

**Opinia Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego „Dokapitalizowanie przedsiębiorstw UE – innowacyjny sposób na trwałą odbudowę sprzyjającą włączeniu społecznemu”**

**(opinia z inicjatywy własnej)**

(2023/C 75/05)

Sprawozdawca: **Antonio GARCÍA DEL RIEGO**

Decyzja Zgromadzenia Plenarnego	20.1.2022
Podstawa prawna	Art. 52 ust. 2 regulaminu wewnętrznego Opinia z inicjatywy własnej
Sekcja odpowiedzialna	Sekcja ds. Unii Gospodarczej i Walutowej oraz Spójności Gospodarczej i Społecznej
Data przyjęcia przez sekcję	6.10.2022
Data przyjęcia na sesji plenarnej	26.10.2022
Sesja plenarna nr	573
Wynik głosowania (za/przeciw/wstrzymało się)	186/0/2

## 1. Wnioski i zalecenia

1.1. Najnowsze dane wskazują, że niedobór kapitału własnego i kapitału hybrydowego wynosi 450–600 mld EUR. Istnienie wielu przedsiębiorstw jest zatem zagrożone, zwłaszcza z uwagi na to, że pojawiają się nowe napięcia gospodarcze i że przedsiębiorstwa z UE są nadmiernie zadłużone. Przedsiębiorstwa unijne polegają głównie na finansowaniu bankowym, dlatego należy zachęcać je do korzystania z innych źródeł finansowania. Wymaga to zaangażowania takich podmiotów, jak podmioty zarządzające aktywami, zakłady ubezpieczeń i fundusze emerytalne.

1.2. W tym kontekście EKES zaleca opracowanie ram usprawniających hybrydowe instrumenty finansowe, tak aby były one łatwe do wdrożenia, wzmacniały bilanse przedsiębiorstw i umożliwiały przedsiębiorstwom utrzymanie poziomu inwestycji bez zwiększania zadłużenia. Pozwoliłoby im to zachować konkurencyjność i dostosować się do wyzwań przyszłości, pobudzając transformację ekologiczną i cyfrową.

1.3. Instrumenty w dużym stopniu podporządkowane są najlepszą alternatywą z kilku powodów:

- (i) istnieją już i są regulowane w różnych krajach europejskich, co czyni je bezpiecznym instrumentem dla mikroprzedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP),
- (ii) w porównaniu z bardziej wyrafinowanymi alternatywami, takimi jak obligacje lub akcje, są elastycznym rozwiązaniem długoterminowym, łatwym do wdrożenia dla przedsiębiorstw każdej wielkości,
- (iii) stanowią produkt kompatybilny z formą działania przedsiębiorstw rodzinnych, które stanowią 60 % przedsiębiorstw w UE, gdyż zazwyczaj rodziny chcą zachować kontrolę nad przedsiębiorstwem.

1.4. Instrumenty te, aby stanowić skuteczne rozwiązanie, powinny mieć status quasi-kapitału własnego, tak by nie były uwzględniane w bilansach jako dług, a w przypadku likwidacji przedsiębiorstwa plasowały się tuż przed kapitałem własnym w ramach płatności kaskadowych.

1.5. Aby mieć duży wpływ i dotrzeć do przedsiębiorstw każdej wielkości, najlepszym rozwiązaniem jest system, w którym istnieje współpraca między instytucjami prywatnymi i publicznymi, w tym bankami, podmiotami zarządzającymi aktywami, sektorem publicznym i inwestorami instytucjonalnymi (ubezpieczycielami i funduszami emerytalnymi).

