



FCT
FORUM CEN TRANSFEROWYCH

Raport Forum Cen Transferowych w zakresie transakcji finansowych

Opracowała: Grupa Robocza nr 14

Warszawa, 1 października 2025 r.

INFORMACJE / ZASTRZEŻENIA:

WERSJA DO PUBLIKACJI, zatwierdzona podczas XXI Forum Cen Transferowych 1 października 2025 r.

Forum Cen Transferowych (**FCT**) stanowi zespół opiniodawczo-doradczy przy Ministrze Finansów (**MF**). FCT zostało powołane na podstawie Zarządzenia MF z dnia 27 kwietnia 2018 r. w sprawie utworzenia FCT (Zarządzenie). Zgodnie z Zarządzeniem, FCT przedstawia w formie pisemnej opinii, analizy, wnioski oraz propozycje dotyczące usprawnienia i uszczelnienia funkcjonowania systemu podatkowego w zakresie cen transferowych, które nie są wiążące dla MF. Ministerstwo Finansów nie ponosi zatem bezpośredniej lub pośredniej odpowiedzialności co do przekazywanej treści materiałów przygotowanych przez FCT lub grupę roboczą działającą przy FCT. W szczególności niniejszy materiał nie stanowi ani interpretacji, ani ogólnych wyjaśnień przepisów prawa podatkowego (objaśnień podatkowych) w rozumieniu przepisów ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Ordynacja podatkowa. Materiał ten może natomiast zostać wykorzystany przez MF w związku z prowadzonymi pracami.

Spis treści

Spis treści	2
1. Wstęp	5
2. Podsumowanie najważniejszych wniosków i postulatów.....	7
3. Postulaty Grupy w zakresie uzupełnienia przepisów.....	9
3.1. Ustawa CIT	9
3.2. Rozporządzenie TP	10
4. Zagadnienia ogólne	12
4.1. Zakres analizy cen transferowych	12
4.2. Ogólne zasady przeprowadzania analiz.....	13
4.3. Rodzaje transakcji finansowych i popularne metody ich wyceny	14
4.4. Praktyczne zastosowanie przepisów o Safe Harbor	15
4.5. Statystyki NBP, oferty bankowe	16
4.6. Metody przeprowadzania analiz	17
4.6.1. Metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej.....	17
4.6.1.1. Wewnętrzne porównanie cen	17
4.6.1.2. Zewnętrzne porównanie cen	19
4.6.2. Metoda dochodowa (yield approach).....	20
4.6.3. Metoda kosztowa (cost approach).....	21
5. Istotne elementy przeprowadzania analizy	23
5.1. Okoliczności zawarcia transakcji	23
5.2. Kryteria porównywalności transakcji	24
5.2.1. Ryzyko związane z transakcją	24
5.2.2. Charakter i cel transakcji	25
5.2.3. Moment zawarcia transakcji oraz okres finansowania	26

5.2.4.	Stopień podporządkowania / senioralność	26
5.2.5.	Zabezpieczenie transakcji	27
5.2.6.	Lokalizacja geograficzna	28
5.2.7.	Waluta transakcji	29
5.2.8.	Rodzaj oprocentowania	29
5.2.9.	Harmonogram spłaty	30
5.2.10.	Wartość / wolumen transakcji	31
5.2.11.	Inne koszty transakcyjne	31
5.3.	Korekty porównywalności transakcji	32
5.4.	Perspektywa stron transakcji	34
5.4.1.	Określenie relacji komercyjnych i finansowych stron transakcji.....	34
5.4.2.	Charakterystyka transakcji finansowej pod kątem warunków umownych, roli i ryzyka stron, warunków ekonomicznych i strategicznych	35
5.4.3.	Uwzględnienie w analizie perspektywy dwustronnej w zakresie w jakim wpływa na warunki transakcji finansowej.....	35
5.4.4.	Ocena wpływu ratingu kredytowego spółki i grupy na warunki w transakcji.....	36
5.4.5.	Metody określania ratingu podmiotu i transakcji.....	37
5.4.6.	Aktywne i pasywne wsparcie grupy a rating	37
5.4.7.	Rating podmiotu a rating kraju.....	38
5.4.8.	Rating podmiotu a rating transakcji.....	39
6.	Inne elementy badania transakcji finansowej.....	41
6.1.	Reklasyfikacja transakcji finansowej.....	41
6.1.1.	Ocena zdolności do obsługi zadłużenia (debt capacity) ...	41
6.1.2.	Krótkoterminowy lub długoterminowy charakter transakcji	

