

Rozdział 7

Arkadiusz Kustrą, Tomasz Leśniak

ALTERNATYWNE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI SPÓŁEK EKSPLOACYJNYCH „JUNIOR MINES”

Wprowadzenie

Przedmiotem działalności spółek typu *junior mines* jest eksploracja nowych złóż, pozyskiwanie koncesji i licencji na wydobywanie oraz udostępnianie ich w celu zapewnienia wydobycia na skalę przemysłową. Spółki typu *junior mines* mogą poza podstawową działalnością posiadać w swoich strukturach zakład górniczy lub kilka zakładów, które zajmują się jedynie fazą eksploatacji kopalni i tym samym podnoszą wartość rynkową spółki.

Działalność spółek typu *junior mines* jest zdecydowanie bardziej ryzykowna niż działalność grupy tzw. *senior mines*, które charakteryzują się dużą dywersyfikacją zakresu działalności. Głównym zadaniem spółek *junior mines* jest poszukiwanie nowych złóż, co wymaga ponoszenia znacznych nakładów finansowych, a co za tym idzie – konieczność pozyskiwania określonych źródeł finansowania. Prace poszukiwawcze obarczone są dużym ryzykiem i bardzo często nie przynoszą pozytywnych skutków gospodarczych, a poniesione nakłady finansowe na prace poszukiwawcze i eksploracyjne stają się kosztami zapadłymi i stanowią straty finansowe.

Spółki poszukiwawcze *junior mines* mogą przyjmować różnorodne struktury kapitałowe. Mogą funkcjonować jako osobne podmioty z własnym kapitałem, które świadczą usługi z zakresu poszukiwania nowych złóż zakładom górniczym zajmującym się jedynie wydobyciem kopaliny. Mogą również stanowić spółkę, w której duże przedsiębiorstwa posiadają udziały i traktują spółkę *junior mines* jako opcję z możliwością realizacji. Dzięki temu duże przedsiębiorstwa minimalizują ryzyko związane z pracami poszukiwawczymi, ponieważ podejmują eksploatację jedynie w przypadku, kiedy prace prowadzone przez *junior mines* przyniosą pozytywne skutki w postaci odkrycia i udokumentowania złoża.

Finansowanie prac poszukiwawczych w większości przypadków dokonywane jest z kapitałów własnych pozyskanych w drodze publicznej oferty, prywatnego kapitału lub też poprzez alternatywne finansowanie utożsamiane ze wspólnymi przedsięwzięciami (*joint ventures*) czy też finansowania w formie rent górniczych (*royalties*), jak i przedświadczenia przysiężnej produkcji (*off take agreements*).

W artykule skoncentrowano się na przedstawieniu alternatywnych źródeł pozyskania kapitałów przez spółki eksploracyjne typu *junior mines*, przy jednoczesnym uwzględnieniu specyfiki ich funkcjonowania.

Działalność eksploracyjna realizowana przez spółki junior mines

Prace eksploracyjne są częścią cyklu życia projektu geologiczno-górniczego i stanowią jego istotny element, gdyż determinują kolejne jego etapy. Cykl życia projektu definiowany jest w horyzoncie czasu wyznaczonym przez początek i koniec projektu. Projekt geologiczno-górniczny obejmuje poszukiwanie, udostępnianie, wydobycie, przeróbkę kopaliny oraz sprzedaż wzbogaconego produktu handlowego¹. Realizacja takiego projektu wiąże się ze złożem kopaliny, której eksploatacja jest przedmiotem działalności operacyjnej przedsiębiorstwa górniczego. Złoża surowców mineralnych charakteryzują się swoją specyfiką, o której świadczy rzadkość i niepowtarzalność ich występowania, zarówno pod względem warunków geologicznych, jak również lokalizacji, nieodnawialność oraz niepewność co do budowy zasobów i charakterystyki geologicznej. Wobec powyższego realizacja projektu geologiczno-górniczego związana jest nie tylko z posiadaniem złoża, ale również z uzyskaniem odpowiednich koncesji i pozwoleń na jego wydobycie. Realizację takiego projektu odróżniają od innych projektów względy techniczne, technologiczne oraz finansowe. Do cech szczególnie odróżniających te projekty górnicze od typowych projektów w gospodarce zaliczyć można²:

- długi okres przedprodukcyjny, który obejmuje poszukiwanie złoża, jego ocenę, udostępnianie oraz przygotowanie do wybierania,
- długi okres eksploatacyjny,
- zróżnicowanie warunków geologiczno-górnicznych,
- duża kapitałochłonność,
- wysoki koszt kapitałów finansujących projekt (długie okresy zwrotu nakładów),
- nieelastyczność produkcji,
- wysokie ryzyko operacyjne (wysokie stałe koszty działalności),
- nieprzewidywalność cen na rynkach surowców mineralnych.

Na realizację omawianych prac w przedsięwzięciu geologiczno-górnicznym składa się zatem kilka etapów: eksploracja i rozpoznanie złoża kopaliny, ocena złoża, budowa kopalni, eksploatacja i wzbogacanie oraz likwidacja i rekultywacja terenu.

