

Anna Wawrzeszek-Misztal

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

ROLA STRATEGII W KSZTAŁTOWANIU PŁYNNOŚCI FINANSOWEJ NA PRZYKŁADZIE SPÓŁKI ELEKTRIM SA

1. Wstęp

Zarządzanie płynnością finansową zazwyczaj utożsamiane z zarządzaniem kapitałem obrotowym netto. Podmiot posiadający płynność finansową jest w stanie w sposób trwały i bez żadnych przeszkód regulować swoje wymagalne zobowiązania. Nie oznacza to jednak, iż odpowiednie zarządzanie majątkiem obrotowym i źródłami jego finansowania jest wystarczającym warunkiem zachowania płynności finansowej. Istotą zarządzania płynnością finansową jest dążenie do synchronizacji wartości i terminów strumieni pieniężnych wpływających do przedsiębiorstwa i wypływających z niego. Konsekwencją tego jest konieczność postrzegania płynności finansowej w perspektywie krótkiego oraz długiego okresu. Strumienie pieniężne zarówno zasilające przedsiębiorstwo, jak również wypływające z niego są w znacznym stopniu uwarunkowane decyzjami o charakterze strategicznym. Decyzje strategiczne, wpływając na poziom i strukturę aktywów oraz strukturę kapitałową, determinują zdolność przedsiębiorstwa do generowania strumieni pieniężnych i tym samym jego zdolność do spłaty zobowiązań, dlatego też w procesie powstawania nowej strategii należy uwzględniać aspekty finansowe. Realizacja tego postulatu wiąże się z koniecznością uwzględnienia określonych zasad w procesie opracowywania strategii finansowej. W szczególności należy uwzględnić następujące zasady: zasadę opisującą podstawowy cel finansowy przedsiębiorstwa, zasadę płynności, zasadę bezpieczeństwa struktury kapitału, zasadę wzrostu aktywów przy wykorzystaniu dźwigni operacyjnej, zasadę motywacyjnej roli finansów [Karpus 2004, s. 371-382].

Słuszność tego stwierdzenia potwierdza praktyka gospodarcza. Spółka Elektrim SA jest przykładem firmy, która od wielu lat doświadcza trudności ze spłatą swoich wymagalnych zobowiązań. Szczegółowa analiza działań podejmowanych przez

spółkę w ramach realizowanej strategii świadczy o tym, iż problemy te wynikają nie tyle z niewłaściwego zarządzania płynnością finansową, ale są skutkiem realizacji strategii, która aspektem finansowym poświęcała niewiele uwagi. Wyrazem tego było nieprzestrzeganie zasady płynności finansowej oraz zasady bezpieczeństwa struktury kapitału. Zasada płynności finansowej wyraża zgodność między zdolnością do generowania w przyszłości nadwyżek pieniężnych z posiadanych i powiększanych aktywów a bieżącymi i przyszłymi zobowiązaniami płatniczymi wynikającymi z obsługi procesu gospodarczego i obsługi kapitału finansującego aktywa [Karpus 2004, s. 379]. Zasada bezpieczeństwa struktury kapitału wskazuje na konieczność określenia dopuszczalnego poziomu ryzyka finansowego, które pojawia się w warunkach korzystania przez spółkę z kapitałów obcych.

2. Strategia spółki Elektrim SA

W latach 90. XX w. w skład holdingu Elektrim SA wchodziło ponad 140 spółek reprezentujących różne sektory gospodarki. Wśród nich znalazły się także spółki zaliczane do dynamicznie rozwijającego się sektora telekomunikacyjnego. Zmiana zarządu spółki w 1999 r. oznaczała zmianę jej strategii. Swoje cele strategiczne zarząd określił wówczas w sposób następujący: „Głównym celem strategicznym Grupy jest maksymalizacja wartości kapitału akcjonariuszy poprzez dążenie do osiągnięcia pozycji lidera w zakresie świadczenia usług telekomunikacyjnych i realizacji projektów infrastrukturalnych w Polsce. Dla osiągnięcia tego celu Spółka zamierza:

1. Wykorzystać możliwości, jakie otwiera rozwój rynku telekomunikacyjnego, bazując na posiadanych aktywach i doświadczeniu.

