów, wydłużenie terminów realizacji oraz wejście na rynek nowych, mniej doświadczonych wykonawców.

Z perspektywy finansowania szczególnie istotne jest ryzyko, że wąskim gardłem okaże się nie tyle dostępność kapitału dla inwestorów, co zdolność finansowa wykonawców i dostawców.

Dobre strukturyzowanie finansowania polega nie na maksymalizacji udziału środków publicznych, lecz na takim ich wykorzystaniu, aby uruchamiały możliwie największy kapitał prywatny. Wsparcie państwa powinno koncentrować się tam, gdzie rzeczywiście zwiększa zdolność projektu do pozyskania finansowania rynkowego.

Firmy realizujące duże kontrakty infrastrukturalne potrzebują nie tylko kredytów inwestycyjnych i obrotowych, lecz także gwarancji należytego wykonania, gwarancji zwrotu zaliczek, akredytyw czy faktoringu. Ich zapotrzebowanie na instrumenty finansowe rośnie wraz ze skalą zamówień, często znacznie szybciej niż kapitały własne.

Jednocześnie finansowanie takich podmiotów wiąże się z podwyższonym ryzykiem. Działalność kontraktowa jest silnie uzależniona od koniunktury inwestycyjnej, a wyniki finansowe przedsiębiorstw mogą zależeć od realizacji niewielkiej liczby wysokowartościowych zamówień. Gwałtowny wzrost skali działalności oznacza często zwiększenie zadłużenia, zapotrzebowania na kapitał obrotowy i ekspozycji na ryzyko opóźnień. Dodatkową trudnością może być koncentracja zaangażowania banków finansujących równocześnie inwestora i jego głównych wykonawców.

Skala potencjalnych potrzeb jest znacząca. Przy założeniu, że zapotrzebowanie wykonawców na finansowanie i instrumenty gwarancyjne odpowiada 20–30% wartości realizowanych kontraktów, w przypadku programu inwestycyjnego o wartości 2,2–2,8 bln zł otrzymujemy orientacyjnie 440–840 mld zł zapotrzebowania na instrumenty finansowe na poziomie głównych wykonawców. Nie jest to jednak kwota jednoczesnego zapotrzebowania na kredyt, lecz ilustracja skali finansowania i zabezpieczeń niezbędnych w całym okresie realizacji programu. Co więcej, wielopoziomowy charakter łańcuchów dostaw oznacza, że podobne potrzeby występują także u podwykonawców.

Z pomocą mogłaby przyjść zmiana sposobu podziału ryzyka między głównymi uczestnikami procesu inwestycyjnego: zamawiającymi, wykonawcami, instytucjami finansowymi oraz państwem.

Potrzebne jest bardziej partnerskie podejście zamawiających do relacji kontraktowych. Procedury zakupowe powinny zatem przewidywać adekwatne zabezpieczenia kontraktowe, potencjalnie krótsze okresy gwarancyjne, możliwość wypłacania zaliczek, częstsze rozliczenia za osiągane kamienie milowe oraz sprawne procedury odbiorowe. Równie istotne są odpowiednio skonstruowane mechanizmy indeksacji wynagrodzenia i realistyczny podział ryzyk związanych z nadzwyczajnymi zmianami warunków realizacji kontraktu (*siła wyższa*).

Nie chodzi o bezwarunkowe przenoszenie ryzyka z wykonawcy na inwestora. Chodzi o przypisanie poszczególnych ryzyk tym podmiotom, które mają największą możliwość ich kontrolowania i ponoszenia. Wykonawca powinien odpowiadać za jakość i terminowość prac, ale nie powinien być zmuszany do przejmowania ryzyka wynikającego z decyzji zamawiającego czy okoliczności, na które nie ma wpływu.

Wąskim gardłem wielkiej fali inwestycji może okazać się nie brak kapitału dla inwestorów, lecz zdolność finansowa wykonawców i podwykonawców. Dlatego ryzyko powinno być dzielone tak, aby trafiało do tych uczestników procesu, którzy rzeczywiście mogą nim zarządzać i je ponosić.

Nadmierne przerzucanie ryzyka na wykonawców nie eliminuje go z projektu. Powoduje jedynie, że ryzyko zostaje uwzględnione w wyższych cenach ofertowych, zwiększonych kosztach finansowania lub, w skrajnych przypadkach, prowadzi do problemów płynnościowych i niewypłacalności wykonawcy. Ostatecznie koszty te i tak ponosi inwestor. Są to problemy znane z okresu boomu infrastrukturalnego poprzedzającego organizację przez Polskę i Ukrainę Mistrzostw Europy w Piłce Nożnej w 2012 roku.

W tych warunkach banki powinny rozwijać zdolność do oceny i finansowania ryzyka kontraktowego. Ważne jest również aktywne uczestnictwo instytucji finansowych w kształtowaniu racjonalnych wymagań dotyczących zabezpieczeń i warunków kontraktowych.