W ramach etapu eksploracji złoża następuje jego odkrycie oraz udokumentowanie złoża kopaliny. Do kolejnej fazy, oceny złoża, dochodzi około 5% ilości projektów realizowanych w fazie eksploracji³. Przeprowadzane w ramach tego etapu analizy mają na celu zidentyfikowanie parametrów charakteryzujących złożę. Prace koncentrują się na stwierdzeniu, czy wydobycie zasobów kopaliny jest technicznie wykonalne i komercyjnie zasadne (*feasibility study*). Etap ten kończy się w momencie podjęcia decyzji o budowie kopalni. Jest to najbardziej kapitałochłonny etap, wymagający od inwestora uzyskania wielu pozwoleń, co może wpłynąć na wydłużenie tego etapu w czasie. Polega

¹ R. Uberman: *Wpływ rekultywacji gruntu na wartość złoża (przedsiębiorstwa górniczego)*. Gospodarka Surowcami Mineralnymi 2006, tom 22, zeszyt specjalny 2.

² A. Lisowski: *Podstawy ekonomicznej efektywności podziemnej eksploatacji złóż*. Wydawnictwo GiG, PWN, Katowice-Warszawa 2001, s.68.

³ H. Wirth: *Cykl życia projektów górniczo-geologicznych i metody jego wyceny*. Gospodarka Surowcami Mineralnymi 2006, tom 22, zeszyt specjalny 2.

on na zidentyfikowaniu kompletnych aktywów zdolnych do użytkowania i zapewniających eksploatację na poziomie projektowanych zdolności wydobywczych. Po zakończeniu budowy kopalni oraz przygotowania złoża do eksploatacji rozpoczyna się produkcja górnicza. W ramach produkcji otrzymywany jest surowiec mineralny posiadający odpowiednie cechy produktu handlowego, które uzyskał w procesie wzbogacania. Faza ta ma charakter długookresowy. Ostatnim etapem jest zamknięcie kopalni i rekultywacja terenu, w obrębie którego prowadzona była eksploatacja.

Wobec wskazanych rozważań zauważa się, iż cykl życia projektu geologiczno-górniczego utożsamiany jest wprost z cyklem życia kopalni. Do etapów cyklu życia kopalni zalicza się: poszukiwanie i rozpoznanie złoża, zagospodarowanie, wydobywanie surowców oraz zamknięcie i rekultywację terenu⁴. Należy liczyć się z tym, że w praktyce gospodarczej mogą wystąpić trudności w identyfikowaniu poszczególnych etapów projektu ze względu na fakt, że niektóre procesy mogą na siebie zachodzić czy występować w pewnych okresach równolegle.

Prace eksploracyjne polegają na odkryciu i udokumentowaniu złoża kopaliny, a w szczególności obejmują analizy: geologicznych danych historycznych, topograficzne, geologiczne, geochemiczne i geofizyczne, a także wiercenia poszukiwawcze i próbkowanie. Wymienione rodzaje prac eksploracyjnych mogą zostać wykonane dopiero po uzyskaniu odpowiednich praw oraz koncesji. Eksploracja i rozpoznanie złóż są obciążone największym ryzykiem niepowodzenia, gdyż, jak wspomniano wcześniej, aż 95% projektów pozostaje w fazie eksploracji i nie dochodzi do fazy oceny złoża.

Analizując cały cykl życia projektu, trzeba zauważyć, że ryzyko zmienia się w zależności od etapu jego realizacji. Początkowy etap, głównie eksploracja, charakteryzuje się wysokim ryzykiem niepowodzenia, a równocześnie wymaga wysokich nakładów inwestycyjnych związanych z przeprowadzeniem odpowiednich badań i analiz. Nakłady inwestycyjne stanowią zazwyczaj około kilku procent wartości całego projektu (ok. 10–15%). Najwyższy spośród wszystkich etapów poziom ryzyka wynika z podejmowanych w tym etapie prac poszukiwawczych złóż, wiercenia otworów poszukiwawczych, które nie zawsze kończą się sukcesem geologicznym, czyli odkryciem złoża. W praktyce nie ma nigdy pewności, że prace te doprowadzą do odkrycia złóż o charakterze komercyjnym. W miarę postępujących prac nad rozpoznanem i zagospodarowaniem złoża zmniejsza się ryzyko biznesowe, choć w istocie towarzyszy inwestorowi do końca eksploatacji projektu.

Dla projektów, które przejdą dalej, do etapu oceny złoża, ryzyko zdecydowanie maleje. Najmniejsze ryzyko występuje na etapie budowy kopalni oraz eksploatacji i wzbogacania surowca, czyli w momencie, kiedy wszystkie parametry złoża zostały już rozpoznane, wiedza na temat kopaliny jest odpowiednio wysoka oraz przeprowadzono odpowiednie badania i analizy.

Potencjalni inwestorzy oraz dawcy kapitałów zwracają uwagę na aspekty finansowe, ale przede wszystkim na dane techniczne czy technologiczne dotyczące informacji geologicznych i górniczych, których, jak wspomniano wcześniej, najwięcej jest na etapie eksploracji. Decyzje o rozpoczęciu inwestycji w zakresie poszukiwania, zagospodaro-

⁴ J. Westland: *Project Management Life Cycle*. Kogan Page Limited, London, 2007, s. 4; Copper Mining and Processing: Life Cycle of a Mine.

wania, a następnie wydobywania kopalin ze złoża wymagają dużego początkowego zaangażowania kapitałowego, natomiast korzyści ekonomiczne z projektu generowane są zwykle po kilku lub kilkunastu latach od momentu odkrycia złoża. Wobec powyższego to cechy złoża (rzadkość występowania, naturalna ograniczoność, brak możliwości jednoznacznego ich oszacowania) stanowią determinanty finansowego sukcesu inwestora. Wielkość złoża oraz zasoby są podstawowym warunkiem działalności inwestycyjnej w górnictwie. Natomiast warunki geologiczne występowania kopaliny (forma złoża, wielkość zasobów i jakość kopaliny) oraz możliwości jej wydobycia stanowią o opłacalności tej inwestycji. Bardziej ekonomiczne są złoża położone blisko powierzchni, o dużych zasobach i dużej miąższości niż małe o skomplikowanej budowie, położone zdecydowanie głębiej.

