

Clifford Chance

Warsaw Perspectives

Powering Progress:
Finansowania
portfelowe jako środek
wsparcia dalszego
rozwoju rynku OZE

Andrzej Stosio, Maksymilian Jarząbek

20 maja 2026



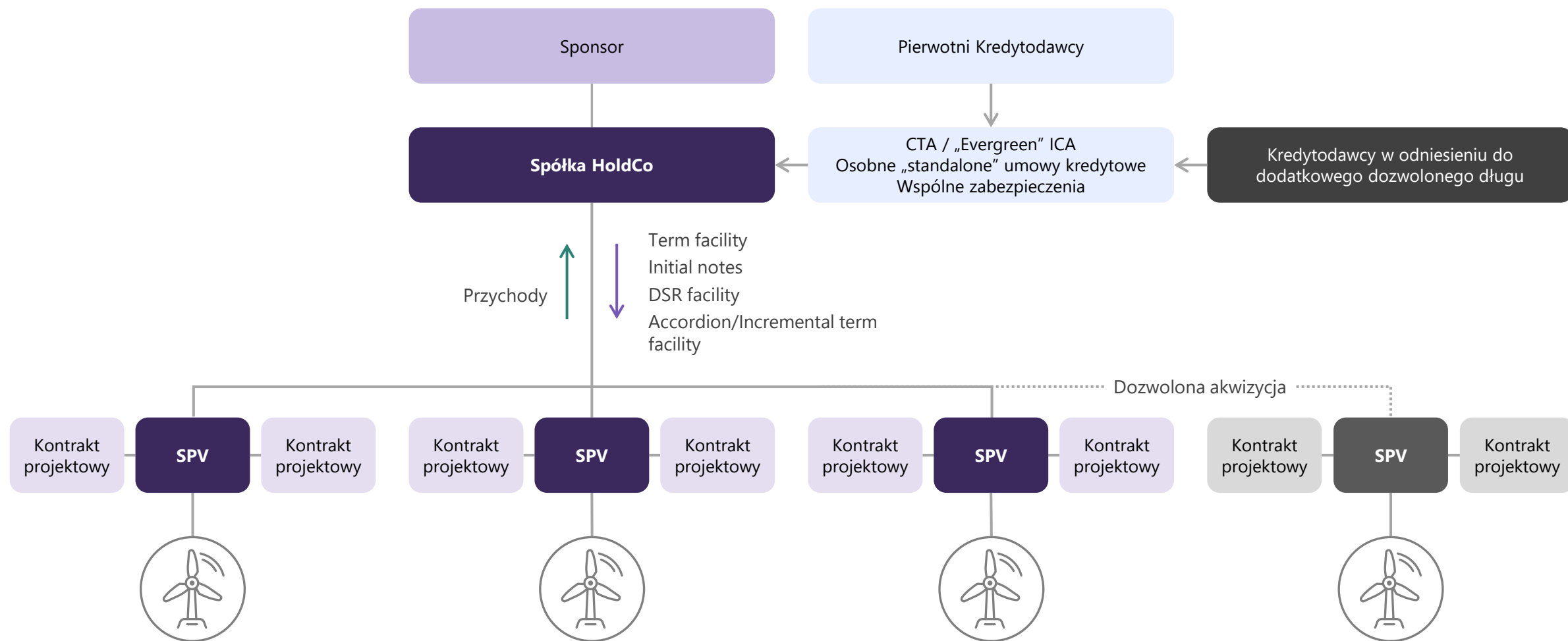
Agenda spotkania

-
- | | |
|----|--|
| 01 | Wprowadzenie i kontekst |
| 02 | Finansowanie portfelowe vs „klasyczne” project finance |
| 03 | Kluczowe elementy komercyjne |
| 04 | Q&A |
-

