

Clifford Chance

Warsaw Perspectives

Finansowania w Europie Środkowo-Wschodniej: Szanse i wyzwania dla polskich graczy

Mateusz Chruściak, Michał Jadwisiak

15 kwietnia 2026



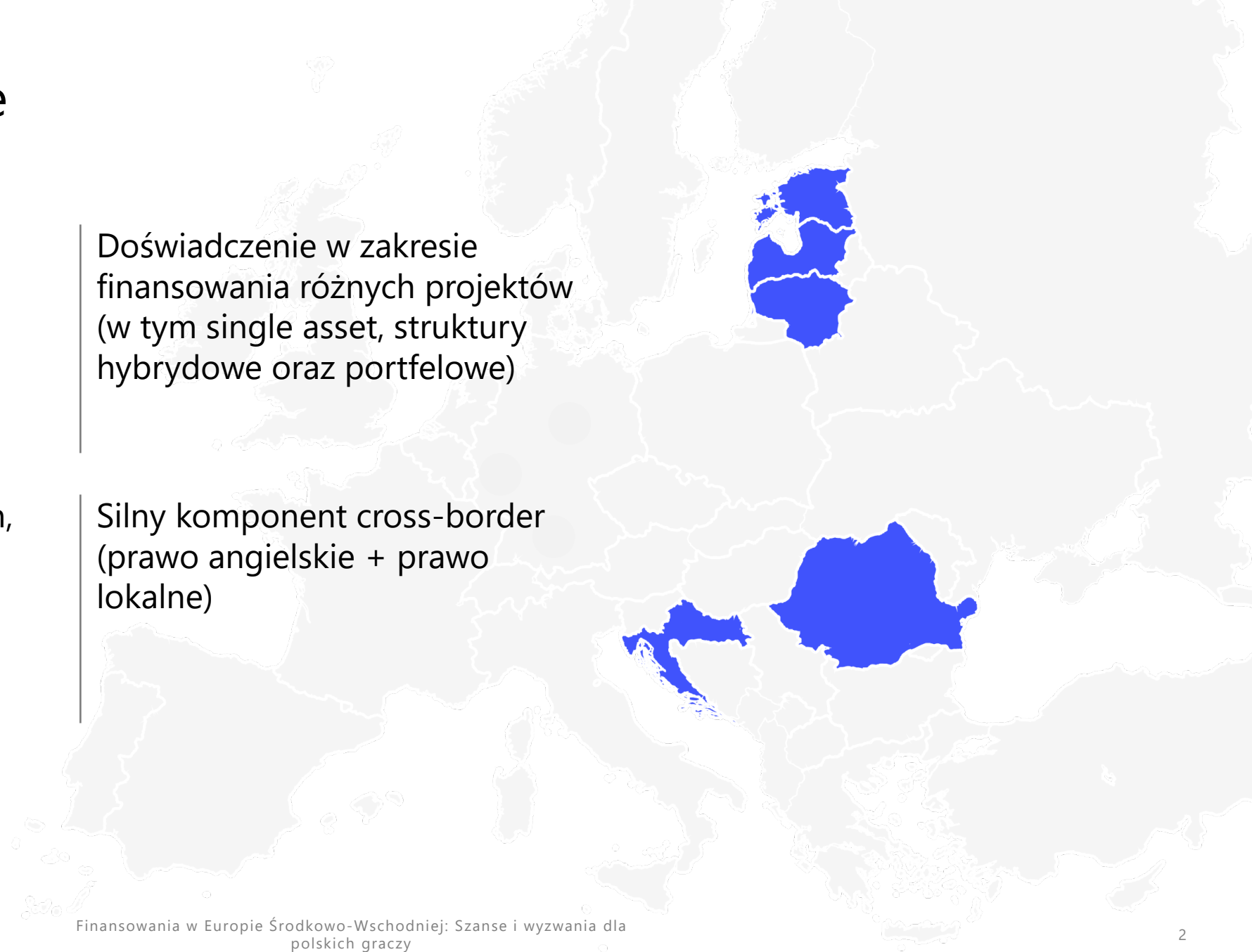
Nasze doświadczenie

Finansowanie projektów energetycznych w krajach bałtyckich oraz Europie Środkowej i Południowo-Wschodniej

Praca dla banków komercyjnych, IFI oraz sponsorów międzynarodowych i lokalnych

Doświadczenie w zakresie finansowania różnych projektów (w tym single asset, struktury hybrydowe oraz portfelowe)

Silny komponent cross-border (prawo angielskie + prawo lokalne)