2. Skonsolidować działalność w zakresie poszczególnych branż w celu wykorzystania możliwości wynikających z rosnących nakładów na realizację projektów infrastrukturalnych.

3. Sprzedać udziały w spółkach nie zaliczanych do strategicznych segmentów działalności.

4. Restrukturyzować zadłużenie krótkoterminowe” [Elektrim SA. Roczne sprawozdanie... 1999, s. 2 i nast.; www.elektrim.pl].

Realizację strategii rozpoczęto od wdrożenia programu reorganizacji całego holdingu, aby jego struktura stała się bardziej przejrzysta i zgodna z przyjętą strategią. Procesy reorganizacyjne miały na celu ograniczenie prowadzenia działalności operacyjnej przez Elektrim SA na rzecz spółek zależnych. Rola spółki miała się ograniczać do formułowania strategii oraz zarządzania spółkami grupy kapitałowej.

Większość aktywów holdingu, które nie były związane z kluczowymi obszarami działalności, przeznaczono do zbycia. Na koniec roku 1999 liczba spółek wchodzących w skład grupy została ograniczona z ponad 140 do 30 podmiotów.

Nowa strategia wiązała się z wieloma inwestycjami. Szczególną uwagę należy zwrócić na dwie transakcje, jakie przeprowadzono w 1999 r. Za pośrednictwem

spółki Elektrim Telekomunikacja Sp. z o.o. Elektrim stał się większościowym udziałowcem w Polskiej Telefonii Cyfrowej (PTC)/Era GSM (51%). Drugą ważną transakcją było nabycie w marcu roku 1999 100% udziałów w Bresnan International Partners (Poland) – spółki świadczącej zintegrowane usługi w zakresie telekomunikacji i telewizji kablowej w kilku regionach Polski [*Komentarz prezesa zarządu Elektrim...* 1999, s. 4; *www.elektrim...*]. Udziały w tej spółce w całości zostały wniesione aportem do Elektrim Telekomunikacja Sp. z o.o.

Realizacja projektów inwestycyjnych w sektorze telekomunikacyjnym wymagała znalezienia partnera strategicznego, którym w czerwcu 1999 r. została francuska grupa medialno-telekomunikacyjna Vivendi Universal SA. Konsekwencją tego było zawarcie z partnerem strategicznym umowy sprzedaży udziałów w spółce Elektrim Telekomunikacja Sp. z o.o. za ponad 1 mld USD, co miało miejsce 7 grudnia 1999 r. W wyniku tej transakcji i podwyższenia kapitału zakładowego Elektrim Telekomunikacja Sp. z o.o. Elektrim SA stał się właścicielem 51% kapitału zakładowego, a Vivendi 49% [*Komentarz prezesa zarządu Elektrim...* 1999, s. 5; *ELEKTRIM SA – Raport bieżący nr 325/99...* 1999]¹.

Za atrakcyjne źródło finansowania zarząd spółki uznał także obligacje zamienne na akcje, zwłaszcza że spółka już w 1997 r. z powodzeniem przeprowadziła emisję tych instrumentów, które chętnie zamieniano na akcje. Kolejna emisja obligacji zamiennych na akcje o wartości nominalnej 440 mln EUR miała miejsce w lipcu 1999 r., a jej głównym celem było sfinansowanie transakcji zakupu 100% udziałów Bresnan International Partners (Poland) L.P. za cenę 325 mln USD [*ELEKTRIM SA informuje...* 1999]. Pozostała część środków pieniężnych została przeznaczona na spłatę kredytu zaciągniętego w ABN Amro B.V. (85 000 tys. USD) oraz na inne cele korporacyjne [*Komentarz zarządu Elektrim SA...*].