Spółki junior mines w pracach eksploracyjnych

Rynek górniczy na świecie jest ukształtowany według określonej struktury, w której rozróżnić można trzy klasy przedsiębiorstw górniczych:

- senior mines,
- medium mines,
- junior mines.

Granica klasyfikacyjna między klasami poszczególnych przedsiębiorstw jest zatarta, a kryteria podziału są różne. Na przykład M. Dougherty za kryterium klasyfikacyjne przyjmuje wielkość posiadanych aktywów. Według niego *senior mines* stanowią przedsiębiorstwa górnicze posiadające aktywa przekraczające 3 mld USD, *medium mines* mają aktywa w granicach od 1 do 3 mld USD, zaś *junior mines* – poniżej 1 mld USD⁵. Z kolei D. Cranstoun rozdziela klasy przedsiębiorstw według źródła osiągania przychodów, przyjmując, że: *seniors* osiągają przychody głównie z wydobycia i sprzedaży kopalin, *juniors* są uzależnione przede wszystkim od efektywnych procesów eksploracji i sprzedaży udokumentowanych złóż, nie realizując jednocześnie produkcji, a *mediums* uzyskują przychody w sposób komplementarny z obu źródeł⁶.

W świetle przytoczonych klasyfikacji można uznać, że struktura rynku górniczego została zdefiniowana osiąganymi przychodami, ale również specjalizacją prac w ramach cyklu życia złóż identyfikowanych jako projekty geologiczno-górnictwa.

Szybki rozwój spółek *junior mines* został spowodowany specjalizacją oraz chęcią oddzielenia ryzyka dotychczasowych biznesów górniczych od prac poszukiwawczych. Przeniesienie ryzyka na spółki celowe stało się efektywne dla największych koncernów górniczych. Spółki *junior mines* ze względu na swoją specyfikę potrzebują finansowania swoich projektów górniczych, dlatego też uczestniczą w rynku kapitałowym,

⁵ M.L. Dougherty: *The global gold mining industry: materiality, rent-seeking, junior firms and Canadian corporate citizenship*. Competition & Change 2013, vol. 17(4), pp. 339–354.

⁶ D. Cranstoun: *Effects of equity financing on valuation of junior gold mining companies in recessionary and post-recessionary economic realities of 2008–2010*. The Leonard N. Stern School of Business, Glucksman Institute for Research in Securities Markets. New York 2010.

gdzie najczęściej na rynkach alternatywnych starają się pozyskiwać niezbędne środki finansowe poprzez emisję akcji. Największe i najbardziej efektywne rynki dla takich spółek znajdują na giełdach w Londynie, Toronto oraz Sydney.

Na finansowanie spółek eksploracyjnych kapitał pozyskiwany jest różnymi kanałami, w tym poprzez oferty publiczne i alianse strategiczne. Co ważne, firmy te, aby wesprzeć swoje działania operacyjne, polegają na napływie kapitału od osób prywatnych, inwestorów instytucjonalnych i spółek *venture capital* skoncentrowanych na sektorze wydobywczym. Jednocześnie aktywnie dążą one do zawierania strategicznych aliansów z większymi spółkami wydobywczymi lub inwestorami, aby zapewnić sobie dodatkowe wsparcie inwestycyjne i operacyjne. Firmy ukierunkowane na poszukiwania zazwyczaj starają się wykorzystać swoje odkrycia poprzez sprzedaż projektów lub tworzenie spółek *joint venture* z koncernami wydobywczymi o ugruntowanej pozycji. Warto zauważyć, że niektóre spółki juniorskie mogą zdecydować się na samodzielny rozwój projektu, choć ta droga wymaga znacznych zasobów finansowych i specjalistycznej wiedzy.

Model biznesowy spółek eksploracyjnych musi uwzględniać następujące determinanty:

1. Segment interesariuszy w ramach spółek eksploracyjnych składa się głównie z firm wydobywczych (jako potencjalnych partnerów) i przedsiębiorstw państwowych, które są zainteresowane nabyciem projektów. Ponadto w skład tej grupy wchodzi udziałowcy, a także inwestorzy prywatni i instytucjonalni, którzy zapewniają niezbędny kapitał na działania poszukiwawcze.
2. Przyrost wartości opiera się na potencjale osiągnięcia znacznych zwrotów z inwestycji poprzez eksplorację, a następnie rozwój cennych aktywów mineralnych. Inwestorów przyciąga również perspektywa udziału w inicjatywach poszukiwawczych na wczesnym etapie, które, jeśli zakończą się sukcesem, mogą doprowadzić do znacznego wzrostu wyceny aktywów.
3. Spółki poszukiwawcze zazwyczaj korzystają z szeregu kanałów komunikacji w celu nawiązania kontaktu z potencjalnymi interesariuszami. Obejmują one m.in. prezentacje inwestorskie, komunikaty prasowe, konferencje branżowe i obecność na platformach cyfrowych zaprojektowanych w celu ułatwienia relacji inwestorskich. Zasady przejrzystości, regularnego rozpowszechniania informacji i umiejętnej komunikacji odgrywają kluczową rolę w budowaniu i umacnianiu zaufania w społeczności interesariuszy.
4. Głównym źródłem przychodów spółek juniorskich są wpływy ze sprzedaży udokumentowanego złoża.
5. Kluczowe zasoby obejmują dostęp do wiedzy geologicznej, sprzętu poszukiwawczego, praw i koncesji na poszukiwania oraz wykwalifikowanego personelu do realizacji programów poszukiwawczych i rozwojowych.
6. Kluczowe działania obejmują badania geologiczne, poszukiwanie minerałów, studia wykonalności, współpracę z potencjalnymi partnerami lub nabywcami oraz przestrzeganie wymogów regulacyjnych.
7. Struktura kosztów obejmuje wydatki na poszukiwania, badania geologiczne, koszty pracy, opłaty za przepisami i koszty administracyjne.
8. Struktura przychodów obejmuje jedynie wpływy związane ze sprzedażą dokumentacji złoża po finalizacji projektu poszukiwawczego.