Różnice w kluczowych parametrach

Kluczowe warunki	Indywidualne finansowanie Project Finance	Finansowanie portfelowe z charakterystyką Project Finance	Portfolio financing (no project level interaction)	Finansowanie o charakterystyce Corporate finance
Zastaw na udziałach	✓	✓	✓	✗
Gwarancja korporacyjna	✗	✗	✗ / ✓	✓ (case-by-case)
Zabezpieczenie na aktywach	✓	✓	✗ (może być wymagane dla niektórych kluczowych aktywów)	✗
Cesja umów projektowych	✓	✓ (tylko kluczowe umowy)	✗	✗
Umowy bezpośrednie	✓	✓ (tylko kluczowe umowy)	✗	✗
Minimum Contracted Revenue w celu pokrycia obsługi długu	✓	✓ (średnia ważona aby umożliwić przychody merchant)	✗ (średnia ważona/NPV test)	✗
Ograniczenie możliwości dalszego zadłużenia	✓	✓ (czasem przewidziane kryteria umożliwiające zaciągnięcie dalszego długu)	✓ / ✗ (pod warunkiem spełnienia warunków)	✗ (ograniczenie jedynie poprzez wskaźniki finansowe)

Modelowa struktura – Portfolio platform financing z kredytobiorcą HoldCo



Korzyści finansowania portfelowego dla Sponsorów

Przewaga prostoty nad wieloma finansowaniami pojedynczych aktywów

Korzyść wynikająca z „efektu portfelowego”

Kredytobiorca może być postrzegany jako podmiot o stabilnych wynikach, istotnych przepływach pieniężnych i ograniczonym ryzyku finansowym.

Kredytodawcy mogą dywersyfikować swoją ekspozycję na wiele aktywów, co może ograniczyć wpływ słabszych wyników jednego konkretnego aktywa.

Im większy portfel, tym większy efekt skali.

Przekłada się to na bardziej elastyczne warunki:

- **Klauzula MAE:** Podejście portfelowe uwzględnia łączne wyniki projektów energii odnawialnej wchodzących w skład portfela. Niekorzystne zmiany dotyczące poszczególnych projektów mogą nie powodować uruchomienia klauzuli MAE, jeżeli wyniki portfela jako całości pozostają zadowolające.
- **Postanowienia dotyczące przypadku naruszenia odzwierciedlają naruszenia oceniane w kontekście całego portfela aktywów.** Naruszenia dotyczące pojedynczych projektów mogą nie powodować przypadku naruszenia, jeżeli kondycja finansowa portfela pozostaje silna. Należy jednak uwzględnić, że kredytodawcy koncentrują się na ryzyku koncentracji (tj. jeżeli jeden projekt ma istotnie dużą skalę, może to prowadzić do odrębnych naruszeń dotyczących tego projektu)
- **Kowenanty portfelowe:** Możliwość negocjowania warunków na poziomie portfela oraz niższe ryzyko kredytowe, co sprzyja bardziej korzystnym dla sponsora rozwiązaniom.
- **Korzyści skali:** Im większy portfel, tym większe efekty skali, zarówno pod względem obniżenia kosztów O&M na MW, jak i kosztów refinansowania.
- Korzyść z **mechanizmu cash pooling** : Wskaźniki obliczane na poziomie kredytobiorcy („cash pooler”) na podstawie łącznych przychodów projektów wchodzących w skład portfela.
- Co do zasady, kredytodawcy dopuszczają **wyższy poziom lewarowania** w porównaniu z finansowaniem pojedynczych aktywów.
- Wyższe **progi istotności** dla umów (reżim zgód).
- **Raportowanie/Zgodność:** Gdy wiele projektów jest finansowanych z jednej puli, kredytodawcy zazwyczaj wymagają skonsolidowanego raportowania i mogą przewidywać kamienie milowe lub kowenanty związane z postępem każdego projektu.
- **Ograniczony pakiet zabezpieczeń.**
- **Uwolnienie dodatkowego kapitału:** Poprzez konsolidację i refinansowanie kredytobiorcy mogą uzyskać dodatkową zdolność zadłużeniową (w tym w ramach accordion i/lub incremental), która nie byłaby dostępna przy indywidualnych finansowaniach.
- **Rozszerzenie źródeł kapitału:** Fundusze private credit, fundusze emerytalne i infrastrukturalne, inwestorzy instytucjonalni, zakłady ubezpieczeń itd. jako potencjalni inwestorzy?
- **Struktura może być wykorzystywana w różnych jurysdykcjach.**
- **Elastyczność finansowania:** Możliwość włączania projektów do portfela i wyłączenia ich z portfela po spełnieniu uzgodnionego wcześniej zestawu warunków, zamiast przechodzenia długotrwałego procesu refinansowania lub uzyskiwania zgód.

