



Redakcja: Sławomir Poleszak (zastępca dyrektora IEŚ), Agnieszka Zajdel
(sekretarz redakcji), Szczepan Czarnecki, Spasimir Domaradzki, Łukasz
Krzyżanowski, Sławomir Łukasiewicz, Damian Szacawa, Agata Tatarenko

Nr 1495 (235/2025) | 31.12.2025

ISSN 2657-6996

© IEŚ

Michał Paszkowski

Serbska spółka Naftna Industrija Srbije bliska zmiany struktury właścicielskiej

Proces sprzedaży udziałów rosyjskich przedsiębiorstw w Naftna Industrija Srbije (NIS) stanowi jeden z najbardziej złożonych przypadków wymuszonej restrukturyzacji właścicielskiej w europejskim sektorze rafineryjno-paliwowym od czasu wprowadzenia sankcji wobec Rosji po 2022 r. Spółka NIS, jako operator jedynej rafinerii w Serbii oraz kluczowy dostawca paliw na Bałkanach Zachodnich, znalazła się w sytuacji, w której decyzje korporacyjne są nierozdzielnie związane z polityką sankcyjną USA. Uwarunkowania te doprowadziły do przerwania dostaw ropy naftowej oraz zatrzymania pracy rafinerii w Panczewie. W tym kontekście szczególnego znaczenia nabierają dwa scenariusze przejęcia aktywów – zgodnie z doniesieniami medialnymi – przez firmy z Węgier i ZEA. Niosą one odmienne implikacje dla struktury rynku, bezpieczeństwa energetycznego oraz relacji Europy Środkowej z Rosją i USA.

Specyfika NIS i serbskiego rynku paliwowego. Naftna Industrija Srbije jest spółką o znaczeniu strategicznym dla serbskiej gospodarki i całego regionu Bałkanów Zachodnich. Jej kluczowym aktywem jest rafineria w Panczewie, położona w bezpośrednim sąsiedztwie Belgradu, o nominalnej zdolności przerobowej wynoszącej ok. 96 tys. baryłek ropy dziennie (4,5-5 mln ton rocznie). Zakład wytwarza wysokiej jakości paliwa, zgodne z normami UE, a jego poziom produkcji jest wystarczający do zaopatrzenia krajowego rynku w produkty paliwowe na poziomie 70-80%. Spółka NIS zarządza również siecią ponad 400 stacji paliw w Serbii oraz państwach sąsiednich, w tym w Bośni i Hercegowinie, Rumunii i Bułgarii, co czyni ją jednym z największych operatorów detalicznych w Europie Południowo-Wschodniej.

Struktura właścicielska NIS jest bezpośrednim rezultatem wieloletniej obecności rosyjskiego kapitału w serbskim sektorze energetycznym. Dominującą rolę w akcjonariacie odgrywają spółki rosyjskie, a więc Gazprom Neft (44,85% udziałów) oraz JSC Intelligence (11,3%), która jest powiązana kapitałowo z Gazprom Capital. Pozostała część udziałów jest kontrolowana przez rząd Serbii (29,9%) oraz znajduje się w wolnym obrocie (13,95%)¹. Sankcje nałożone przez USA na Gazprom Neft w styczniu 2025 r. objęły pośrednio spółkę NIS, prowadząc do wstrzymania od 9 października 2025 r. dostaw ropy naftowej rurociągiem Adria ([„Komentarze IEŚ”, nr 1451](#)), zarządzanym przez chorwacką spółkę Janaf. Sankcje ograniczyły również dostęp do systemów płatniczych, ubezpieczeń i finansowania handlu surowcami. W praktyce uderzyły one w podstawy operacyjne spółki, powodując konieczność pracy rafinerii w trybie ograniczonym, tzw. hot standby, a następnie całkowite zatrzymanie całego zakładu. Jednocześnie mechanizm sankcyjny został skonstruowany w sposób umożliwiający czasowe zwolnienia, których celem było stworzenie przestrzeni do przeprowadzenia transakcji sprzedaży rosyjskich udziałów, a nie trwałe wyłączenie NIS z rynku. Obecnie spółka, dzięki zezwoleniu otrzymanemu 24 grudnia 2025 r., może prowadzić negocjacje dotyczące sprzedaży udziałów do 24 marca 2026 r. Nie oznacza to jednak możliwości sprowadzania ropy naftowej rurociągiem Adria. Z informacji przekazanych przez rząd wynika, że dostępność paliw jest zapewniona do co najmniej 15 stycznia 2026 r.