Wskazane ramy modelu biznesowego spółek eksploracyjnych wskazują na unikalny charakter prowadzonych przez nie projektów, co ma swoje odzwierciedlenie w realizacji strategii maksymalizowania wartości.

Alternatywne finansowanie działalności spółek junior mines

W niektórych krajach instytucje finansowe wspierające przemysł górniczy oferują możliwość częściowego finansowania projektów eksploracyjnych. Jednak to przede wszystkim sektor spółek juniorskich angażuje się w finansowanie projektów eksploracyjnych. To stanowi różnicę między sektorem seniorskim, w którym większe firmy generując przychody i zyski, są w stanie sfinansować swoje działania poszukiwawcze z kapitałów własnych lub mają możliwość wspomóc swoje działania poprzez kapitał dłużny, a sektorem juniorskim, który musi sięgnąć po kapitał własny o charakterze akcyjnym, aby sfinansować badania geologiczne i eksploracyjne. Jest to zauważalne zwłaszcza przy porównaniu proporcji finansowania własnego i dłużnego na różnych etapach projektu geologiczno-górniczego.

Udział własnego kapitału w finansowaniu działań eksploracyjnych stale przekracza 90%, co w praktyce oznacza, że znacząca większość środków finansowych potrzebnych do realizacji projektów badawczych i eksploracyjnych pochodzi z emisji akcji. Finansowanie za pomocą długu nie jest możliwe w przypadku spółek działających w obszarze eksploracji, z uwagi na wysokie ryzyko związane z niepowodzeniem projektu oraz trudności z ewentualną spłatą zaciągniętego długu. W tym kontekście można wyróżnić dwa główne źródła finansowania działań eksploracyjnych⁷:

- rynkowe źródła finansowania (głównie kapitałem akcyjnym),
- alternatywne źródła finansowania, takie jak finansowanie przez partnera, czyli firmę seniorską, z którą zawarte jest porozumienie (*partner financing*), finansowanie w modelu rent górniczych, zwane również finansowaniem na zasadzie udziału w zyskach z wydobycia (*royalty financing*), a także przedprzedaż przyszłej produkcji (*pre-sell future production*).

W przeciwieństwie do tradycyjnych podejść opartych na rynku finansowym, gdzie kapitał jest pozyskiwany poprzez standardowe metody, takie jak emisja akcji czy obligacji, alternatywne finansowanie pozarynkowe pozwala na bardziej elastyczną i niestandardową alokację zasobów finansowych. Dzięki temu przedsiębiorstwa mogą zainwestować w projekty geologiczno-górniczne, które nie muszą generować natychmiastowych zysków, ale mają perspektywę przekształcenia się w źródło znaczącej wartości w przyszłych okresach.

⁷ L. Lien: *Advances in coal mining technology* [in:] *The Coal Handbook. Towards Cleaner Production*, Elsevier 2013, pp. 193–225.

Finansowanie środkami partnera

W tej metodzie środki finansowe są pozyskiwane przez spółkę eksploracyjną od spółki partnerskiej, zazwyczaj zaangażowaną w działalność wydobywczą i eksploatację mine-
rałów. W ramach partnerstwa spółka juniorska uzyskuje dostęp do funduszy niezbędnych do przeprowadzenia inicjatywy poszukiwawczych i badań geologicznych. Na początkowym etapie prac poszukiwawczych to spółka senior zachowuje kontrolę nad postępem i wyni-
kami prac poszukiwawczych. Faza ta stanowi dla spółki seniorskiej optymalny moment na nabycie aktywów geologicznych po relatywnie niższej cenie. W ramach finansowania
środkami partnera należy wyróżnić zazwyczaj trzy główne modele finansowania:

- opcje, w ramach których istnieje porozumienie między firmą juniorską a seniorską, w którym senior zobowiązuje się do nabycia aktywów geologicznych poprzez zapłatę równą określonej wartości koncesji; dodatkowo, przez określony czas senior przejmuje odpowiedzialność za pokrywanie wydatków związanych z działalnością eksploracyjną; warunki muszą zostać spełnione zgodnie z harmonogramem, zanim beneficjent opcji będzie mógł zrealizować opcję i nabyć swój udział własnościowy (w przeciwnym razie opcja wygaśnie); gdy wykonanie opcji skutkuje nabyciem mniej niż 100% udziałów zazwyczaj strony dokonują również ustaleń w celu zawarcia umowy joint venture i pozostają w stałych re-
lacjach biznesowych,
- joint-venture (JV) to podmiot, w którym grupa kapitałowa posiada długoter-
minowe udziały i dzieli wspólną kontrolę nad decyzjami strategicznymi, finan-
sowymi i operacyjnymi z jednym lub kilkoma innymi współnikami na podstawie ustaleń umownych; podstawową motywacją dla spółek JV w sektorze wydobyw-
czym jest podział ryzyka i kosztów, ponieważ projekty wydobywcze wiążą się z długimi ramami czasowymi i różnymi rodzajami ryzyka⁸,
- aliance strategiczne to oparte na kapitale umowy pomiędzy dwoma lub więcej firmami, które dokonują komplementarnych inwestycji w projekt lub zestaw projektów i dzielą się korzyściami z tego projektu; są one atrakcyjnym sposobem organizowania złożonych działań biznesowych, ponieważ zapewniają wysoki stopień elastyczności⁹.