Finansowanie portfelowe

Aspekty komercyjne

Elementy, które warto rozważyć w celu zapewnienia elastyczności

- 1 Linie finansowania Accordion / incremental**

Możliwość szybkiego uruchomienia dodatkowego zadłużenia na uprzednio uzgodnionych warunkach. Do rozważenia: ROFO, uruchomienie środków uzależnione od braku EoD / odpowiedniego poziomu lewarowania oraz ograniczone CPs, wycena w formule MFN.
- 2 Korekty pro forma, EBITDA addbacks**

Korekty wskaźników oparte m.in. na i.a. certyfikowanych synergjach po przejęciu (oszczędności kosztowe / synergje kosztowe, samocertyfikacja do określonego poziomu).
- 3 Dozwolone przejęcia**

Z góry określone kryteria kwalifikowalności umożliwiające dokonywanie przejęć bez konieczności przechodzenia przez proces uzyskiwania zgody kredytodawców;
Przejęcia finansowane kapitałem własnym dozwolone z góry.
- 4 Elastyczne kowenanty operacyjne**

Brak zakazów dotyczących bieżącej działalności operacyjnej (z wyjątkiem kwestii compliance), ograniczony zakres kontroli nad OpCos/SPVs.
- 5 Grower's baskets**

Koszyki dla działań dozwolonych (zabezpieczenia / zadłużenie itp.) oparte na wyższej z wartości EBITDA oraz kwoty stałej.
- 6 Dozwolone zadłużenie finansowania projektowego na poziomie SPV**

Postanowienia umożliwiające zaciąganie i wykorzystanie zadłużenia finansowania projektowego na poziomie SPV bez konieczności przechodzenia przez proces uzyskiwania zgody Kredytodawców.
- 7 Dozwolone zbycia**

Limity mierzone na poziomie portfela (a nie pojedynczego SPV).
- 8 Dozwolone JV**

Pod warunkiem spełnienia predefiniowanych warunków / zakresów terytorialnych
- 9 Test pokrycia gwarancji / zabezpieczeń**

Relacja zabezpieczonych aktywów portfelowych do zadłużenia.
- 10 Evergreen Intercreditor**

Możliwość dodawania dodatkowych dostawców długu do istniejącej puli przy minimalnych wymogach dokumentacyjnych i formalnościach.

Portfele statyczne vs dynamiczne

01

Statyczny

- Zakres aktywów ustalony na financial close
- Zmiany zwykle wymagają zgód / refinansowania
- Prostsze covenanty / zobowiązania i monitoring
- Mniejsza elastyczność dla M&A / recyklingu kapitału

02

Dynamiczny

- Aktywa mogą być dodawane / podmieniane / zbywane
- Elastyczność jest zapewniona przez predefiniowane testy
- Wymaga ustalonych zasad kwalifikowalności i zbyć
- Sponsor może skalować platformę i wykorzystywać recykling kapitału

Jakie zalety dla sponsorów niosą ze sobą dynamiczne platformy portfelowe

01

Recykling kapitału: sprzedaż aktywów i reinwestycja w nowe projekty

02

Elastyczność dodawania / podmiany aktywów – jeśli spełnione są testy

03

Niższy koszt i szybsze refinansowania (per-asset)

Cel sponsora:

Maksymalna elastyczność bez przekształcenia każdej zmiany w proces pozyskiwania zgody banków.