Termin wykupu obligacji ustalono na 2 lipca 2004 r. po cenie wynoszącej 120,65% wartości nominalnej i rocznych odsetkach na poziomie 3,75%. Nie wcześniej niż 15 stycznia 2001 r. emitent mógł skorzystać z opcji wezwania obligatariuszy do przedłożenia obligacji do wykupu po cenie 106,36% wartości nominalnej obligacji skorygowanej o wahania kursu PLN/EUR. Warunki emisji przewidywały również możliwość przedłożenia obligacji przez ich posiadaczy do przedterminowego wykupu 15 grudnia 2001 r. Cena wykupu przedterminowego została ustalona na poziomie 110,14% wartości nominalnej obligacji skorygowanej o wahania kursu PLN/EUR (po uwzględnieniu tych korekt, cena ta 15 grudnia 2001 r. wyniosła 109,22% wartości nominalnej obligacji) [*ELEKTRIM SA – warunki...* 1999].

W momencie emisji obligacji zamiennych ceny akcji Elektrimu wynosiły ok. 50 zł i zakładano, iż w ciągu najbliższych lat osiągną poziom co najmniej 64 zł (była to cena zamiany, jaką ustalono dla obligacji zamienianych na akcje po 31 października 1999 r. [*ELEKTRIM SA – warunki...* 1999]). Gdyby ceny akcji Elektrimu były wyższe niż 64 zł, wówczas inwestorzy dokonaliby ich konwersji na

¹ Szerzej na temat sposobu rozliczenia tej transakcji i jej wpływu na sprawozdania finansowe w: [*Elektrim SA. Raport z badania sprawozdania...*].

akcje, zaś w przeciwnym wypadku przedstawiliby obligacje do wykupu. Zarząd Elektrimu przyjął założenie, iż inwestorzy nie będą zainteresowani przedstawieniem obligacji do wykupu, zwłaszcza że ceny akcji stale rosły. Tym samym oczekiwano, iż pozyskany w ten sposób kapitał przyjmie formę kapitału własnego, a więc nie będzie musiał być zwracany nabywcom obligacji. W przypadku wystąpienia innego wariantu rozważano możliwość spłaty obligacji w grudniu 2001 r., aczkolwiek wśród źródeł finansowania wskazywano przychody ze sprzedaży aktywów oraz emisje instrumentów dłużnych lub akcji. Zarząd spółki miał także świadomość tego, iż konieczna może być restrukturyzacja zadłużenia.

Innym źródłem finansowania realizowanej strategii w roku 1999 były kredyty zarówno długo-, jak i krótkoterminowe. Nadmienić jednocześnie należy, iż w analizowanym okresie wystąpiły trudności ze spłatą kredytów, co oznaczało konieczność podjęcia negocjacji w sprawie odroczenia płatności zobowiązań. Proces rolowania kredytów dotyczył głównie kredytów krótkoterminowych [Jedliński 1999]. Ogólna wartość zobowiązań (uwzględniając zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji) wzrosła z 2 179,8 mln zł na koniec 1998 r. do 4 273,7 mln zł na 31 grudnia 1999 r. (wzrost o 96%) [*Komentarz zarządu Elektrim SA...*].

Jednocześnie w roku 1999 przychody netto ze sprzedaży towarów i produktów Elektrimu SA spadły o ok. 25% w porównaniu z rokiem 1998, co było konsekwencją realizowanej strategii polegającej na rezygnacji z prowadzenia działalności operacyjnej.

Działania restrukturyzacyjne prowadzone przez zarząd powołany w lutym 1999 r. doprowadziły do tego, że na koniec roku 2000 rola Elektrimu polegała jedynie na formułowaniu i realizacji strategii oraz zarządzaniu spółkami grupy kapitałowej, zaś niemalże cała działalność operacyjna była prowadzona przez podmioty zależne. Skutkiem tego był dalszy spadek przychodów ze sprzedaży z 479 mln zł w roku 1999 do 319,5 mln zł w 2000 r. (spadek o 33,3%), podczas gdy zobowiązania Elektrimu SA 31 grudnia 2000 r. osiągnęły wartość 3 833,4 mln zł (spadek o 10,3% w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego). W strukturze zobowiązań oprocentowanych największą część stanowiły zobowiązania z tytułu wyemitowanych obligacji zamiennych (1 801,8 mln zł), następnie bony komercyjne o wartości 560 mln zł oraz kredyty krótko- i długoterminowe (510,7 mln zł) [*Komentarz zarządu. Wyniki...*; www.elektrim...].