1.6. Zalecenie to pozwala osiągnąć długoterminowy cel dzięki rozwiązaniu, które można wprowadzić w perspektywie krótkoterminowej i które wspierałoby unię rynków kapitałowych. Dzięki przyjęciu ogólnounijnego modelu instrumentu można by skorzystać na widoczności, płynności i skali jednolitego rynku, a także przyciągnąć szerokie rzesze inwestorów instytucjonalnych zainteresowanych profilami ryzyka typowymi dla instrumentów dłużnych i hybrydowych, ale o lepszych zwrotach, przy jednoczesnym zaspokojeniu potrzeb mniejszych przedsiębiorstw. Przy odpowiedniej skali ogólnounijnej skuteczne ramy mogłyby przekształcić się w dobrze zdefiniowaną klasę aktywów zachęcającą do inwestycji i integracji w UE.

## 2. Kontekst

2.1. Małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP) są podstawą gospodarki: w UE-27 stanowią 99,8 % wszystkich firm, odpowiadają za prawie dwie trzecie (65 %) zatrudnienia i ponad połowę (53 %) wartości dodanej generowanej przez sektor przedsiębiorstw niefinansowych<sup>(1)</sup>. Należą one do gospodarki realnej i są głównym czynnikiem spójności społecznej w wielu regionach europejskich. W 2020 r. działało ponad 22,5 mln MŚP. Średniej wielkości MŚP jest niecałe 200 tys., ale odpowiadają one za 17,3 % wartości dodanej i 16 % zatrudnienia<sup>(2)</sup>.

2.2. Pandemia COVID-19 mocno obciążała gospodarkę przez cały 2020 r. i przez część 2021 r., ale szybka reakcja rządów i wprowadzenie tymczasowych środków publicznych zapobiegły masowej fali bankructw związanych z COVID-19, głównie dzięki rozwiązaniom mającym na celu zaradzenie problemom z płynnością i trudnościami krótkoterminowym, które w rezultacie doprowadziły do nadmiernego zadłużenia przedsiębiorstw w UE.

2.3. Wygasanie większości już przyznanych publicznych środków wsparcia zbiega się w czasie z nowymi napięciami w gospodarce światowej i europejskiej, takimi jak kryzys energetyczny, inflacja, koniec akomodacyjnej polityki pieniężnej EBC, wzrost premii za ryzyko, wzrost kosztów finansowania, problemy w łańcuchach dostaw i inwazja Rosji na Ukrainę.

2.4. Objęcie przez Europę pozycji lidera zielonej transformacji będzie wymagało dużych inwestycji ze strony podmiotów publicznych i prywatnych. Gorsza sytuacja MŚP może utrudnić im przystosowanie się do nowych standardów i spowodować, że pozostaną w tyle za dużymi korporacjami lub średnimi firmami z innych części świata.

2.5. Biorąc pod uwagę, że wysoki odsetek przedsiębiorstw jest nadmiernie zadłużonych<sup>(3)</sup>, a jednocześnie potrzebuje długoterminowych zasobów, aby stawić czoła nadchodzącym wyzwaniom, potrzebne są nowe rozwiązania wzmacniające kapitał MŚP i małych spółek o średniej kapitalizacji. Istniejące inicjatywy na poziomie europejskim takie jak program ESCALAR EBI są zazwyczaj skierowane do korporacji o wysokim wroście, uznawanych za przedsiębiorstwa scale-up, lub do przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju finansowanych przez fundusze *venture capital*. Nowe rozwiązania powinny uzupełniać już istniejące rozwiązania i koncentrować się na działających MŚP o solidnej pozycji oraz małych spółkach o średniej kapitalizacji, które stanowią większość firm europejskich.

2.6. W niektórych krajach wprowadzono selektywne środki mające na celu zwiększenie zdolności inwestycyjnej przedsiębiorstw, unikając jednocześnie ryzyka „zombifikacji”. W Hiszpanii i we Francji programy te opiewają na ponad 30 mld EUR dla 15 tys. przedsiębiorstw<sup>(4)</sup>, przy czym głównym instrumentem są pożyczki w wysokim stopniu podporządkowane, a kryterium kwalifikacji stanowi rating kredytowy, który ma zagwarantować, że beneficjentami będą przedsiębiorstwa rentowne.