6.2. Kowenanty finansowe jako warunki transakcji	45
6.3. Ujemne oraz minimalne oprocentowanie pożyczek	45
6.4. Renegocjacja warunków transakcji finansowych	46
6.5. Moment aktualizacji analiz	50
7. Poręczenia i gwarancje	58
7.1. Wprowadzenie.....	58
7.2. Metody cen transferowych	59
7.2.1. Metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej	59
7.2.2. Metoda dochodowa (yield approach).....	60
7.2.3. Metoda kosztowa (cost approach).....	61
7.3. Inne aspekty związane z wyceną poręczeń	61
7.3.1. Występowanie wielu form zabezpieczenia równoległe.....	62
7.3.2. Występowanie wielu podmiotów udzielających zabezpieczenia.....	62
7.3.3. Korzystanie z gwarancji bankowej innego podmiotu powiązanego	63
7.3.4. Występowanie poręczeń wzajemnych	63
8. Bieżące zarządzanie płynnością typu cash pooling.....	65
8.1. Wstęp	65
8.2. Warunki porównywalności	66
8.2.1. Analiza faktów i okoliczności funkcjonowania systemu cash pooling jako całości.....	67
8.2.2. Analiza roli, funkcji i ryzyk uczestników i lidera.....	67
8.2.3. Alokacja korzyści i synergii do uczestników i lidera.....	68
9. Inne formy finansowania	70
9.1. Inwestycje realizowane na zasadzie project finance.....	70
9.2. Wielopoziomowe struktury finansowania.....	72

1. Wstęp

Zakres prac Grupy Roboczej nr 14 (dalej również jako: „**Grupa**” lub „**Zespół**”) przy FCT objął przygotowanie propozycji związanych wyjaśnień i postulatów Grupy dotyczących transakcji finansowych realizowanych pomiędzy podmiotami powiązanymi, w tym rozumienia jakie istotne czynniki mogą wpływać na zgodność tych transakcji z zasadą ceny rynkowej oraz co należy brać pod uwagę przygotowując analizę cen transferowych dla transakcji finansowych (dalej: „**Raport**” lub „**Raport GR14**”).

Raport GR14 przedstawia następujące zagadnienia:

- postulaty Grupy w odniesieniu do propozycji uzupełnień i zmian do przepisów, w tym Ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych¹ (dalej jako „**Ustawa o CIT**”) oraz Rozporządzenia w sprawie cen transferowych w zakresie podatku dochodowego od osób prawnych (dalej jako: „**Rozporządzenie TP**”),
- wyjaśnienie jakie istotne elementy należy brać pod uwagę przy badaniu porównywalności dla transakcji finansowych,
- wyjaśnienie jakie czynniki porównywalności, etapy badania porównywalności i inne istotne aspekty mogą wpływać na zgodność transakcji finansowych z zasadą ceny rynkowej.