Na początku roku 2000 ceny akcji Elektrimu nadal rosły, osiągając 17 marca 2000 r. najwyższy poziom w historii spółki (74,6 zł), ale już w kolejnych miesiącach następował ich spadek. W kolejnym roku obserwowany był dalszy spadek cen akcji: w pierwszym kwartale roku 2001 kształtowały się one na poziomie ok. 29 zł, w drugim – ok. 26 zł, w trzecim – ok. 19 zł². Obawiając się tego, iż obligatariusze zażądają przedterminowego wykupu obligacji w grudniu 2001 r., zarząd Elektrimu podjął działania prowadzące do pozyskania środków finansowych na spłatę zobo-

² Kursy akcji pochodzą z archiwum internetowego wydania Gazety Giełdy „Parkiet” [<http://www.parkiet...>].

wiązań. Jednym ze sposobów pozyskania gotówki miała być sprzedaż posiadanych aktywów, aczkolwiek ten sposób pozyskania środków finansowych okazał się w praktyce trudny do realizacji³.

Źródłem finansowania działalności spółki były także jednoroczne obligacje imienne, które zostały wyemitowane 23 kwietnia 2001 r. Wartość nominalna wszystkich walorów wynosiła 200 mln zł, a oprocentowanie ustalono na poziomie 19,5% w stosunku rocznym. Całość emisji objął Powszechny Zakład Ubezpieczeń na Życie SA z siedzibą w Warszawie. Zgodnie z warunkami emisji obydwie strony transakcji miały prawo do przedterminowego wykupu obligacji. PZU Życie SA postanowił skorzystać z przysługującego mu prawa i we wrześniu roku 2001 wezwał emitenta do przedterminowego wykupu obligacji [*ELEKTRIM – raport bieżący 175/2001... 2001*]. Elektrim SA nie był przygotowany do sfinansowania tej transakcji, dlatego doprowadził do zbycia obligacji na rzecz BRE Bank SA (8 listopada 2001 r.) [*ELEKTRIM – raport bieżący 192/2001... 2001*]. Jednocześnie emitent podjął działania w celu jak najszybszego wykupu obligacji, gdyż zabezpieczone one były na części aktywów Elektrim Telekomunikacja Sp. z o.o. W przekonaniu zarządu Elektrim SA wartość zabezpieczenia przewyższała wartość zobowiązań. Ostatecznie obligacje te zostały wykupione od BRE Bank SA 20 grudnia 2001 r. za kwotę 225,33 mln zł [*ELEKTRIM – raport bieżący 231/2001... 2001*].

W analizowanym okresie były prowadzone negocjacje prowadzące do sprzedaży udziałów w spółce Elektrim Telekomunikacja Sp. z o.o., które ostatecznie zakończono podpisaniem 4 września 2001 r. umowy sprzedaży ze spółką Vivendi. Elektrim pozyskał w sumie 591,17 mln EUR (2246,43 mln zł). W wyniku tej transakcji partner strategiczny stał się właścicielem 51% udziałów w Elektrim Telekomunikacja Sp. z o.o. Środki te zostały przeznaczone na spłatę kredytu krótkoterminowego (125 mln zł) oraz wykup obligacji od BRE Bank SA (225 mln zł), dzięki czemu zniesiono zastaw na aktywach, które planowano sprzedać [*Elektrim SA. Raport roczny 2001...*].

Obligatariusze, którzy byli właścicielami obligacji zamiennych na akcje, postanowili skorzystać z przysługującego im prawa przedłożenia obligacji do przedterminowego wykupu w dniu 15 grudnia 2001 r., a bezpośrednią przyczyną takiej decyzji był raport ING Barings z 23 listopada 2001 r., w którym zapowiadano upadłość Elektrimu [*Kłopoty Elektrimu... 2002*]. Na początku grudnia 2001 r., zasoby gotówki Elektrimu wynosiły zaledwie 250 mln EUR, podczas gdy wykup obligacji wiązał się z wydatkiem na poziomie 480,6 mln EUR, czyli 1778,1 mln zł [*Kłopoty Elektrimu... 2002*].