## 3. Uwagi ogólne

3.1. Nadmierne zadłużenie przedsiębiorstw w UE wymaga wprowadzenia jakiegoś instrumentu dokapitalizowania, który pozwoli im utrzymać lub zwiększyć wysiłek inwestycyjny. Rynki publiczne do tej pory dość dobrze wspierały istniejące spółki giełdowe, ale rynki prywatne nie mają wystarczającej zdolności, aby wspierać mniejsze przedsiębiorstwa. Luka w kapitale własnym i hybrydowym, z którą UE może mieć do czynienia w wyniku pandemii i ograniczenia państwowych środków wsparcia, szacowana jest na 450–600 mld EUR<sup>(5)</sup>.

<sup>(1)</sup> Sprawozdanie roczne 2020–2021 w sprawie europejskich MŚP, Komisja Europejska, lipiec 2021 r.

<sup>(2)</sup> Sprawozdanie roczne 2020–2021 w sprawie europejskich MŚP, Komisja Europejska, lipiec 2021 r.

<sup>(3)</sup> Wskaźnik zadłużenia wzrósł o 18,8 punktu procentowego między końcem 2019 r. a początkiem 2021 r., osiągając najwyższy poziom 164,4 %. Biuletyn Ekonomiczny EBC, wydanie 2/2022.

<sup>(4)</sup> Francuskie Ministerstwo Gospodarki, COFIDES, SEPIDES, Instituto Valenciano de Finanzas.

<sup>(5)</sup> *Recapitalising EU businesses post COVID-19*, AFME i PwC.

3.2. MŚP i małe spółki o średniej kapitalizacji zasadniczo podają, że jest im trudniej niż dużym przedsiębiorstwom uzyskać dostęp do finansowania, zwłaszcza długoterminowego:

3.2.1. Jak wynika z badania SAFE<sup>(6)</sup>, większy ich odsetek stwierdza, że przy ubieganiu się o pożyczkę napotykają przeszkody (7 % MŚP w porównaniu z 4 % dużych przedsiębiorstw), mają niższe wskaźniki powodzenia (72 % w porównaniu z 85 %) i wyższe wskaźniki odrzucenia (6 % w porównaniu z 2 %), a także gorsze warunki.

3.2.2. Przedsiębiorstwa rodzinne stanowią ponad 60 % wszystkich firm europejskich, przy czym odsetek ten wzrasta do 85 % w Hiszpanii i 75 % we Włoszech, Francji i w Niemczech<sup>(7)</sup>. Przedsiębiorstwa te są mniej skłonne szukać powiązanych z kapitałem własnym rozwiązań z zakresu finansowania długoterminowego, które wymagają rezygnacji z kontroli nad przedsiębiorstwem.

3.3. Ponadto MŚP mają zwykle mniej zróżnicowany portfel zewnętrznych instrumentów finansowych, często oparty na bankach i nastawiony na krótkoterminowe wykorzystanie.

- (i) Zależność MŚP od banków pozostaje wysoka w strefie euro, gdzie 70 % finansowania zewnętrznego zależy od banków, w porównaniu z 40 % w USA<sup>(8)</sup>
- (ii) 63 % dużych firm zgłasza wykorzystanie funduszy na inwestycje w środki trwałe, w porównaniu z 38 % MŚP i zaledwie 28 % mikroprzedsiębiorstw<sup>(9)</sup>.

3.4. W niniejszej opinii z inicjatywy własnej zaleca się zatem opracowanie wspólnych ram dla wysoce podporządkowanych instrumentów finansowych, które pobudzą dokapitalizowanie unijnych przedsiębiorstw. Ramy te powinny zapewnić, aby instrumenty te uwzględniały quasi-kapitał własny i tym samym nie wpływały na wskaźnik zadłużenia przedsiębiorstw i ich rating korporacyjny.