Spółki *joint venture* znajdują się w spektrum pomiędzy startupami a fuzjami i przeję-
ciami. W przypadku startupów JV proces uruchamiania firmy obejmuje kilka kluczowych etapów, które są niezbędne do osiągnięcia sukcesu w nowym przedsięwzięciu bizne-
sowym. Po pierwsze, konieczne jest skonstruowanie nowego modelu biznesowego, który precyzyjnie określi strategię, jaką firma będzie podążała.

Kolejnym krokiem jest określenie procesów operacyjnych i systemów, które umożli-
wią sprawne funkcjonowanie firmy oraz optymalne wykorzystanie zasobów. Ważnym aspektem jest także rekrutacja odpowiednich pracowników, którzy przyczynią się do wzrostu i rozwoju firmy. W przypadku, gdy firma działa jako spółka *joint venture*, poja-
wiają się dodatkowe elementy do uwzględnienia. Konieczne jest ustalenie efektywnego

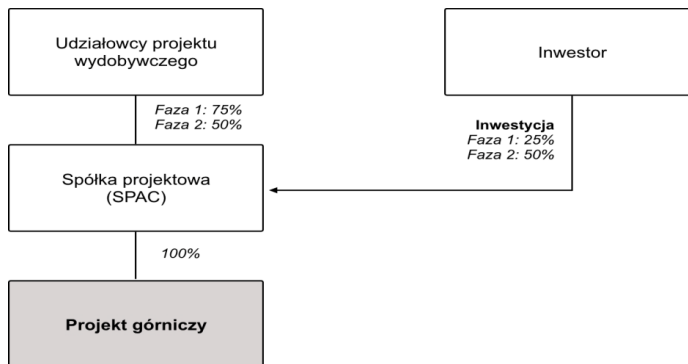
⁸ J. Bamford, D. Ernst: *Launching a joint venture*. Ankura Consulting Group, LLC 2022.

⁹ A. Klosssek, K.E. Meyer, M. Nippa: *Why do strategic alliances persist? A behavioral decision model*. *Managerial and Decision Economics* 2015, vol. 36(7), pp. 470–486.

modelu zarządzania wspólnym przedsięwzięciem oraz skutecznych mechanizmów zarządzania współzależnościami w ramach podpisanego partnerstwa.

W przeciwieństwie do tego konsolidacyjne podmioty *joint venture* mają wiele cech wspólnych z fuzjami i przejęciami, a ich początkowa faza przypomina integrację po fuzji, powiększoną o elementy zarządzania, usługi wspólne i różne inne kwestie. Działania konsolidacyjne dają spółkom możliwość ograniczenia kosztów w dojrzałym segmencie lub osiągnięcia skali w szybko rozwijającym się sektorze. Niektóre podmioty *joint venture* pozycjonują się pomiędzy konsolidacyjnymi JV a startupami JV. Hybrydowe przedsięwzięcia *joint venture* łączą pewne uzupełniające się aktywa, produkty lub biznesy, jednocześnie potęgując możliwości partnerów w celu stworzenia czegoś zupełnie nowego¹⁰.

W przypadku, gdy jedna ze stron umowy nie wniesie odpowiedniej kwoty kapitału zgodnie z zadeklarowanymi udziałami niezbędnymi do utrzymania działalności zgodnie z projektem, co skutkuje zmniejszeniem udziałów do poziomu 10–15%, umowa ulega przekształceniu w finansowanie metodą *royalty*. Koncepcja utworzenia nowego podmiotu, tj. finansowania za pośrednictwem podmiotu *joint venture* (lub charakterystycznie w przypadku spółek wydobywczych – *farm in*), opiera się na założeniu, że ta nowo utworzona spółka posiada wspólną strukturę zarządzania i zapewnia wymagany kapitał, niezbędny do ułatwienia kontynuacji przedsięwzięć poszukiwawczo-geologicznych. Zakres udziałów kapitałowych jest uzależniony od wyceny wniesionych aktywów w ramach nowo utworzonej struktury korporacyjnej. Prawa do udokumentowanego złoza są przydzielane obu stronom proporcjonalnie do wniesionych udziałów¹¹.



Rysunek 7.1. Transakcje kupna oraz transakcje „najlepszych starań” w ramach ofert prywatnych w sektorze spółek juniorskich.

Źródło: opracowanie na podstawie: M. Seeger: *Mining Capital Case Studies*, [in:] *Mining Capital*, Cham: Springer International Publishing 2019, pp. 193–246.

W tym przypadku inwestor nabywa udziały w spółce celowej poprzez zapewnienie transz inwestycyjnych na rzecz realizowanego projektu, przy czym pierwsza transza dotyczy ukończenia prac poszukiwawczych, druga umożliwia ukończenie studium

¹⁰ J. Bamford, D. Ernst: *Launching a joint...*, op. cit.

¹¹ C. Bachowski, M. Kobyłańska, S. Karst: *Analiza światowych rozwiązań w zakresie finansowania działalności dużych firm górniczych*. KGHM CUPRUM sp. z o.o., Centrum Badawczo-Rozwojowe, Zakład Studiów i Projektów Inwestycyjnych 2006.