11 grudnia 2001 r. Elektrim poinformował, iż zostały podjęte działania celem pozyskania środków celem refinansowania oraz rozważana jest możliwość sprze-

³ W grupie aktywów przeznaczonych do zbycia najbardziej wartościowe aktywa stanowił holding Elektrim Kable SA oraz spółka Port Praski Sp. z o.o., w której Elektrim SA posiadał 100% udziałów. W pierwszym przypadku transakcja sprzedaży nie została sfinalizowana ze względu na sprzeciw UOKiK, zaś w drugim – warunkowa umowa sprzedaży zawierała wady prawne. Zob. [*ELEKTRIM – raport bieżący 31/2002... 2002; Grupa Elektrim SA. Raport... 2001, s. 13*].

daży niektórych aktywów, m.in. aktywów branży kablowej i części aktywów telekomunikacyjnych [*ELEKTRIM – raport bieżący 211/2001... 2001*]. Fiasko tych działań oznaczałoby, iż Elektrim nie jest w stanie wywiązać się nie tylko z płatności kwoty podstawowej, ale także z płatności odsetek. Oczywiście stało się wówczas to, iż w najbliższym okresie Elektrim będzie koncentrował swoje działania na restrukturyzacji zadłużenia. Wielomiesięczne negocjacje z wierzycielami doprowadziły ostatecznie do podpisania 15 listopada 2002 r. porozumienia określającego warunki restrukturyzacji zobowiązań z tytułu obligacji wyemitowanych w 1999 r. [*ELEKTRIM – raport bieżący 172/2002... 2002*].

3. Ocena realizowanej przez spółkę strategii

Analizując decyzje podejmowane przez zarząd spółki oraz ich konsekwencje, można stwierdzić, iż strategia spółki nie uwzględniała w wystarczającym stopniu aspektów finansowych, czego wyrazem było nieprzestrzeganie zasad polityki finansowej, a w szczególności zasady płynności finansowej oraz zasady bezpieczeństwa struktury kapitału.

Integralną częścią realizowanej przez Elektrim strategii była koncentracja działalności w sektorach zaliczanych do tzw. nowych technologii i jednocześnie rezygnacja z prowadzenia przez spółkę działalności operacyjnej (ujemne przepływy pieniężne na działalności operacyjnej – por. tab. 1). Jednak spadek przychodów ze sprzedaży produktów spółki pozbawił ją środków niezbędnych do sfinansowania wydatków inwestycyjnych związanych z realizowaną strategią. Do roku 1999 efektem prowadzonych działań inwestycyjnych były ujemne przepływy pieniężne na działalności inwestycyjnej (por. tab. 1).

Tabela 1. Przepływy pieniężne Elektrim SA w latach 1998-2001 (w tys. zł)

Lp.	Wyszczególnienie	1998	1999	2000	2001
1	Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej	-22 186	-327 518	-107 003	395 295
2	Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej	-308 478	-1 231 860	275 393	1 233 637
3	Przepływy pieniężne z działalności finansowej	183 161	1 676 883	-138 585	-1 024 269
4	Przepływy pieniężne netto	-147 503	117 505	29 805	604 663

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych Elektrim SA.

Negatywnie należy ocenić strategię spółki w zakresie zarządzania aktywami trwałymi. Zmiana struktury portfela posiadanych aktywów wiązała się ze znacznymi kosztami, które przewyższały możliwe do uzyskania w tym okresie korzyści. Na podstawie posiadanej struktury portfela aktywów zarówno rzeczowych, jak i finansowych spółka nie była w stanie wygenerować odpowiedniej liczby przepływów pieniężnych (niskie przychody ze sprzedaży produktów oraz brak zysków w spółkach zależnych) niezbędnych do obsługi kapitału.

W tym celu spółka musiała albo zwiększać zadłużenie (dodatnie przepływy pieniężne na działalności finansowej w latach 1998 i 1999 – por. tab. 1) albo dokonywać sprzedaży aktywów, które miały kluczowe znaczenie dla powodzenia realizowanej strategii.