3.4.1. Wzywa się UE do podjęcia wspólnych działań w celu właściwego opracowania tych wspólnych ram zgodnie z zasadami pomocniczości i proporcjonalności, zezwalając na interwencję Unii, gdy cele danego działania mogą zostać lepiej osiągnięte na poziomie Unii ze względu na skalę i skutki proponowanego działania.

3.4.2. Ramy dla wysoce podporządkowanych instrumentów powinny:

- (i) wyeliminować wspomniany niedobór finansowania długoterminowego w celu wzmocnienia bilansów i wsparcia inwestycji,
- (ii) zapewnić przedsiębiorstwom rodzinnym instrument pozwalający na zwiększenie inwestycji długoterminowych bez konieczności rezygnacji z kontroli nad firmą, ponieważ – jak wykazują badania – przedsiębiorstwa te są skłonne do dystrybucji części zysków lub do emisji instrumentów hybrydowych<sup>(10)</sup>,
- (iii) być zgodne z praktykami głównych dostawców finansowania (banków komercyjnych, podmiotów zarządzających aktywami, sektora publicznego), tak aby mogła z nich skorzystać większość przedsiębiorstw,
- (iv) pomóc w przyciąganiu inwestorów instytucjonalnych, takich jak zakłady ubezpieczeń i fundusze emerytalne, podlegających rozporządzeniu w sprawie PRIIP<sup>(11)</sup>, którzy zarządzają oszczędnościami i odgrywają kluczową rolę w kierowaniu większej ilości aktywów do gospodarki realnej.

3.5. Istnieją różne wysoce podporządkowane instrumenty, które można by wykorzystać do wzmocnienia bilansów MŚP i spółek o średniej kapitalizacji, takie jak obligacje, obligacje zamienne, systemy udziałów o różnych uprawnieniach i pożyczki hybrydowe (takie jak pożyczki partycypacyjne):

<sup>(6)</sup> *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*, Komisja Europejska, listopad 2021 r.

<sup>(7)</sup> Europejska Organizacja Firm Rodzinnych (European Family Businesses, EFB).

<sup>(8)</sup> *European SMEs Financing Gap*, Euler Hermes.

<sup>(9)</sup> *Survey on the access to finance of enterprises (SAFE)*, Komisja Europejska, listopad 2021 r.

<sup>(10)</sup> *Recapitalising EU businesses post COVID-19*, AFME i PwC.

<sup>(11)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1286/2014 z dnia 26 listopada 2014 r. w sprawie dokumentów zawierających kluczowe informacje, dotyczących detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych (PRIIP) (Dz.U. L 352 z 9.12.2014, s. 1).

- (i) Emisja obligacji jest wykorzystywana głównie przez duże spółki i w przypadku dużych emisji. To skomplikowane i kosztowne rozwiązanie. Na przykład choć wykorzystanie obligacji korporacyjnych znacznie wzrosło w ostatnich latach; łącznie aktywnych jest tylko 2 tys. emitentów i są to głównie większe przedsiębiorstwa <sup>(12)</sup>.
- (ii) Prywatne obligacje zamienne mają tę główną przewagę, że są niezwykle elastyczne pod względem struktury, ponieważ opierają się na prywatnej umowie. Oznacza to jednak również niski poziom bezpieczeństwa dla mniejszych firm, zwykle dysponujących mniejszą wiedzą finansową, oraz wysoki koszt transakcji. Obligacje te są wykorzystywane głównie przez wyspecjalizowanych dostawców kapitału wysokiego ryzyka.
- (iii) Systemy udziałów o różnych uprawnieniach odnoszą się do emisji dwóch kategorii akcji, z których jedna zazwyczaj daje ograniczone prawa głosu lub nie daje żadnych praw głosu, a jednocześnie zapewnia kapitał własny. Chociaż w niektórych państwach członkowskich instrument ten jest dozwolony <sup>(13)</sup> (np. w krajach nordyckich, Polsce, Portugalii i Włoszech), w wielu innych (takich jak Niemcy, Francja i Hiszpania) nie jest dopuszczalny, a jego wdrożenie na dużą skalę wydaje się trudniejsze, gdyż wymagałoby wysokiego stopnia dostosowania do spółki emitującej.
- (iv) Pożyczki hybrydowe są instrumentami dłużnymi, które są silnie podporządkowane i ukierunkowane na długi okres (zazwyczaj z uwzględnieniem okresów karencji). Jest to instrument regulowany w wielu jurysdykcjach, co daje firmom większe bezpieczeństwo i sprawia, że proces ten jest bardziej elastyczny, ponieważ produkt nie jest tworzony dla każdej operacji. Ponadto nie wpływa on niekorzystnie na przedsiębiorstwa ze względu na zadłużenie, ponieważ zajmuje on ostatnie miejsce w kolejności spłat, przed kapitałem własnym.