Kluczowe obszary dot. portfeli dynamicznych

01 Kwalifikowalność / accession	Jakie projekty można dodać? Jakie DD? Kto zatwierdza kwalifikowalność?
02 Zbycia / recykling kapitału	Kiedy można sprzedać? Przedpłata vs reinwestycja? Kontrola wpływów
03 Dodatkowy dług	Accordion / Sidecar / koszyki Testy finansowe, debt resizing Ranking / termin
04 Stabilność przychodów	Testy PPA/CfD Limits merchant Kryteria kontrahenta

Kwalifikowalność projektów oraz przyłączanie aktywów do struktury finansowania

01

Technologia

Ograniczenia do wskazanych technologii (PV/ Wind / BESS)

02

Status

Często tylko aktywa operacyjne; czasem miks z limitami dla aktywów w budowie a nawet pre-RTB

03

Skala i koncentracja

Min. / max. wielkość; ograniczenia koncentracji na poziomie projektu i kraju

04

Geografia

Lista dozwolonych jurysdykcji; poza listą – dodatkowe DD

05

Test portfelowy „po uwzględnieniu”

Obiektywne kryteria + self-certification (bez „back-door” consent)

Proces akcesyjny (przyłączanie nowych spółek/projektów)

Modyfikacje typu *Sponsor-friendly* (często osiągalne przy silnym Sponsorze):

- DD na zasadzie „if you have” (bez obowiązku zlecenia nowych raportów)
- Raporty historyczne dostarczane kredytodawcom na zasadzie non-reliance.

Pakiet zabezpieczeń: spektrum możliwych rozwiązań

Sponsor-friendly (najbardziej pożądane)

- Zastaw na udziałach HoldCo
- Cesja pożyczek wspólniczych
- Zabezpieczenie na rachunkach HoldCo
- Brak Umów bezpośrednich
- Brak zabezpieczeń na poziomie spółek projektowych

Medium

- Zastawy na udziałach ProjectCo
- Częściowe zabezpieczenia na rachunkach ProjectCo
- Ograniczone cesje wierzytelności z kluczowych kontraktów

PF-style, Lender-friendly (rzadkie w portfelach)

- Pełny pakiet zabezpieczeń (w tym na poziomie spółek projektowych)
- Direct agreements
- Częste zwolnienia przy rotacji aktywów

W portfelach dynamicznych koszt i uciążliwość ustanawiania / zwalniania zabezpieczeń rośnie wykładniczo wraz z rotacją aktywów.

Gwarancje ze strony spółek projektowych: Tak czy nie?

01

Dlaczego banki wymagają

Ograniczenie subordynacji strukturalnej (roszczenie do podmiotów generujących cash)

02

Dlaczego sponsor czasem akceptuje

Może 'kupić' większą elastyczność (cash pooling / cash movements)

03

Dlaczego sponsor opiera się

Ciężar operacyjny (ustanawianie i zwalnianie gwarancji)