Rodzaje projektów

Kraj	Rodzaj technologii	Moc projektu (MW)	Charakter skali
Litwa	Onshore wind (portfel)	314 MW	Portfel dwóch aktywów
Litwa	Onshore wind + BESS	45 MW	Projekt nowej generacji, skala wspierająca merchant exposure oraz BESS
Litwa	Onshore wind (portfel)	328 MW łącznie moc portfela (wiele SPV)	Skala osiągnięta przez agregację kilku projektów, a nie jedno aktywo
Łotwa	PV (portfel)	243 MW	Finansowanie portfelowe – kilka projektów
Łotwa	Onshore wind	112 MW	Klasyczny, pojedynczy projekt project-finance
Estonia	PV	184 MW	Klasyczny, pojedynczy projekt project-finance
Rumunia	PV + BESS	750 MW	Asset platformowy zakładający CfD + merchant
Rumunia	Onshore wind	49,8 MW	Klasyczny, pojedynczy projekt project-finance, zoptymalizowany pod CfD
Rumunia	Onshore wind	254.2MW	Asset platformowy zakładający CfD + merchant
Chorwacja	Onshore wind	111 MW	Klasyczny, pojedynczy projekt project-finance

Kluczowe obserwacje

Nie taki diabeł straszny

Rynki CEE coraz bardziej przewidywalne i bankowalne

Standaryzacja

Dokumentacja, covenanty i struktury zbliżone do rynków Europy Zachodniej

Skala ma znaczenie

Większe projekty otwierają drogę do bardziej rynkowych oraz bankowalnych struktur

Sponsor > jurysdykcja

Profil sponsora częściej determinuje strukturę niż sam kraj

Strony transakcji

Istotna rola doradcy lokalnego

- Niezbędny przy permitach, nieruchomościach i na potrzeby egzekucji
- Raporty due diligence
- Zabezpieczenia
- Analiza dokumentacji z perspektywy prawa lokalnego
- Kluczowy w relacji z lokalnymi bankami

Obecność lokalnych banków

- Szczególnie silna w Rumunii i Bałtykach
- Często anchor lenders w konsorcjach
- Czasem mniejsze doświadczenie w pełnieniu funkcji agencyjnych – wsparcie innych podmiotów lub oddziałów z innych krajów europejskich

Obecność IFI

- Silna rola EBRD, NIB, EIB (w projektach bałtyckich)
- IFI nadają kierunek strukturze i standardom ESG
- Konkretnie oczekiwania wobec struktury transakcji
- Mniejsza elastyczność w niektórych kwestiach (ESG, przeciwdziałanie praniu pieniędzy, sankcje), ale potencjalnie większa w innych!
- Dynamika pomiędzy tymi instytucjami

Lokalni sponsorzy

Widzimy silną obecność lokalnych sponsorów (szczególnie na rynku bałtyckim, takich jak Taaleri, Sunly czy Ignitis)

Struktura transakcji

01

Prawo angielskie

- Standard dla dokumentacji finansowej
- Jurysdykcja sądów angielskich lub arbitraż
- Prawo lokalne: zabezpieczenia i nieruchomości

02

CTA vs konsorcjalna umowa kredytów

- CTA częstsze w strukturach portfelowych i bałtyckich szczególnie jeśli w transakcje zaangażowane są IFIs;
- Klasyczne FA przy single-asset project finance

03

Mandatory hedging

- Obowiązkowy (często 75%–80% zadłużenia),
- oparty o standard ISDA,
- zakaz hedgingu spekulacyjnego,
- postanowienia pomiędzy wierzycielami zawarte w ICA lub umowie kredytu

04

Sponsor support

- Bałtyki: zasadniczo brak lub mocno ograniczony
- Rumunia: equity support / cost overrun support (różny zakres)

Struktura transakcji

05

Konserwatywny poziom lewara

- Transakcje oparte o ryzyko rynkowe
- Taka struktura przychodów determinuje niższy poziom dopuszczalnego zalewarowania (często w okolicach 50:50)

06

Pakiet zabezpieczeń

- Standardowy pakiet obejmujący zabezpieczenie na:
 - aktywach projektu;
 - udziałach/akcjach;
 - rachunkach (o ile są obciążane osobno);
 - głównych kontraktach projektowych;
 - nieruchomościach (o ile istnieje taka możliwość w konkretnej transakcji).

07

Tenor

- Często (szczególnie w krajach bałtyckich) finansowanie w krótszym horyzoncie czasowym niż typowy PF w Polsce (model mini-perm);
- Spłaty modelowane z balonem;

08

Covenanty finansowe

- HDSCR, FDSCR, rzadziej LLCR;
- Poziomy raczej konserwatywne, szczególnie do dystrybucji;
- Equity cure

Struktura przychodów – Kraje bałtyckie

Merchant lub semi-merchant (generalnie brak klasycznego systemu CFD):

Market Access Agreement

- Modelowany głównie na low price curve
- Kluczowy element merchant cashflow
- Struktura przychodów determinuje niższy poziom dopuszczalnego zalewarowania (często w okolicach 50:50)

Czasami PPA

- Głównie pay-as-produced
- Rzadko spotykane baseload PPA
- Ale generalnie nie jest to oczekiwane jako scenariusz bazowy – rynek PPA jest słabo rozwinięty w stosunku do polskiego;
- Wyjątek – Litwa

Ważne!