	Wdrażanie	Poziom wykonalności	Poziom wyników	Poziom ochrony przedsiębiorstw	Poziom ochrony inwestorów
Obligacje	Niski	Wysoki	Niski	Średni	Wysoki
Obligacje zamienne	Średni	Średni	Niski	Niski	Wysoki
Udziały dwuklasowe	Niski	Średni	Średni	Wysoki	Średni
Pożyczki hybrydowe	Wysoki	Wysoki	Średni do wysokiego	Wysoki	Średni

Źródło: Inbonis Rating.

3.6. Hybrydowy instrument pożyczkowy jest najlepszym rozwiązaniem z kilku powodów:

- (i) stanowią one rozwiązanie długoterminowe, które jest łatwe do wdrożenia i zapewnia większą ochronę przedsiębiorstw w porównaniu z obligacjami czy udziałem,
- (ii) w przypadku MMŚP zapewnia, aby nie dochodziło do osłabienia lub utraty kontroli, przy jednoczesnych korzyściach związanych z kosztami, takich jak możliwość odliczenia od podatku lub niższe koszty emisji),
- (iii) oferuje kredytobiorcom atrakcyjny zwrot, bez konieczności angażowania posiadaczy w podejmowanie decyzji korporacyjnych,
- (iv) pożyczki partycypacyjne, rodzaj pożyczek hybrydowych, już istnieją i są regulowane w wielu krajach europejskich, takich jak Hiszpania (*préstamos participativos*), Francja (*prêts participatifs*), Niemcy (*Partiarisches Darlehen*) czy ostatnio Portugalia (*empréstimos participativos*) <sup>(14)</sup>.

<sup>(12)</sup> *The rise of non-bank finance and its implications for monetary policy transmission*, 2021, EBC.

<sup>(13)</sup> *Study on minority shareholders protection*, sprawozdanie końcowe, Komisja Europejska.

<sup>(14)</sup> Ramy prawne pożyczek partycypacyjnych zatwierdzone w dekrete z mocą ustawy nr 11/2022 z 12 stycznia.

3.6.1. Pożyczki hybrydowe są instrumentem wybieranym w ramach różnych inicjatyw publicznych i prywatnych mających na celu rozwiązanie problemu braku finansowania kapitałowego w całej UE: co najmniej sześć programów w trzech państwach członkowskich, a także niektóre programy Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego oferują takie hybrydowe pożyczki partycypacyjne.