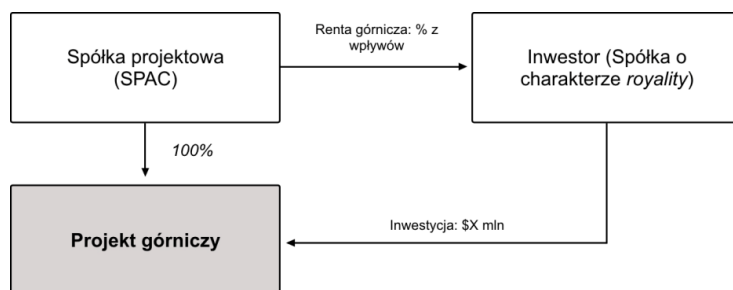
wykonalności, natomiast ostatnia przeznaczona jest na rozwój kopalni¹². Proces ten został zaprezentowany na rysunku 7.1.

W przypadku spółek wydobywczych aliansy strategiczne to charakterystyczne porozumienia, w których spółka seniorska nabywa 10–15% udziałów w spółce eksploacyjnej, działającej na obszarze, którym interesuje się senior. Charakter i warunki aliansu strategicznego mogą się znacznie różnić w zależności od celów stron. Jeśli chodzi o poszukiwanie surowców, aliansy strategiczne są często zawierane pomiędzy spółką poszukiwawczą a bardziej zaawansowaną spółką wydobywczą w celu współpracy w zakresie poszukiwania i identyfikacji projektów mineralnych. Spółka poszukiwawcza wnosi do aliansu swoją wiedzę geologiczną i techniczną, lokalne doświadczenie operacyjne, know-how i kontakty, a często także geologiczną lub zastrzeżoną bazę danych, z której może korzystać. Z drugiej strony, starsza spółka wydobywczą zazwyczaj zapewnia finansowanie oraz nadzór i kierownictwo techniczne w odniesieniu do zidentyfikowanych potencjalnych projektów.

Zakres aliansu z kolei często koncentruje się na określonych obszarach geograficznych i określonych rodzajach metali lub minerałów, ze względu na lokalną wiedzę i doświadczenie spółki poszukiwawczej oraz strategiczne cele starszej spółki wydobywczej. Sojusze strategiczne, zgodnie z ich warunkami, często nie mają charakteru długoterminowego, ponieważ obie strony zazwyczaj chcą zachować elastyczność w zakresie zaprzestania umowy w przypadku, gdy nie zostaną osiągnięte zadowalające wyniki lub zmieniają się cele strategiczne strony. Wyjątkiem jest sytuacja, w której po wyznaczeniu projektu jako aliansu strategicznego będzie on podlegał jednej z form umowy.

Finansowanie w formie rent górniczych (royalties)

Model finansowania w formie renty górniczej został zapoczątkowany przez spółkę Franco-Nevada w latach osiemdziesiątych. Pierwsza inwestycja firmy wydobywczej w 1986 r. polegała na wydaniu połowy korporacyjnych środków finansowych na nabycie 4% przychodów z kopalni w Nevadzie należącej do Western State Minerals. Po tej transakcji Franco-Nevada nabyła royalties (renty górnicze) w różnych innych produktach, dalej rozwijając taki model biznesowy w sektorze wydobywczym (rysunek 7.2).



Rysunek 7.2. Mechanizm rent górniczych royalties

Źródło: opracowanie na podstawie: S. Crooks, S. Periwal, O. Ramsbottom, E. Saragosa, J. Vardy: *Streaming and royalties in mining: Let the music play on*. McKinsey & Company 2021, Apr. 27.

¹² M. Seege: *Mining capital ...*, op. cit.

W ramach tej umowy inwestor przekazuje spółce górniczej początkową kwotę w zamian za część przyszłych przychodów generowanych przez projekt wydobywczy przez cały okres jego eksploatacji. W praktyce istnieje kilka form opłat licencyjnych:

1. Opłaty licencyjne brutto. Te opłaty obliczane są na podstawie całkowitego przychodu wygenerowanego ze sprzedaży wydobytego surowca. Inwestorzy otrzymują część przychodów brutto jako zwrot z inwestycji.
2. *Net Smelter Return* (NSR). Posiadacze tantiem NSR są uprawnieni do części przychodów, które spółka wydobywca otrzymuje z huty. Ta forma opłat licencyjnych zapewnia inwestorom bezpośredni związek z przychodami generowanymi przez przetwarzanie i sprzedaż wydobytych surowców.
3. Odsetki od zysku netto. Ten rodzaj opłat licencyjnych jest powiązany z rentownością działalności wydobywczej. Inwestorzy posiadający udział w zyskach netto obliczają je z wyniku, który pozostaje po odliczeniu wszystkich wydatków związanych z wydobyciem, przetwarzaniem i sprzedażą towarów.

Royalty financing jest atrakcyjną opcją dla inwestorów poszukujących ekspozycji na sektor wydobywczy bez ryzyka operacyjnego i złożoności, które wiążą się z posiadaniem i zarządzaniem operacjami wydobywczymi. Zapewniając firmom górniczym kapitał z góry, inwestorzy mogą uzyskać stały strumień dochodów w oparciu o sukces projektu, co czyni go korzystnym zarówno dla inwestorów, jak i przedsiębiorstw górniczych¹³.

Przed sprzedaż przyszłej produkcji (kontrakty *off-take*)

Istotą transakcji *off-take* jest zawarcie kontraktu pomiędzy producentem i klientem na odbiór produktu bądź surowca. Kontrakt może uwzględniać konieczność przedpłaty na rzecz producenta, a także dotyczyć zagwarantowania dostaw dla odbiorcy ustalonej ilości produkcji w określonym cyklu życia. Finansowanie odbioru nie prowadzi do rozwodnienia akcjonariuszy¹⁴.