Założenia i zastrzeżenia do Raportu GR14:

- Niniejsze opracowanie nie stanowi technicznej instrukcji co do sposobu przeprowadzania analizy danych porównawczych (benchmarku) dla transakcji finansowych tj. procesu doboru i selekcji danych porównawczych najbardziej porównywalnych i właściwych dla badanej transakcji.
- Przykłady zawarte w niniejszym dokumencie mają jedynie charakter poglądowy i nie mogą być stosowane automatycznie do konkretnych sytuacji.
- Raport skupia się na najczęściej występujących transakcjach finansowych realizowanych pomiędzy podmiotami powiązanymi, w szczególności przez spółki oraz inne przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą. Zespół świadomie ograniczył zakres opracowania, aby zapewnić jego przejrzystość i praktyczność. W związku z tym, dokument nie obejmuje szczegółowych rekomendacji dla podmiotów o specyficznym profilu działalności, takich jak instytucje finansowe (np. banki) czy osoby fizyczne nieprowadzące działalności gospodarczej. Niemniej jednak, niektóre z przedstawionych wniosków i zaleceń mogą być pomocne również dla tych podmiotów, o ile zostaną odpowiednio dostosowane do specyfiki ich działalności.

¹ Na potrzeby tego dokumentu Grupa odwołuje się do Ustawy o CIT, ale analogiczne propozycje zmian mogą też mieć zastosowanie, tam gdzie zasadne, do przepisów o podatku dochodowym od osób fizycznych.

- Na moment zakończenia prac nad niniejszym dokumentem, trwały prace Grupy 1 przy FCT nad dokumentem dot. analizy porównawczej w zakresie transakcji finansowych. Grupa 14 nie miała możliwości zapoznania się z dokumentem Grupy 1, może on jednak stanowić uzupełnienie postulatów zawartych w Raporcie GR14.

2. Podsumowanie najważniejszych wniosków i postulatów

W toku prac nad niniejszym Raportem, Grupa doszła do następujących wniosków i postulatów, które zostały następnie szczegółowo opisane w kolejnych rozdziałach:

1. **[Zasady szacowania dochodu (straty) w związku z transakcją finansową]**

Grupa podkreśla, że w toku badania porównywalności transakcji finansowych stosuje się (zarówno przez podatników, jak i organy podatkowe) te same zasady, które obowiązują w ramach badania innych kategorii transakcji kontrolowanych.

Szczególnie istotne jest aby:

- w toku badania porównywalności transakcji nie uwzględniać okoliczności, które nie były znane na moment, w którym podatnik był zobowiązany do przygotowania lub aktualizacji analizy;
- w przypadku zakwestionowania poprawności analizy przygotowanej przez podatnika, przedstawione zostało podatnikowi uzasadnienie (oparte o kryteria porównywalności) dla odrzucenia lub korekty tej analizy i jej założeń.

2. **[Źródła danych porównawczych]** Grupa zwraca szczególną uwagę na ograniczenia w zakresie możliwości określenia dochodu (straty) podatnika w oparciu o przepisy w zakresie tzw. Safe Harbor, a także statystyk NBP czy ofert bankowych.

3. **[Metody stosowane w ramach analiz cen transferowych]** Z uwagi na specyfikę transakcji finansowych, powszechnie stosowaną metodą ustalenia oraz weryfikacji ceny transferowej, jest metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej. Grupa podkreśla, że w odniesieniu do transakcji finansowych możliwe jest również zastosowanie innych metod.

4. **[Badanie porównywalności transakcji]** Z uwagi na specyfikę transakcji finansowych, badanie tego rodzaju transakcji może obejmować specyficzne kryteria porównywalności. Grupa podkreśla, że istnienie tych kryteriów nie oznacza, że każde z nich ma lub może mieć istotny wpływ na porównywalność konkretnej transakcji, ani też nie każde kryterium stanie się parametrem do selekcji porównywalnych danych w benchmarku. Wybór i istotność kryteriów porównywalności uzależniony będzie przede wszystkim od rodzaju i charakteru danej transakcji, a także potencjalnego wpływu danego kryterium na warunki zawarcia danej transakcji. Grupa podkreśla również, że pełna analiza cen transferowych transakcji finansowej z zasadą arm's length nie obejmuje jedynie weryfikacji poziomu oprocentowania, ale uwzględnia wszystkie okoliczności transakcji kontrolowanej, jakie mogą mieć istotny wpływ na poziom ceny transferowej, m.in. zdolność do obsługi zadłużenia (tzw. analiza *debt capacity*), uzasadnienie biznesowe / cel finansowania, pozostałe parametry finansowania i czynniki cenotwórcze, a także opcje alternatywnie dostępne.