- (i) Francja realizuje wspierany przez rząd program długu podporządkowanego o wartości 12,7 mld EUR, skierowany do 10 tys. przedsiębiorstw, głównie MŚP, wykorzystujący pożyczki partycypacyjne i obligacje podporządkowane. Program ten jest dystrybuowany przez banki i finansowany przez inwestorów instytucjonalnych.
- (ii) W Hiszpanii utworzono fundusz na rzecz dokapitalizowania przedsiębiorstw dotkniętych skutkami pandemii COVID-19 o wartości 1 mld EUR, z wykorzystaniem pożyczek partycypacyjnych, przeznaczony dla MŚP i spółek o średniej kapitalizacji, które mają problemy z wypłacalnością, ale są rentowne.
- (iii) Również w Hiszpanii utworzono 15-letni fundusz wsparcia produktywnych inwestycji przemysłowych o łącznej wartości 9 mld EUR (600 mln EUR rocznie), finansowany ze środków publicznych, wykorzystujący zwykle finansowanie zadłużenia, pożyczki partycypacyjne i kapitał własny, skierowany do przedsiębiorstw realizujących projekty inwestycji przemysłowych.
- (iv) W Walencji regionalny bank rozwoju Instituto Valenciano de Finanzas uruchomił szereg programów finansowania, w których wykorzystuje się pożyczki partycypacyjne w celu wsparcia MŚP i strategicznych spółek o średniej kapitalizacji, o łącznej wartości 400 mln EUR rocznie.
- (v) Niderlandy uruchomiły program wsparcia o wartości 400 mln EUR oparty na pożyczkach podporządkowanych dla MŚP.

3.7. Aby zapewnić skuteczne wdrożenie, które dociera do wszystkich MMŚP i ma maksymalne oddziaływanie, najlepszym systemem operacyjnym jest taki, w którym istnieje wiele publicznych i prywatnych jednostek inicjujących i dystrybutorów, którzy nie muszą być tożsami. Jednostki inicjujące obejmują banki, podmioty zarządzające aktywami oraz sektor publiczny, podczas gdy inwestorami mogą być banki, inwestorzy z sektora publicznego lub inwestorzy instytucjonalni (ubezpieczyciele i fundusze emerytalne). Ramy te odnoszą się do nowo rozpoczętych transakcji, a nie do sekurytyzacji wcześniejszych transakcji. Miało to miejsce na przykład we Francji w ramach programu *Relance* <sup>(15)</sup>.

3.8. Ograniczenie potencjalnie postrzeganego ryzyka związanego z dystrybucją na dużą skalę hybrydowego systemu pożyczek w całej Europie:

Postrzegane ryzyko	Rozwiązanie
Nadzór nad równoległym systemem bankowym	Narzędzia zarządzania ryzykiem, takie jak rating kredytowy, wyeliminowałyby ryzyko związane z równoległym systemem bankowym.
Wypieranie banków	Hybrydowy instrument pożyczkowy przywróciłby wypłacalność przedsiębiorstw, w związku z czym banki byłyby skłonne do dalszego udzielania im kredytów.
Kompatybilność z inicjatywą dotyczącą ulgi służącej przeciwdziałaniu zjawisku uprzywilejowania finansowania dłużnego w stosunku do kapitałowego (DEBRA)	Inicjatywa również ma na celu uniknięcie nadmiernego zadłużenia przedsiębiorstw, a zatem jest zgodna z głównym celem inicjatywy DEBRA.
Przywrócenie wypłacalności nierentownych przedsiębiorstw	Wprowadzenie standardów rynkowych, takich jak rating kredytowy, uniemożliwiłoby nierentownym przedsiębiorstwom dostęp do tych instrumentów. Wymóg ten istnieje w wielu programach publicznych obejmujących pożyczki partycypacyjne.

<sup>(15)</sup> *Dispositif de garantie aux fonds de prêts participatifs et d'obligations subordonnées* [System gwarancji państwowych dla pożyczek partycypacyjnych i podporządkowanych funduszy obligacji], Komisja Europejska.

#### 4. Uwagi szczegółowe

4.1. Proponowane ramy dla pożyczek hybrydowych powinny spełniać określone standardy, które czynią je atrakcyjnymi dla wszystkich zainteresowanych stron: przedsiębiorstw, dostawców usług finansowych działających w charakterze dystrybutorów oraz inwestorów instytucjonalnych.