- Rynki postrzegane często jako „bezpieczne” regulacyjnie i przewidywalne
- Niskie ryzyko polityczne (choć istnieje ryzyko geopolityczne)
- Perspektywy offshore?

Struktura przychodów – Rumunia

System CfD

CfD jako filar przychodów

- Aukcje w 2024 i 2025 roku
- Szybko rozwijający się rynek
- Druga aukcja w 2025 roku zebrała oferty na ponad 5GW;
- W pierwszych dwóch aukcjach przydzielono kontrakty na ok. 4,2 GW
- Trzecia mniejsza aukcja na koniec 2025 roku

Powrót do PPA od 2022 roku

- Przez wiele lat (od 2012 r.) długoterminowe umowy PPA były w praktyce zakazane
- Przez lata obowiązek giełdowy
- Obecnie bardzo szybko rozwijający się rynek
- W 2024 roku liczba transakcji PPA się potroiła; ALE:
- Brak długiej historii i „wyrobionych” standardów
- Corporate PPA

Merchant?

- Zdecydowanie mniej atrakcyjny
- Preferencje dla CfD i PPA, ALE:
 - Dla PPA zwykle wyższy DSCR, krótszy tenor i mniejszy lewar niż dla CfD
 - CfD postrzegany jako mimo wszystko bezpieczniejszy
 - Corporate offtaker bez ratingu?
 - CfD – bankowalny z założenia
 - PPA – bankowalny jeśli zostanie dobrze ułożony

Struktura przychodów – Chorwacja

Quasi-CfD

- System oparty o market premium – administrowany przez HROTE, ALE:
 - Nieregularne aukcje
 - Stosunkowo niskie zakontraktowanie
 - Brak „pipeline comfort”
 - Bardzo *deal-specific*

PPA

- Specyficzny rynek
- PPA istnieją, ale:
 - głównie financial PPAs,
 - krótkie lub średnie tenory (3-5 lat), niewiele dłuższych
 - niewiele transakcji > 100 MW
- PPA rzadko akceptowane jako sole revenue stream, wymagane:
 - wysokie equity,
 - sponsor support,
 - conservative DSCR

Merchant

- Stosunkowo płytki rynek hurtowy
- Słabe ceny forward
- Grid bottlenecks
- Rynek postrzegany jako regulacyjnie ryzykowny
- Konsekwencja:
 - Wysoki DSCR
 - Market low pricing
 - Cash sweeps
 - Sponsor guarantees

Finansowanie elementu BESS

(w ujęciu komercyjnym tj. w transakcjach bez dofinansowań ze środków publicznych)

BESS jako:

01

Samodzielny projekt

- Głównie merchant risk – przychody oparte na DAM arbitrage + aFRR/mFRR, bez gwarantowanych cen i bez offtake'era
- Cycle-based credit story – istotnym parametrem jest Ekwiwalent Pełnego Cyklu (*Equivalent Full Cycles*)
- Konserwatywny sizing i wyższe DSCR – banki opierają się na low / stressed revenue scenario, z DSCR istotnie wyższym niż w PV/wind
- Optimisation Agreement jako narzędzie optymalizacji oraz maksymalizacji dochodów

02

Kluczowy, samodzielny pilar transakcji

- Pełnoprawny sub-projekt
- Osobny kredyt / transza
- Oddzielne parametry debt sizing
- Brak „cross-subsidy”

03

Integralna część projektu

- BESS jest:
 - objęty zakresem finansowania,
 - ujęty w modelu finansowym,
 - objęty zabezpieczeniami (aktywa, wiarytelności, rachunki bankowe).
- Projekt bankowalny; wyraźnie odseparowany w modelu finansowym

04

„Permitted hybridisation”

- BESS NIE jest częścią bazowego projektu finansowanego.
- 100% equity,
- Po 2–3 latach:
 - dane operacyjne,
 - stabilność regulacyjna,
 - refinansowanie BESS (ma charakter raczej kredytu korporacyjnego, a nie finansowania projektowego).

Szanse dla polskich instytucji finansowych

01

Rynki częstokroć zdominowane przez lokalnych graczy i banki rozwoju (EBRD, EIB, NIB)

02

Stosunkowo niewielka konkurencja między instytucjami finansowymi

03

Coraz bardziej dojrzałe rynki oferujące potencjalnie większy zwrot na transakcji

04

Naturalny kierunek rozwoju (szczególnie kraje bałtyckie?)

05

Możliwość zawiązania konsorcjum z bardziej doświadczonymi graczami

06

Polski doradca prawny posiadający doświadczenie w regionie znający realia rynku

Clifford Chance

Dziękujemy

ul. Lwowska 19, 00-660 Warsaw, Poland

© Clifford Chance 2026

Akta rejestrowe przechowuje Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego KRS: 0000053301 NIP: 5262579191

cliffordchance.com