5. **[Aktualizacja analiz cen transferowych]** Grupa postuluje, aby konieczność aktualizacji analizy cen transferowych dla transakcji finansowych była rozpatrywana w zależności od faktów i okoliczności danej transakcji. Zakładając, że na moment zawarcia transakcji jej warunki zostały ustalone zgodnie z zasadą arm's length, nawet jeżeli transakcja jest zawarta na okres dłuższy niż 3 lata, o ile charakter i parametry transakcji nie zmienia się czy otoczenie ekonomiczne nie ulegnie zmianie, cena w transakcji ustalona na moment jej zawarcia powinna być uznana za rynkową przez cały okres jej trwania. Grupa zwraca jednak uwagę, że otoczenie ekonomiczne ma znacznie większy wpływ na rynki finansowe i transakcje finansowe, a co za tym idzie wynagrodzenie stosowane w tego typu transakcjach. Należy również uwzględnić fakt, że w przypadku podmiotów powiązanych zmiany, modyfikacje uzgodnień warunków oraz dynamika transakcji finansowych bywają częstsze, niż z podmiotami niepowiązanymi, w szczególności zewnętrznymi instytucjami finansowymi. Stąd podatnik powinien dokonywać adekwatnej oceny częstotliwości aktualizacji warunków w transakcjach finansowych i odpowiednio taką ocenę dokumentować.

3. Postulaty Grupy w zakresie uzupełnienia przepisów

3.1. Ustawa CIT

Poniżej Grupa przedstawia postulowane przez nią zmiany do wybranych przepisów Rozdziału 1a Ustawy o CIT. Zmiany przedstawiono w formie propozycji docelowego brzmienia przepisów. W dalszych częściach Raportu Grupa przedstawia szerzej uzasadnienie swojego stanowiska.

Grupa w ramach w swoich prac nad Raportem proponuje dodanie do istniejącego art. 11r. Ustawy o CIT ustępu drugiego:

Art. 11r. 1. Analiza porównawcza oraz analiza zgodności podlegają aktualizacji nie rzadziej niż co 3 lata, chyba że zmiana otoczenia ekonomicznego w stopniu znacznie wpływającym na sporządzoną analizę uzasadnia dokonanie aktualizacji w roku zaistnienia tej zmiany.

2. Charakter transakcji lub inne czynniki, które wzięłyby pod uwagę podmioty niepowiązane mogą uzasadniać brak, krótszy lub dłuższy okres aktualizacji analizy porównawczej.

W rozdziale 6.5 niniejszego Raportu Grupa przedstawia swoje stanowisko dla ww. propozycji oraz liczne przykłady na konieczność aktualizacji analizy porównawczej lub jej brak.

W ramach przepisu Art. 11g. Grupa proponuje wprowadzenie poniższych zmian (oznaczonych **pogrubioną czcionką**):

Art. 11g. 1. W przypadku transakcji kontrolowanej dotyczącej pożyczki organ podatkowy odstępuje od określenia dochodu (straty) podatnika w zakresie wysokości oprocentowania tej pożyczki, jeżeli łącznie są spełnione następujące warunki:

*1) oprocentowanie **stałe lub zmienne** pożyczki w ujęciu rocznym na dzień zawarcia umowy jest ustalane w oparciu o rodzaj bazowej stopy procentowej i marżę, określone w obwieszczeniu ministra właściwego do spraw finansów publicznych aktualnym na dzień zawarcia tej umowy;*