4.2. Istotne jest, aby ramy te zapewniały uwzględnienie kapitału własnego w odniesieniu do tego rodzaju pożyczek hybrydowych o następujących skutkach:

- (i) Przy obliczaniu współczynnika kapitału dłużnego nie zwiększa to istniejącego zadłużenia ani nie ma nadmiernego wpływu na stosunek zadłużenia do kapitału. Na przykład we Francji art. 313-14 *Code monétaire et financier* [Kodeksu pieniężnego i finansowego] stanowi, że „kredyty partycypacyjne są traktowane jako kapitał własny do celów oceny sytuacji finansowej spółek, które je otrzymują”.
- (ii) Do celów obniżenia kapitału; tak jest na przykład w przypadku hiszpańskiego rozporządzenia, które stanowi, że pożyczki partycypacyjne są uwzględniane przy obliczaniu kapitału własnego w celu obniżenia kapitału i rozwiązania spółek oraz że przedterminowa spłata lub amortyzacja pożyczek partycypacyjnych może nastąpić tylko wtedy, gdy następuje po niej podwyższenie kapitału o tę samą kwotę<sup>(16)</sup>.
- (iii) W przypadku niewypłacalności ta pożyczka hybrydowa powinna mieć status instrumentu podporządkowanego, plasującego się za zwykłym zadłużeniem lub zwykłymi wierzycielami, a przed udziałowcami. Nieprzyjęcie takiej konstrukcji długu prawdopodobnie osłabiłoby zdolność przedsiębiorstw do pozyskiwania finansowania dłużnego z tradycyjnych źródeł. Jednym z celów unijnego planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych jest osiągnięcie większej konwergencji między różnymi zasadami stosowanymi w przypadku niewypłacalności w państwach członkowskich UE.

4.2.1. Istnieją przypadki, w których pożyczki hybrydowe są traktowane jako kapitał własny zgodnie z międzynarodowymi standardami sprawozdawczości finansowej (MSSF) i Bazyleą II. Na przykład, jeżeli pożyczka hybrydowa ma bezterminowy termin zapadalności, kwalifikuje się jako kapitał własny zgodnie z zasadami MSSF ze względu na swój głęboko podporządkowany status<sup>(17)</sup>. Ogólnie rzecz biorąc, instrumenty hybrydowe można uznać za kapitał własny, jeżeli nie są gwarantowane, są podporządkowane i w pełni wypłacone, jeżeli nie podlegają wykupowi z inicjatywy posiadacza, jeżeli mogą zostać wykorzystane do pokrycia strat oraz jeżeli zobowiązanie do zapłaty odsetek można odroczyć<sup>(18)</sup>.

4.2.2. EKES zaleca zmianę dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE<sup>(19)</sup> („dyrektywa o rachunkowości”) w celu zharmonizowania procedury księgowej w odniesieniu do pożyczek hybrydowych lub innych rodzajów zadłużenia, których okres zapadalności jest dłuższy niż osiem lat<sup>(20)</sup>, z okresem karencji wynoszącym co najmniej trzy lata i ze zmienną stopą oprocentowania, której część jest powiązana z „powodzeniem” zdefiniowanym według uznania (np. w odniesieniu do wzrostu, rentowności itp.). Zmiana ta ułatwi obliczanie pożyczek partycypacyjnych jako kapitału własnego przy kalkulacji wartości netto przedsiębiorstwa do celów prawa handlowego, traktowanych jako kapitał własny lub fundusze własne do celów rachunkowości.

4.3. Aby uniknąć niepewności, należy również utrzymać uznawanie instrumentu za dług do innych celów (tj. podatkowych i prawnych), tak by emisja instrumentu podobnego do kapitału własnego nie pociągała za sobą utraty kontroli nad przedsiębiorstwem wynikającej z posiadanych praw głosu.

4.3.1. Kolejną ważną kwestią zarówno dla przedsiębiorstw, jak i inwestorów jest to, że okresowe odsetki opłacane z tytułu podporządkowanego instrumentu dłużnego nie mogą podlegać żadnemu potrąceniu ani odliczeniu podatku u źródła, dzięki czemu do puli środków trafi dochód z odsetek w kwocie brutto.