04

Częsty kompromis

Guarantee Coverage Test

Wskaźniki finansowe do rozważenia

01

Senior secured gearing

02

Project life cover ratio

03

PPA/CFD cover ratio

04

LLCR

05

Asset coverage ratio

06

LTV

07

Loan to cost

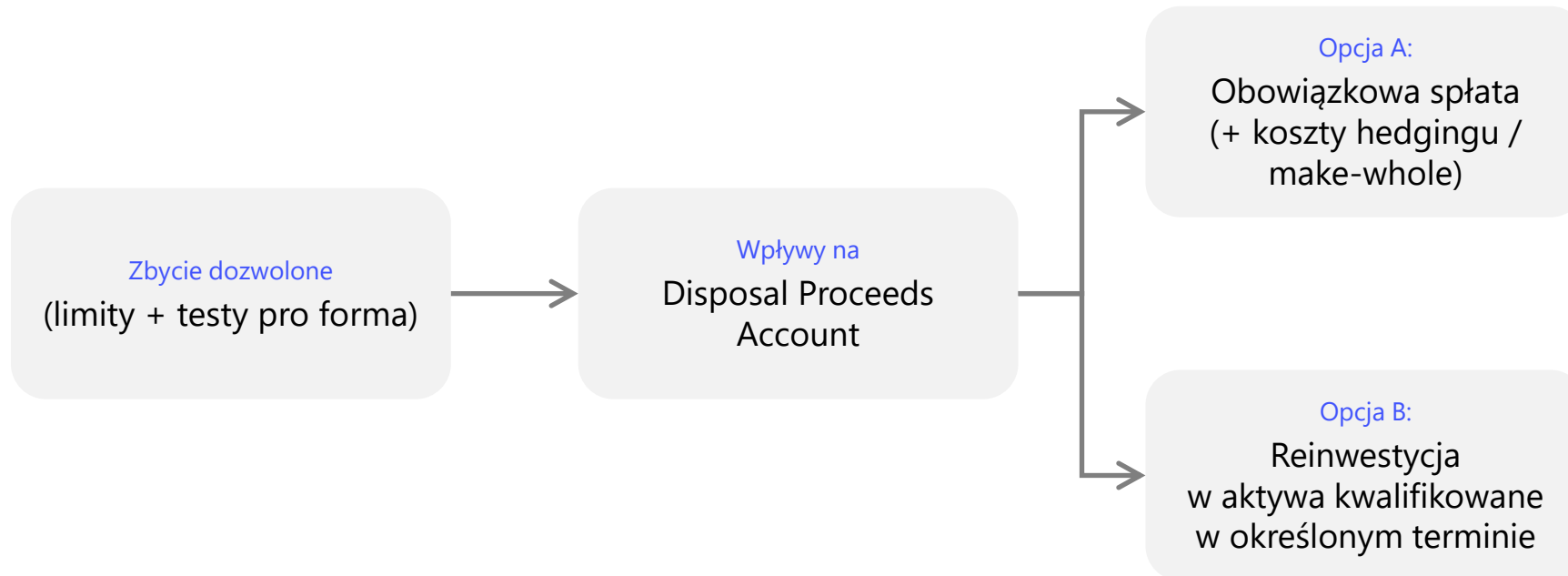
08

HDSCR / FDSCR

Incurrence-based?

Maintenance-based?

Zbycia: prepayment vs reinwestycja (recykling kapitału)



Punkt negocjacyjny:
Elastyczność
reinwestycji vs
wymogi przywrócenia
wskaźników / spłata
długu przypisanego
do zbytego aktywa.

Dodatkowe zadłużenie: wzrost przy zachowaniu ryzyka w ryzach

01

Możliwe ścieżki:

Accordion, side-car lub koszyki
„permitted debt”

02

Ochrona jakościowa

Pari passu ; brak wcześniejszej
zapadalności niż obecny dług
senioralny

03

Podstawowe warunki

Brak Event of Default / lock-up;
zgodność z *hedging policy*

04

Ochrona ilościowa

Testy DSCR / ADSCR / PLCR;
limity gearing na poziomie
projektu i portfela

05

Dźwignia sponsora

Obiektywne kryteria + self-certification
(bez pośrednich praw zgody), pro-
forma portfolio effect

Stabilność przychodów: kontrola ekspozycji *merchant*

-
- 01** Część banków wymaga minimalnego poziomu przychodów kontraktowanych (PPA/CfD) na poziomie portfela

 - 02** Cechy 'akceptowalnego PPA': minimalny tenor i akceptowalny kontrahent, Credit support

 - 03** Często oczekuje się, że PPA przewiduje możliwość direct agreement / zabezpieczenia

 - 04** Testy % przychodów stałych ograniczają merchant; naruszenie bywa EoD

HoldCo: cash upstreaming, który działa w praktyce

Obsługa długu HoldCo zależy od terminowego upstreamingu z ProjectCo

Covenant upstreamingu musi być zsynchronizowany z DSRA/DSR facility na poziomie HoldCo

Zwykle dopuszcza się retencję opex na poziomie projektu (np. na kolejny okres kalkulacyjny)

Mechanizmy: spłata pożyczek wewnątrzgrupowych (często najprostsza) i/lub dywidendy

Dywidendy to dodatkowe ograniczenia korporacyjne / podatkowe (zyski do podziału, WHT itd.)