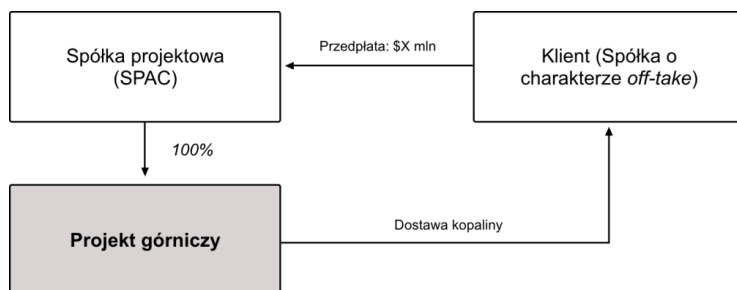
Umowy typu *off-take* w branży górniczej zazwyczaj odnoszą się do surowców o charakterze masowym, takich jak rudy czy węgiel. Negocjowanie i zawieranie takich umów rozpoczyna się nawet na etapie budowy zakładu górniczego. W ten sposób producent, który inwestuje w określony projekt geologiczno-górniczy, ma zagwarantowany rynek zbytu dla przyszłej produkcji. Umowa ta stanowi potwierdzenie istnienia rynku dla produktów wytworzonych w ramach konkretnego projektu. Dla producenta umowa *off-take* jest kluczowym elementem zapewniającym stabilne funkcjonowanie w długoterminowej perspektywie czasowej. Mechanizm funkcjonowania umów *off-take* został zaprezentowany na rysunku 7.3.

Zagwarantowanie przez odbiorcę zakupu produktów pochodzących z projektów geologiczno-górniczych stanowi istotne źródło możliwości pozyskania przez producenta finansowania w formie kapitału obcego od banków lub innych instytucji finansowych. Odbiorca będący stroną takiej umowy musi dysponować odpowiednimi zabezpieczeniami związanymi z jego zdolnością kredytową. W przeciwnym razie umowa *off-take*

¹³ *Royalty Financing: Considerations for Private Capital Investing in the Metals and Mining Sector*. Ropes & Gray LLP, 2021

¹⁴ M. Seeger: *Mining capital ...*, op. cit.

nie przyniesie żadnej korzyści ani wartości dla potencjalnego kredytodawcy producenta¹⁵. Warto zaznaczyć, że istnieje wiele różnych odmian umów *off-take*, które różnią się sposobami zabezpieczenia spłaty finansowania zewnętrznego. Najczęściej są to:



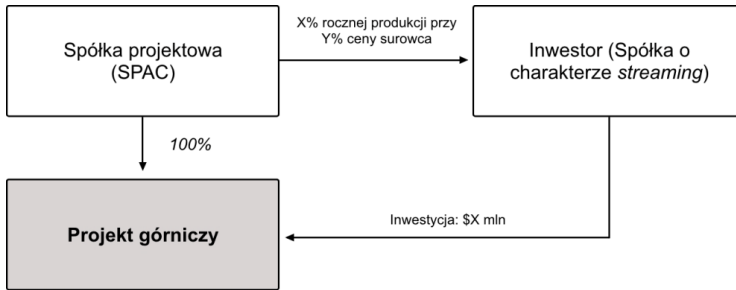
Rysunek 7.3. Mechanizm umów typu *off-take*

Źródło: opracowanie na podstawie: M. Seeger: *Mining capital ...*, op. cit.

1. *Take-it-offered* – rodzaj transakcji, w ramach której kupujący zasadniczo zgadza się na zakup z góry określonej ilości surowca. Takie zobowiązanie zapewnia producentowi pewien poziom bezpieczeństwa finansowego, gwarantując mu stabilny strumień przychodów.
2. *Take-or-pay* – umowa pomiędzy odbiorcą produktów a spółką projektową, na mocy której odbiorca zgadza się odbierać produkty projektu lub dokonywać płatności za nie na rzecz spółki projektowej w celu utrzymania jej zdolności produkcyjnych. Nabywca dokonuje płatności niezależnie od tego, czy produkt lub usługa zostały wytworzone na jego żądanie. Zobowiązanie nabywcy do zapłaty jest zatem bezwarunkowe.
3. *Hell-or-High-Water* – umowa zbliżona do umowy *take-or-pay*, jednakże kluczową różnicą między nimi jest wyłączenie wszystkich rodzajów usprawiedliwień nabywcy mających na celu uniknięcie zapłaty.
4. *Prepayment* – porozumienie, w którym strony zastrzegają zapłatę nabywcy z góry. Kredytodawca może otrzymać płatność zanim zakład górniczy rozpocznie wydobywanie surowca.
5. *Tripatriate agreement* – porozumienie, w którym kupujący zobowiązuje się do wpłacenia środków pieniężnych za odebrany produkt bezpośrednio do kredytodawcy. Określa okoliczności, w których kredytodawca może wkroczyć w celu zaradzenia niewykonaniu zobowiązań wynikających z dokumentów projektu. Inna firma kredytująca może również posiadać upoważnienie do kont bankowych producenta, z których mogą być zaspokojone roszczenia.
6. *Streaming agreement* – forma porozumienia, w której inwestor dokonuje płatności z góry na rzecz spółki wydobywczej w zamian za prawo do określonego udziału w produkcji. Koncepcja ta opiera się na długoterminowych umowach o dostawy, które przynoszą korzyści obu stronom. Płatności strumieniowe są dokonywane na bieżąco po otrzymaniu surowca.