<sup>(16)</sup> Decyzja Instytutu Rachunkowości i Audytu (Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas) z 20 grudnia 1996 r.

<sup>(17)</sup> Decyzja Komisji SA.60113 (2021/N) – Finlandia – pomoc w związku z COVID-19 na rzecz Finnair.

<sup>(18)</sup> Bazylea II. 4. Hybrydowe instrumenty dłużne/kapitałowe, załącznik 1a. Definicja kapitału. (d) Hybrydowe instrumenty dłużne/kapitałowe.

<sup>(19)</sup> Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2013/34/UE z dnia 26 czerwca 2013 r. w sprawie rocznych sprawozdań finansowych, skonsolidowanych sprawozdań finansowych i powiązanych sprawozdań niektórych rodzajów jednostek, zmieniająca dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2006/43/WE oraz uchylająca dyrektywy Rady 78/660/EWG i 83/349/EWG (Dz.U. L 182 z 29.6.2013, s. 19).

<sup>(20)</sup> Należy pamiętać, że średni czas trwania przedsiębiorstwa jest zbliżony do tej liczby, a w przypadku niepublicznego rynku kapitałowego nawet krótszy (pięć lat).

4.4. Jeśli chodzi o stronę inwestycyjną, instrument quasi-kapitałowy taki jak proponowany można uznać za instrument kwalifikujący się do europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (EDFI) zgodnie z art. 10 rozporządzenia w sprawie EDFI <sup>(21)</sup>, co umożliwi natychmiastowe włączenie go do ekosystemu finansowego.

4.4.1. EDFI mogłyby być następnie wprowadzane do obrotu w UE poprzez publikację prospektu lub dokumentu zawierającego kluczowe informacje, który spełnia wymogi odpowiednio rozporządzenia w sprawie prospektu emisyjnego <sup>(22)</sup> lub rozporządzenia w sprawie detalicznych produktów zbiorowego inwestowania i ubezpieczeniowych produktów inwestycyjnych. Pomogłoby to zapewnić inwestorom indywidualnym możliwość korzystania z instrumentów dłużnych oferowanych na rynku niepublicznym i zintegrować ich z gospodarką realną, czego nie udało się jeszcze osiągnąć w przypadku inicjatyw dotyczących crowdfundingu dłużnego.

4.4.2. Optymalnie instrument ten powinien opierać się na standardach rynkowych, takich jak ratingi kredytowe wystawiane przez agencje zarejestrowane w ESMA lub oceny wskaźników z zakresu ochrony środowiska, polityki społecznej i ładu korporacyjnego w celu zwiększenia bazy inwestorów.

4.5. Ponadto inicjatywa ta stanowiłaby wsparcie dla unii rynków kapitałowych. Dzięki przyjęciu podejścia ogólnounijnego, czyli modelu wspólnego europejskiego instrumentu, można by skorzystać na widoczności, płynności i skali jednolitego rynku, a także przyciągnąć szerokie rzesze inwestorów instytucjonalnych zainteresowanych profilami ryzyka typowymi dla instrumentów dłużnych i hybrydowych, ale o lepszych zwrotach, przy jednoczesnym zaspokojeniu potrzeb mniejszych przedsiębiorstw. Przy odpowiedniej skali ogólnounijnej skuteczne ramy mogłyby przekształcić się w dobrze zdefiniowaną klasę aktywów zachęcającą do inwestycji i integracji w UE.

Bruksela, dnia 26 października 2022 r.

Christa SCHWENG  
Przewodnicząca  
Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego

---

<sup>(21)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/760 z dnia 29 kwietnia 2015 r. w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych (Dz.U. L 123 z 19.5.2015, s. 98).

<sup>(22)</sup> Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Dz.U. L 168 z 30.6.2017, s. 12).