Anti-layering i finansowanie „powyżej” długu senior

Anti-layering ogranicza strukturalnie „wyższy” lub uprzywilejowany dług względem HoldCo

Cel

Uniknąć *leakage* (płatności omijających HoldCo); ewentualne podporządkowanie długu *upstream*

Jeśli dług na poziomie portfela blokuje dystrybucję, finansowanie HoldCo często dopuszcza PIK (kapitalizację odsetek)

Zabezpieczenie HoldCo

Zwykle first-ranking na udziałach/rachunkach HoldCo (z wyłączeniami, jeśli są już zastawione)

Czasem intercreditor

Second lien, standstill, zasady spłat mandatory prepayments, entrenched rights

JV w portfelu (joint venture entities)

Cashflow JV bywa dzielony z innymi współnikami i trudniejszy do upstreamingu

Trzy podejścia w wskaźnikach i sizingu:

01

Proporcjonalnie

(wg udziału)

02

„Subsidiary test”

(większościowe JV traktowane bardziej jak spółka zależna)

03

Pass-through

Wyłączenie JV z testów; liczymy tylko cash faktycznie otrzymany

Zabezpieczenia i covenants muszą respektować ograniczenia z umowy współników

Praktyczna instrukcja negocjacyjna

Temat	Postulat sponsora	Postulat banku
Kwalifikowalność	Testy obiektywne + self-certification; minimum 'consent hooks'	Limity koncentracji; DD; testy pro forma ; zgoda ?
Zbycia	Reinwestycja; ograniczone mandatory prepayment	Proceeds sweep; ochrona wskaźników; pokrycie kosztów hedgingu
Zabezpieczenia	HoldCo-only ; ograniczone Asset-level security (o ile w ogóle)	Więcej "look-through" tam, gdzie ryzyko tego wymaga
Gwarancje	Coverage test zamiast całego pakietu; łatwe przystąpienie / wyłączenie	Roszczenie do podmiotów generujących przychód
Dodatkowy dług	Accordion + jasne koszyki, debt resizing	Ratio gates; pari passu; ochrona maturity ; negative pledge
Przychody	Możliwość utrzymania części merchant upside w limitach	Min. % fixed revenue; kryteria PPA/CfD

Mini case study 1:

Dodanie nowego aktywa (np. BESS)

Scenariusz:

Sponsor chce
dodać aktywo BESS
(*co-located* lub
standalone) do
istniejącej platformy

Cel sponsora:

Szybkie włączenie aktywa w strukturę bez zgód banków

Kluczowe dźwignie dokumentacyjne:

- Kryteria technologiczne + limity udziału technologii
- Test portfelowy (koncentracja i wskaźniki po uwzględnieniu)
- Pakiet DD (EPC/O&M/grid/permitting/offtake – jeśli dotyczy)
- Wpływ na stabilność przychodów (fixed revenue % / merchant exposure)

Mini case study 2:

Sprzedaż aktywa + reinwestycja

Scenariusz:

Sponsor sprzedaje jedno aktywo operacyjne, żeby zasilić *development pipeline*

Cel sponsora:

Reinwestycja (a nie czysta spłata długu)

Cel banku:

Utrzymanie wskaźników i brak „wycieku” aktywów

Narzędzia kompromisu:

- Testy pro forma po zbyciu
- Trzymanie wpływów na dedykowanym rachunku
- Reinwestycja w określonym terminie, inaczej mandatory prepay
- Kwota spłaty powiązana z długiem przypisanym do aktywa lub przywróceniem wskaźników

Wybrane wnioski

01

Dynamiczne struktury działają najlepiej, gdy elastyczność wynika z obiektywnych testów (ograniczenie procesu pozyskiwania zgód)

02

Sponsor wygrywa reinwestycją; bank wygrywa kontrolą wpływów i ochroną wskaźników

03

Perspektywa kredytodawcy: uważność w zakresie „uszczelnienia struktury”: upstreaming, anti-layering, intercreditor

Kontakt



Andrzej Stosio

Partner / Advocate
Debt Finance

T: +48 22429 9469

M: andrzej.stosio@cliffordchance.com



Maksymilian Jarzabek

Counsel
Project Development Finance

T: +48 22429 9474

M: maksymilian.jarzabek@cliffordchance.com

Clifford Chance

Dziękujemy

Norway House, 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