2) nie przewidziano wypłaty innych niż odsetki opłat związanych z udzieleniem lub obsługą pożyczki, w tym prowizji lub premii;

3) pożyczka została udzielona na okres nie dłuższy niż 5 lat

*4) **łącznie poziom zobowiązań albo należności podmiotu powiązanego z tytułu kapitału pożyczek z podmiotem powiązanym liczony odrębnie dla udzielonych oraz zaciągniętych pożyczek na dzień zawarcia umowy wynosi nie więcej niż 20 000 000 zł lub równowartość tej kwoty;***

5) pożyczkodawca nie jest podmiotem mającym miejsce zamieszkania, siedzibę lub zarząd na terytorium lub w kraju stosującym szkodliwą konkurencję podatkową.

(...)

*4. Minister właściwy do spraw finansów publicznych ogłasza w drodze obwieszczenia, w Dzienniku Urzędowym Rzeczypospolitej Polskiej „Monitor Polski”, rodzaj bazowej stopy procentowej i marżę, o których mowa w ust. 1 pkt 1, biorąc pod uwagę rodzaje bazowych stóp procentowych stosowanych na międzybankowym rynku finansowym. **Obwieszczenie ma zastosowanie wyłącznie do transakcji, w których podatnik zastosował art. 11g.***

3.2. Rozporządzenie TP

Grupa postuluje również o dodanie nowego rozdziału o transakcjach finansowych w ramach Rozporządzenia TP. Zmiany przedstawiono w formie propozycji docelowego brzmienia przepisów.

Rozdział 5²

Par. 19. W przypadku transakcji finansowych przy badaniu porównywalności przedmiotu transakcji uwzględnia się również następujące kryteria porównywalności o ile mają istotny wpływ na cenę w transakcji:

- 1. Ryzyko związane z transakcją*
- 2. Wartość / wolumen transakcji*
- 3. Charakter i cel transakcji*
- 4. Moment zawarcia transakcji oraz okres finansowania*
- 5. Stopień podporządkowania / senioralność*
- 6. Zabezpieczenie transakcji (w tym ewentualne gwarancje oraz wsparcie grupowe – tzw. implicit support)*
- 7. Lokalizacja geograficzna pożyczkobiorcy / beneficjenta / podmiotu korzystającego z transakcji finansowych*
- 8. Waluta*
- 9. Rodzaj stopy procentowej, a w przypadku zmiennej stopy procentowej również rodzaj stopy bazowej*
- 10. Harmonogram zapłaty ceny, mechanizm kapitalizacji oraz częstotliwość płatności*
- 11. Inne koszty transakcyjne.*

² Proponujemy w miejsce dotychczasowego Rozdziału 5 wstawić nowy rozdział o transakcjach finansowych, a obecny Rozdział 5 „Przepis końcowy” stanie się Rozdziałem 6.

Par. 20 W przypadku transakcji finansowych badanie porównywalności obejmuje również następujące etapy z perspektywy stron transakcji:

1. Określenie relacji handlowych i finansowych stron wpływających na warunki w transakcji
2. Charakterystyka transakcji finansowej i jej rzeczywisty przebieg, w tym warunki umowne, warunki ekonomiczne, rola i ryzyka stron w transakcji, czynniki ekonomiczne i strategiczne mające wpływ na warunki transakcji
3. Uwzględnienie w analizie perspektywy dwustronnej w zakresie w jakim wpływa na warunki transakcji finansowej, w tym pod kątem opcji realistycznie dostępnych stron transakcji finansowych
4. Ocena wpływu ratingu kredytowego spółki i grupy na warunki w transakcji, w tym także uwzględnienie ewentualnych kowenantów finansowych oraz oceny zdolności do obsługi zadłużenia

Par. 21 W przypadku transakcji bieżącego zarządzania płynnością typu cash pooling, badanie porównywalności obejmuje dodatkowo:

1. Analizę faktów i okoliczności funkcjonowania systemu cash pooling jako całości, w tym też alokacji korzyści i synergii do cash pool lidera i pomiędzy uczestników;
2. Analizę roli, funkcji, aktywów (w tym kapitału ludzkiego) i ryzyk (oraz zdolności do ponoszenia tego ryzyka) cash pool lidera i uczestników systemu;
3. Ocenę, czy w systemie cash pool występują wzajemne gwarancje i czy należy się wynagrodzenie z tego tytułu.