Błędne decyzje dotyczące aktywów wpływały negatywnie na strukturę kapitałową spółki. Bardzo wysoki udział zobowiązań w strukturze pasywów znacznie zwiększał ryzyko prowadzonej działalności, zwłaszcza że spółka generowała ujemne wartości EBITDA. Emisja obligacji zamiennych na akcje w 1999 r. spowodowała wzrost udziału zobowiązań w strukturze pasywów do 94,6% (tab. 2).

Tabela 2. Wskaźniki zadłużenia oraz rentowności w spółce Elektrim SA w latach 1998-2001 (w %)

Lp.	Wyszczególnienie	1998	1999	2000	2001
1	Kapitał własny/aktywa trwałe	18,00	7,31	43,64	57,77
2	Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania/pasywa	86,87	94,59	62,98	56,76
3	Wskaźnik obsługi zadłużenia (EBITDA/wydatki finansowe)	-75,34	-43,40	-64,17	-13,72
4	ROE (zysk netto/kapitał własny)	-93,71	19,88	78,39	1,71
5	ROA (zysk netto/aktywa ogółem)	-12,30	1,08	29,02	0,74

Źródło: opracowanie własne na podstawie rocznych jednostkowych sprawozdań finansowych Elektrim SA.

Nadmienić jednak należy, iż wzrost udziału zobowiązań w strukturze pasywów spowodował wystąpienie dodatnich efektów dźwigni finansowej, zwłaszcza w latach 1999-2000 (por. tab. 2). Jednak uzyskane w tych latach dodatnie zyski netto nie były skutkiem prowadzonej działalności operacyjnej, ale efektem uzyskanych przychodów na działalności finansowej.

Oceniając strategię Elektrimu realizowaną w latach 1999-2001, należy zauważyć, iż jej największym mankamentem było ignorowanie ryzyka zarówno operacyjnego, jak i finansowego. Ryzykowną decyzją była rezygnacja z prowadzenia działalności operacyjnej i jednocześnie zwiększanie zadłużenia w celu finansowania aktywów, a w szczególności emisja obligacji zamiennych w 1999 r. Efektem tych decyzji był ujemny wskaźnik obsługi zadłużenia (por. tab. 2) i w konsekwencji konieczność poszukiwania innych źródeł pokrycia wydatków finansowych aniżeli zysk na działalności operacyjnej, co z punktu widzenia ryzyka finansowego należy ocenić negatywnie.

Podjmując decyzje dotyczące aktywów i pasywów, Elektrim SA nie uwzględnił zagrożeń, jakie mogły pojawić się w otoczeniu, czego wyrazem był nadmierny optymizm w ocenie trendów dotyczących kształtowania się cen akcji. Od początku roku 1998 ceny akcji spółek internetowych rosły, osiągając swój najwyższy poziom wiosną 2000 r. Decyzje podejmowane przez zarząd Elektrimu nie uwzględniały możliwości odwrócenia wzrostowego trendu cen akcji. Przykładem mogą być inwestycje w sektor informatyczny. Elektrim uznał ten sektor za przyszłościowy i

wtedy, gdy ceny tych aktywów były najwyższe, rozpoczął realizację swojej strategii internetowej⁴.

Innym przykładem jest emisja obligacji zamiennych na akcje w roku 1999, której warunki określono przy założeniu dalszego wzrostu cen akcji spółki. Jednak wiosną roku 2000 ceny akcji spółek internetowych zaczęły spadać. Był to także jeden z czynników, który spowodował spadek cen akcji Elektrimu. W tej sytuacji stało się oczywiste, że posiadacze obligacji zamiennych na akcje nie będą zainteresowani ich konwersją na akcje. Transakcję tę należy uznać za najbardziej ryzykowną w historii spółki. Przez wiele lat Elektrim poszukiwał rozwiązania, które mogłoby zadowolić obligatariuszy, wobec których nie był w stanie wywiązać się ze swoich wszystkich zobowiązań.