Potencjalny nowy nabywca z zaprzyjaźnionych Węgier. W kontekście możliwych nowych udziałowców spółki NIS w mediach pojawiają się informacje o zaangażowaniu węgierskiego koncernu energetycznego MOL (najbliższe przejęcia przedsiębiorstwa), posiadającego dwa zakłady o łącznej zdolności przerobowej prawie 300 tys. baryłek

¹ Spółka jest notowana na giełdzie w Belgradzie.

dziennie. Spółka jest właścicielem rafinerii w Százhalombatta na Węgrzech (zdolność przerobowa wynosi 165 tys. baryłek dziennie), a także rafinerii w Bratysławie na Słowacji (122 tys. baryłek dziennie). Łączna zdolność przerobu ropy naftowej spółki MOL czyni ją dominującym producentem paliw na Węgrzech i Słowacji, a także jednym z większych w regionie Europy Środkowej. Paliwa wytwarzane w tych dwóch zakładach są też sprzedawane na rynki państw ościennych, ponieważ MOL jest właścicielem rozbudowanej sieci detalicznej w całym regionie (obok stacji paliw na Węgrzech i Słowacji posiada również punkty sprzedaży paliw w Czechach, Słowenii, Chorwacji, Bośni i Hercegowinie, Czarnogórze, Serbii, Rumunii oraz Polsce).

Model biznesowy spółki MOL powoduje dalsze uzależnienie od rosyjskiej ropy naftowej przesyłanej rurociągiem Przyjaźń. Alternatywne dostawy przez rurociąg Adria, łączący instalacje MOL z portem Omišalj w Chorwacji, pokrywają obecnie mniej niż 15% zapotrzebowania spółki, mimo deklarowanej technicznej możliwości zwiększenia tego udziału. MOL przyznaje, że całkowite odejście od rosyjskich surowców byłoby kosztowne i technicznie trudne co najmniej do 2026 r., przy czym są to deklaracje bardziej polityczne, które nie odzwierciedlają rzeczywistych technicznych możliwości importu i wykorzystania nierosyjskiego surowca w obu zakładach ([„Komentarze IEŚ” nr 1191](#)).

Kluczową przewagą MOL w kontekście przejścia NIS jest polityczne wsparcie rządu w Budapeszcie. Jak dotąd Węgry uzyskały od USA pełne i bezterminowe zwolnienie z sankcji na import rosyjskiej ropy naftowej, co pozwala czasowo na dalsze funkcjonowanie modelu opartego na surowcach z Rosji. Przejście NIS przez MOL oznaczałoby włączenie rafinerii w Panczewie do regionalnego systemu produkcyjno-logistycznego, potencjalnie zasilanego ropą naftową z rurociągu Przyjaźń. Jest to efekt planowanego rurociągu Węgry-Serbia, mającego połączyć miasta Nowy Sad w Serbii oraz Algyő koło Segedynu na Węgrzech, o przepustowości do 5 mln ton rocznie, którego ukończenie przewiduje się na 2027 r. ([„Komentarze IEŚ” nr 807](#)). W takim scenariuszu spółka MOL zwiększyłaby kontrolę nad regionalnymi mocami rafineryjnymi do niemal 400 tys. baryłek dziennie, wzmacniając swoją pozycję negocjacyjną wobec dostawców surowca oraz konkurencji.