Par. 22 Badanie porównywalności w przypadku gwarancji, poręczeń i innych form zabezpieczenia uwzględnia dodatkowo:

1. Weryfikację faktycznej zdolności gwaranta do zrealizowania potencjalnych zobowiązań wynikających z gwarancji, poręczeń i innych form zabezpieczenia oraz ocenę czy transakcja została lub nie została uznana za formę zabezpieczenia, z tytułu której należne jest odrębne wynagrodzenie.
2. Weryfikację wzajemności w udzielaniu gwarancji, poręczenia lub innej formy zabezpieczenia przez podmioty powiązane.

4. Zagadnienia ogólne

4.1. Zakres analizy cen transferowych

Ustawa o CIT wskazuje, że elementem dokumentacji lokalnej jest **analiza cen transferowych**, która obejmuje m.in. dwa alternatywne podejścia do oceny warunków ustalonych przez podmioty powiązane z warunkami, jakie ustaliłyby między sobą podmioty niepowiązane:

- **analizę porównawczą** opierającą się na analizie danych podmiotów niepowiązanych lub transakcji zawieranych z podmiotami niepowiązanymi lub pomiędzy podmiotami niepowiązanymi uznanych za porównywalne, albo
- **analizę zgodności** wykazującą zgodność warunków, na jakich została zawarta transakcja kontrolowana, z warunkami, jakie ustaliłyby podmioty niepowiązane.

Rozporządzenie TP natomiast posługuje się pojęciem **badania porównywalności**, w ramach którego należy uwzględnić wszelkie okoliczności transakcji kontrolowanej, w tym odpowiednie kryteria porównywalności, które mogą mieć istotny wpływ na poziom ceny transferowej. Badanie porównywalności obejmuje wiele etapów, w tym przeprowadzenie selekcji i **analizy danych porównawczych**, przeprowadzenie korekt porównywalności i ostateczny wybór przedziału lub poziomu ceny rynkowej właściwej dla badanej transakcji.

Podobnie Wytyczne OECD w pkt. 3.1 wskazują, że **analiza porównywalności** (*comparability analysis*), nie powinna być mylona wyłącznie z procesem poszukiwania i **analizy danych porównawczych**. Analiza danych porównawczych powinna być bowiem poprzedzona analizą transakcji kontrolowanej podatnika, istotnych ekonomicznie okoliczności oraz kryteriów porównywalności.

W ocenie Grupy kluczowe jest podkreślenie, iż **pełna analiza i ocena zgodności warunków transakcji z zasadą arm's length** powinna badać **wszelkie okoliczności transakcji kontrolowanej z perspektywy stron transakcji, cechy charakterystyczne przedmiotu transakcji, otoczenie rynkowe czy przyczyny zawarcia transakcji**. Przeprowadzenie analizy danych porównawczych (tzw. benchmarku) lub analizy zgodności jest tylko jednym z elementów tej pełnej analizy.

Zgodnie z Art. 11k ust. 1 Ustawy o CIT podatnik jest zobowiązany do wykazania w lokalnej dokumentacji cen transferowych zgodności warunków transakcji z zasadą arm's length. W konsekwencji, **na potrzeby niniejszego raportu przyjmujemy, że ocena zgodności warunków transakcji z zasadą arm's length musi obejmować badanie porównywalności o którym mowa w Rozporządzeniu TP**. Natomiast analiza danych porównawczych (analiza porównawcza, benchmark) bądź analiza zgodności są tylko elementem tego pełnego badania porównywalności.