Przypadek spółki Elektrim SA jest dowodem integralności finansów oraz strategii firmy. Nie jest możliwe zarządzanie finansami bez uwzględnienia uwarunkowań wynikających z realizowanej strategii, jak również nie jest możliwe tworzenie strategii bez uwzględnienia aspektów finansowych. Strategia kształtowania struktury aktywów Elektrimu nie była powiązana ze strategią kształtowania struktury kapitałowej, a wyrazem tego było niedopasowanie struktury terminowej zapadalności aktywów do struktury terminowej wymagalności zobowiązań. W spółce nie przestrzegano zasad polityki finansowej, a zwłaszcza zasady płynności finansowej oraz zasady bezpieczeństwa struktury kapitału.

Literatura

- ELEKTRIM – raport bieżący 172/2002 warunki restrukturyzacji obligacji*, 15.11.2002.
ELEKTRIM – raport bieżący 175/2001 informacja dotycząca dokonania przez PZU Życie SA wezwania Elektrim SA do wcześniejszego wykupu obligacji, 28.09.2001.
ELEKTRIM – raport bieżący 192/2001 nabycie przez BRE Bank SA obligacji wyemitowanych przez Elektrim SA dla PZU Życie SA, 09.11.2001.
ELEKTRIM – raport bieżący 231/2001 Elektrim SA odkupił obligacje od BRE Bank SA, 21.12.2001.
ELEKTRIM – raport bieżący 211/2001 informacja o obligacjach wymiennych, 11.12.2001.
ELEKTRIM SA – warunki emisji obligacji wymiennych, 30.06.1999.
ELEKTRIM SA informuje – udział w spółce Bresnan International Partners L.P., 24.03.1999.
ELEKTRIM SA – raport bieżący nr 325/99, 14.12.1999.
Elektrim SA raport roczny 2001, www.elektrim.pl.
Elektrim SA. Raport z badania sprawozdania finansowego za rok kończący się dnia 31 grudnia 2000 roku.
Elektrim SA. Roczne sprawozdanie finansowe za okres kończący się 31 grudnia 1999 roku. Raport Roczny 1999.
ELEKTRIM – raport bieżący 31/2002 zbycie akcji Spółki Elektrim Kable SA, 19.02.2002.
Goralewski M., *Wszechstronne inwestycje Elektrimu*, „Prawo i Gospodarka”, 4.04.2000.
Grupa Elektrim SA. *Raport analityczny Domu Maklerskiego Elimar SA*, Katowice 15.10.2001.
Jedliński M., *Elektrim rolę kredytów*, „Prawo i Gospodarka”, 22.11.1999.

⁴ W roku 2000 Elektrim rozpoczął działalność w nowych obszarach, tj. internetowym i telefonii stacjonarnej. W ramach strategii internetowej nabył trzy spółki internetowe, przeznaczając na ten cel ok. 17 mln zł. Zob. [Goralewski 2000].

Karpuś P., *Problemy kształtowania zasad polityki finansowej przedsiębiorstw*, [w:] P. Karpuś, J. Węclawski (red.), *Strategie i instrumenty alokacji kapitału finansowego*, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2004, s. 371-382.

Kłopoty Elektrimu – kalendarium, <http://gospodarka.gazeta.pl/gospodarka/1,33193,686289.html>, 7.02.2002.

Komentarz prezesa zarządu Elektrim SA na temat działalności Elektrim SA w 1999 roku. Raport roczny 1999.

Komentarz zarządu Elektrim SA na temat działalności Elektrim SA w 1999 roku. Raport roczny 1999. Komentarz zarządu. Wyniki finansowe za rok 2000. 12.06.2001. Raport roczny 2000.

www.elektrim.pl.

www.parkiet.com/dane/dane.jsp.

STRATEGY'S ROLE IN MAINTAINING FINANCIAL LIQUIDITY ON THE EXAMPLE OF ELEKTRIM SA

Summary

Making decisions in the area of financial management is connected with the firm's overall strategy. Strategic decisions cannot be made without taking into account financial aspects and conversely, decision made in the area of financial management should take into consideration the firm's strategy. The strategy of Elektrim SA executed between 1998 and 2001 indicates that the relationship between strategy and finance is crucial for maintaining long-term liquidity.