¹⁵ A. Kustra, R. Ranoż: *Umowy „off take” jako źródło finansowania alternatywnego w projektach geologiczno-górnicych*. Przegląd Górniczy 2015, vol. 8.

Sposób funkcjonowania porozumień *streaming agreement* w spółkach juniorskich prezentuje rysunek 7.4.



Rysunek 7.4. Mechanizm porozumienia w ramach *streaming agreement* juniorskich

Źródło: opracowanie na podstawie: A. Kustra, R. Ransoz: *Umowy „off-take” ...*, op. cit..

Płatność z góry, która jest często dokonywana w formie depozytu, umożliwia producentowi uzyskanie środków przed rozpoczęciem produkcji. Dzięki temu producent ma zabezpieczone finansowanie i środki na rozwój swojej działalności. W rezultacie umowa o charakterze „streaming” stanowi instrument pozwalający spółce wydobywczej na przekształcenie przyszłej produkcji w bieżący kapitał.

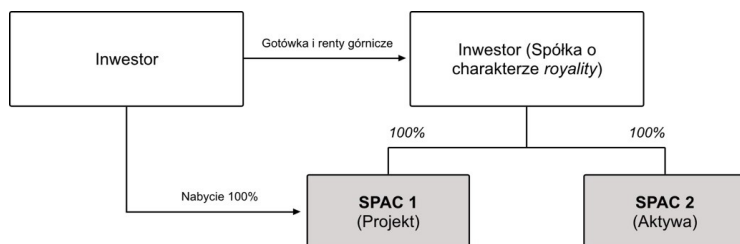
Finansowanie w postaci dezinwestycji spółki seniorskiej

Finansowanie w formie dezinwestycji odnosi się do strategicznej praktyki spółek, polegającej na sprzedaży aktywów wydobywczych, które nie są uważane za istotne dla ich podstawowej działalności. Odbывается to w celu wygenerowania kapitału, który można przeznaczyć na inne projekty i ostatecznie poprawić ogólną kondycję finansową firmy. Zazwyczaj duże korporacje wydobywcze decydują się na zbycie mniejszych, dojrzałych aktywów wydobywczych, które mogą nie mieć niezbędnej skali, aby dostosować się do ich długoterminowych celów¹⁶.

Zbycie takich aktywów stwarza wyjątkową okazję dla młodszych i średnich spółek górniczych. Mniejsi gracze w branży mogą wykorzystać tę sytuację, nabywając te dojrzałe, ale dobrze zarządzane procesy wydobywcze. Takie przejęcia są często organizowane w ramach spółki celowej (SPAC), co zapewnia, że są one odizolowane od głównych aktywów spółki przejmującej (rysunek 7.5). Dzięki temu młodsze i średnie firmy wydobywcze mogą zdywersyfikować swój portfel aktywów.

Duże spółki wydobywcze optymalizują alokację zasobów, pozbywając się aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością, podczas gdy mniejsi gracze wykorzystują szansę na wzmocnienie swojej bazy aktywów dzięki sprawdzonym, dojrzałym operacjom, które są starannie zarządzane. Alokacja kapitału na różnych etapach rozwoju kopalni odzwierciedla ewoluujący charakter ryzyka i możliwości jego ograniczania poprzez dywersyfikację.

¹⁶ M. Seeger: *Mining capital ...*, op. cit.



Rysunek 7.5. Transakcje kupna oraz transakcje „najlepszych starań” w ramach ofert prywatnych w sektorze spółek juniorskich.

Źródło: jak do rysunku 7.3.

Podsumowanie

Działalność spółek eksploracyjnych typu *junior mines* oceniana jest zazwyczaj przez pryzmat możliwości poszukiwania nowych złóż kopalin, przez co rośnie wartość posiadanych przez nie aktywów. Są one utożsamiane z portfelem udokumentowanych złóż kopalin.

Wykorzystanie alternatywnych źródeł finansowania odnosi się do określonego etapu w cyklu życia projektu geologiczno-górniczego. Zapotrzebowanie na takie finansowanie pojawia się w czasie ponoszenia znacznych nakładów inwestycyjnych, kiedy projekty generują ujemne przepływy pieniężne, przy jednoczesnym dużym ryzyku inwestycyjnym. Finansowanie alternatywne umożliwi podział ryzyka związanego z inwestycją pomiędzy stronami, które zawierają umowę o finansowanie, a to z kolei determinuje zgodność w realizacji długookresowych celów.

Finansowanie alternatywne stanowi rozwiązanie przeciwstawne do tradycyjnych form finansowania, które w większości przypadków sprowadza się do kapitału własnego i pozyskania go poprzez giełdy papierów wartościowych. Takie formy najczęściej realizowane są na rynkach alternatywnych, w Toronto, Londynie czy w Australii, gdzie rynek dla spółek eksploracyjnych jest najbardziej rozwinięty pod kątem aspektów finansowych i podatkowych związanych z różnymi zachętami.

Należy oczekiwać, że w przyszłości, spółki eksploracyjne będą się szybko rozwijały i poszukiwały surowców na potrzeby innowacyjnych technologii związanych z transformacją energetyczną, elektro mobilnością czy rozwojem branż militarnych i lotów kosmicznych. W warunkach rozwoju górnictwa innowacyjnego powstaną potrzeby doskonalenia alternatywnych źródeł finansowania i tworzenia nowych rozwiązań w tym obszarze, dopasowanych do potrzeb spółek eksploracyjnych i ich funkcjonowania.