4.2. Ogólne zasady przeprowadzania analiz

Ze względu na charakter transakcji i liczne źródła publicznie dostępnych danych finansowych przeprowadzenie analizy porównawczej dla transakcji finansowych jest z reguły możliwe (przy zachowaniu należytej staranności).

Jednak jeżeli z jakichś powodów sporządzenie analizy porównawczej nie jest możliwe lub właściwe (w świetle danej metody weryfikacji cen transferowych albo gdy dostępne dane, ze względu na specyfikę transakcji, nie mogą zostać uznane za dane wystarczające do przygotowania analizy porównawczej), możliwe jest przygotowanie analizy zgodności dla transakcji finansowych.

Przykład

Spółka M, będąca częścią międzynarodowej grupy kapitałowej działającej w sektorze zaawansowanych technologii, zawarła ze spółką matką N umowę pożyczki podporządkowanej na kwotę 100 milionów EUR. Pożyczka ma następujące specyficzne cechy:

- bezterminowa
- zawiera opcję konwersji zadłużenia na kapitał w przypadku wystąpienia określonych zdarzeń
- jest przeznaczona na finansowanie długoterminowego projektu badawczo-rozwojowego o wysokim poziomie ryzyka

Powyższa charakterystyka sugeruje, że nie mamy do czynienia z regularną pożyczką, tylko projektem inwestycyjnym wysokiego ryzyka, który należy wycenić w sposób ekonomiczny z uwzględnieniem zwrotu z inwestycji, a nie przez klasyczny benchmark oprocentowania pożyczek.

W toku badania porównywalności transakcji finansowych stosuje się (zarówno podatnicy jak i organy podatkowe) te same zasady, które obowiązują w ramach badania innych kategorii transakcji kontrolowanych.

Szczególnie istotne jest aby³:

- 1) w toku badania porównywalności transakcji nie uwzględniać okoliczności, które nie były znane na moment, w którym podatnik był zobowiązany do przygotowania lub aktualizacji analizy porównawczej;

³ Por. §7. ust. 1 Rozporządzenia TP oraz pkt 3.55, 3.80, 3.81 oraz 4.28 Wytycznych OECD ds. cen transferowych dla przedsiębiorstw wielonarodowych i administracji skarbowych

- 2) w przypadku zakwestionowania poprawności analizy przygotowanej przez podatnika, przedstawione zostało podatnikowi uzasadnienie (oparte o kryteria porównywalności) dla odrzucenia lub korekty tej analizy i jej założeń.

4.3. Rodzaje transakcji finansowych i popularne metody ich wyceny

Z uwagi na specyfikę transakcji finansowych, powszechnie stosowaną metodą ustalenia oraz weryfikacji cen transferowych, jest metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej. Grupa podkreśla jednak, że w odniesieniu do różnych rodzajów transakcji możliwe jest również zastosowanie innych metod, a wybór właściwej metody zależy od faktów i okoliczności danej sprawy zgodnie z art. 11d. ust. 3. Ustawy o CIT.

W poniższej tabeli Grupa przedstawia propozycje popularnych metod wykorzystywanych do ustalania lub weryfikacji cen transferowych w transakcjach finansowych zgodnie z zasadą ceny rynkowej.

Rodzaj transakcji finansowej	Popularne metody rozliczeń i weryfikacji ceny
Pożyczka / kredyt / emisja obligacji	PCN, Inna metoda: podejście odkosztowe (np. koszt pozyskania finansowania albo zwrot z kapitału narażonego na ryzyko)
Linia kredytowa	PCN, Inna metoda: podejście odkosztowe (np. koszt pozyskania finansowania albo zwrot z kapitału narażonego na ryzyko)
Depozyt / lokata krótko i długoterminowa	PCN
Cash pooling	PCN, Inna metoda: analiza korzyści generowanych przez system i ich podział, podejście odkosztowe (np. koszt pozyskania finansowania albo zwrot z kapitału narażonego na ryzyko)
Gwarancja / poręczenie / akredytywa	PCN, Inna metoda: analiza korzyści, podejście odkosztowe (np. premia za ryzyko z tyt. oczekiwanej straty gwaranta)