Nie wszystkie ryzyka mogą jednak zostać zaabsorbowane przez sektor prywatny. Tam, gdzie ograniczenia wynikają

z niedoskonałości rynku, nadmiernej koncentracji ryzyka lub strategicznego znaczenia inwestycji, szczególną rolę powinny odgrywać instytucje rozwoju. Gwarancje, poręczenia, instrumenty podziału ryzyka czy finansowanie podporządkowane mogą zwiększać dostępność finansowania dla wykonawców, mobilizując jednocześnie środki banków komercyjnych.

Powodzenie polskiego programu inwestycyjnego zależy nie tylko od skali dostępnego kapitału, lecz także od jakości jego mobilizacji, strukturyzowania i podziału ryzyka. Najważniejsze będzie takie zorganizowanie całego procesu, aby ten sam kapitał pozwolił zrealizować więcej projektów przy akceptowalnym ryzyku i możliwie niskim koszcie dla gospodarki.

Co do zasady beneficjentami tych działań powinny być małe i średnie przedsiębiorstwa, które często są firmami z polskim kapitałem. To właśnie ci wykonawcy zwykle mierzą się z trudnościami związanymi z finansowaniem, podczas gdy duże międzynarodowe koncerny budowlane takich problemów nie mają. Dla BGK wsparcie tych małych i średnich firm jest elementem budowania *local content*.

Warunki powodzenia

Polska ma realne możliwości sfinansowania ambitnego programu inwestycyjnego do 2040 r. Dotychczasowe doświadczenia wskazują na duże zainteresowanie krajowych i zagranicznych instytucji finansowych udziałem w strategicznych przedsięwzięciach. Nie należy jednak utożsamiać powodzenia pojedynczych transakcji z gwarancją skutecznej realizacji całego programu.

Sukces będzie wymagał równoczesnego działania w trzech obszarach.

Po pierwsze, szerokiej mobilizacji kapitału międzynarodowego, w tym systematycznego łączenia zakupów zagranicznych technologii z ofertą finansowania eksportowego.

Po drugie, profesjonalnego strukturyzowania transakcji, tak aby maksymalizować wykorzystanie finansowania komercyjnego, ograniczać ryzyka i koncentrować wsparcie publiczne tam, gdzie jest ono rzeczywiście niezbędne.

Po trzecie, bardziej racjonalnego podziału ryzyka pomiędzy inwestorów, wykonawców, banki i państwo, ze szczególnym uwzględnieniem potrzeb finansowych przedsiębiorstw tworzących łańcuchy dostaw.

W BGK dostrzegamy potrzebę aktywnego działania we wszystkich trzech obszarach. Jako polski bank rozwoju angażujemy się nie tylko w dostarczanie finansowania, lecz także we współpracę z inwestorami, bankami komercyjnymi, międzynarodowymi instytucjami finansowymi i pozostałymi uczestnikami rynku na rzecz tworzenia efektywnych struktur finansowych.

Największym wyzwaniem nie jest bowiem samo znalezienie pieniędzy na inwestycje, lecz takie zorganizowanie całego procesu inwestycyjnego, aby dostępny kapitał pozwolił zrealizować możliwie największą liczbę projektów przy akceptowalnym poziomie ryzyka i jak najniższym koszcie dla gospodarki. ■

O AUTORACH

Jakub Jaworowski – Członek Zarządu Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), ekspert w dziedzinie rozwoju gospodarczego, transformacji strategicznej i polityk publicznych. W latach 2024–2025 Minister Aktywów Państwowych. Wcześniej dyrektor w Tony Blair Institute for Global Change, a w okresie 2016–2022 pracownik Boston Consulting Group (BCG) oraz McKinsey & Company. Doświadczenie zawodowe zdobywał również w Kancelarii Prezesa Rady Ministrów (2012–2015), gdzie pełnił funkcje doradcy, Podsekretarza Stanu i Sekretarza Stanu, a także Pełnomocnika ds. Oceny Skutków Regulacji. Posiada ponad 15-letnie doświadczenie w sektorze publicznym i prywatnym, obejmujące m.in. opracowywanie strategii gospodarczych, programów przyciągania inwestycji zagranicznych oraz reform instytucjonalnych. Absolwent Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie i Uniwersytetu Warszawskiego. Studiował również finanse na Uniwersytecie Johanna Gutenberga w Moguncji. Posiada dyplom CFA.

Joanna Smolik – Dyrektor Departamentu Relacji Strategicznych w Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK). Ekspertka w dziedzinie bankowości rozwojowej, finansowania infrastruktury i transformacji energetycznej. Z BGK związana zawodowo od 2010 r. W swojej karierze zajmowała się m.in. finansowaniem strukturyzowanym, restrukturyzacją przedsiębiorstw oraz zarządzaniem funduszami inwestycyjnymi w sektorze energetycznym. W latach 2018–2020 pracowała w TFI Energia S.A., gdzie zarządzała funduszami inwestującymi m.in. w odnawialne źródła energii i nowe technologie. Obecnie w BGK odpowiada za współpracę z klientami strategicznymi oraz finansowanie dużych projektów infrastrukturalnych, w szczególności w sektorach energetycznym i transportowym. Pełni również funkcję Dyrektora programu „Bezpieczeństwo strategiczne", obejmującego m.in. obszary energetyki, obronności i cyberbezpieczeństwa. Absolwentka Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie (finanse i bankowość) oraz Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie (ekonomia).