Alternatywna współpraca z globalnym kapitałem z Bliskiego Wschodu. Dla odmiany spółka Abu Dhabi National Oil Company (ADNOC), która również pojawia się w przestrzeni medialnej jako oferent zakupu serbskich aktywów, reprezentuje zupełnie inny model inwestora. Koncern ten dysponuje zdolnościami wydobywczymi przekraczającymi 4 mln baryłek ropy dziennie oraz rozbudowanym portfelem aktywów w segmentach wydobywczym, przerobu ropy naftowej, handlu paliwami i petrochemii. ADNOC w ostatnich latach intensywnie inwestuje w Europie, poszukując stabilnych aktywów rafineryjnych i petrochemicznych, które umożliwiają spółce długoterminową współpracę, w tym możliwość przerobu krajowego surowca w zakładach firmy oraz dywersyfikację geograficzną. Z perspektywy skali ADNOC, rafineria w Panczewie jest aktywem relatywnie niewielkim, jednak jej położenie geograficzne i dominująca pozycja na rynku serbskim nadają jej istotne znaczenie strategiczne.

Przejście NIS przez ADNOC oznaczałoby faktyczne zerwanie kapitałowego związku spółki z Rosją i pełną zgodność z intencją sankcji USA. ADNOC mógłby zabezpieczyć dostawy ropy naftowej zarówno z własnych złóż, jak i poprzez światowy handel morski (rozbudowana możliwość handlu surowcami). Taki scenariusz zwiększyłby dywersyfikację źródeł surowca w Europie Południowo-Wschodniej, ale jednocześnie wiązałby się z wyższymi kosztami transportu, koniecznością renegotiacji kontraktów logistycznych oraz większą ekspozycją na wahania cen frachtu i ubezpieczeń. Z punktu widzenia Serbii oznaczałby jednak zmniejszenie ryzyka sankcyjnego i większą przewidywalność regulacyjną w relacjach z USA i UE.

Wnioski

- Jak dotąd nie ma rozstrzygnięć w sprawie zmiany struktury właścicielskiej spółki NIS. Wydaje się, że rząd w Belgradzie ma do wyboru co najmniej dwie opcje: nacjonalizację spółki lub też próbę nakłonienia Rosjan do sprzedaży NIS przedsiębiorstwu, które nie będzie objęte sankcjami USA. W tym przypadku z doniesień medialnych wynika, że w grze są co najmniej dwie spółki. Wybór między MOL a ADNOC jako nabywcą rosyjskich udziałów w NIS byłby wyborem między dwoma modelami bezpieczeństwa energetycznego.



„Model MOL” zapewniłby szybkie przywrócenie stabilności operacyjnej poprzez integrację regionalną i wykorzystanie istniejących zależności infrastrukturalnych, lecz utrwał pośrednią zależność od rosyjskiej ropy naftowej w ramach wyjątków sankcyjnych. Byłoby to rozwiązanie pragmatyczne krótkoterminowo, dodatkowo obciążone ryzykiem w przypadku zmiany polityki USA lub eskalacji presji sankcyjnej.

- „Model ADNOC” oznaczałby głębszą transformację strukturalną NIS i całego rynku serbskiego. Wiązałby się z wyższymi kosztami przejściowymi i większą złożonością logistyczną, ale jednocześnie zmniejszał ryzyko regulacyjne w długim horyzoncie czasowym. Dla ADNOC byłby to strategiczny przyczółek w Europie, a dla regionu sygnał realnej dywersyfikacji.
- Przypadek NIS pokazuje, że sankcje nie prowadzą do prostego wycofania się Rosji z europejskiego rynku energii, lecz do jego fragmentacji i różnicowania modeli współpracy. Dalsza możliwość współpracy Węgier z Rosją, wynikająca z amerykańskich zwolnień sankcyjnych, sprawia, że MOL pozostałby pomostem między rosyjskim sektorem naftowym a rynkiem Europy Środkowej. Ostateczny wynik procesu sprzedaży NIS będzie więc nie tylko decyzją biznesową, lecz także testem trwałości obecnej architektury sankcyjnej i kierunku, w jakim zmierza regionalny rynek paliwowy.