<https://www.oecd.org/tax/transfer-pricing/oecd-transfer-pricing-guidelines-for-multinational-enterprises-and-tax-administrations-20769717.htm>

Rodzaj transakcji finansowej	Popularne metody rozliczeń i weryfikacji ceny
Linia gwarancyjna	PCN, Inna metoda: analiza korzyści, podejście odkosztowe (np. premia za ryzyko z tyt. oczekiwanej straty gwaranta)
Transakcje z wykorzystaniem instrumentów pochodnych	PCN
Wymiana walut	PCN
Prowadzenie rachunku rozliczeniowego (bieżącego lub oszczędnościowego)	PCN, TNMM
Usługi depozytariusza	PCN, TNMM
Polisa ubezpieczeniowa / reasekuracja	PCN, TNMM
Hedging	PCN, TNMM
Obsługa płatności / faktoring	PCN, TNMM

W przypadku wątpliwości co do sposobu i metody ustalenia ceny transakcji finansowej, należy brać pod uwagę czynniki analogiczne jak w przypadku innych rodzajów transakcji kontrolowanych.

4.4. Praktyczne zastosowanie przepisów o Safe Harbor

Zgodnie z art. 11g Ustawy o CIT, w przypadku transakcji kontrolowanej dotyczącej finansowania w formie pożyczki (lub emisji obligacji) organ podatkowy odstępuje od określenia dochodu (straty) podatnika w zakresie wysokości oprocentowania tej pożyczki, po spełnieniu określonych warunków (dalej: „**przepisy o Safe Harbor**” lub „**Safe Harbor**”).

Należy pamiętać, że podatnik ma przywilej korzystania z przepisów o Safe Harbor, ale nie ma takiego obowiązku. Zastosowanie przepisów o Safe Harbor jest dla podatnika tylko ułatwieniem. Jednak w sytuacji gdy cechy charakterystyczne transakcji, okoliczności jej zawarcia oraz analiza porównawcza wskazują, iż inne oprocentowanie jest dla niej rynkowe, podatnik nie ma obowiązku stosować zasad Safe Harbor.

Przepisy o Safe Harbor i rekomendowany w ramach tych przepisów poziom oprocentowania nie mogą być punktem odniesienia dla ustalenia rynkowych warunków transakcji kontrolowanych dotyczących finansowania, których warunki mogą być zbliżone do tych z przepisów o Safe Harbor.

Przykład

Podatnik uzyskuje finansowanie na kwotę 10 mln zł wg. stopy zmiennej Wibor 3M plus marża 5%. Wszystkie warunki do zastosowania przepisów o Safe Harbour są przez podatnika spełnione, jednak w oparciu o analizę funkcjonalną i ocenę cech charakterystycznych tego finansowania podatnik wyznacza oprocentowanie w oparciu o analizę porównawczą i przedział rynkowy.

4.5. Statystyki NBP, oferty bankowe

Statystyki stóp procentowych NBP⁴ nie stanowią danych porównawczych w analizie porównawczej, gdyż prezentują jedynie uśredniony poziom oprocentowania dla różnego rodzaju kredytów i depozytów bankowych. Nie jest zatem możliwe zidentyfikowanie kluczowych parametrów poszczególnych finansowań, które składają się na te uśrednione dane; co więcej, brak jest możliwości weryfikacji, czy statystyki obejmują wyłącznie transakcje pomiędzy podmiotami niepowiązanymi. Nie jest zatem możliwy wybór najbardziej porównywalnych transakcji finansowych do badanego finansowania poprzez dobór kluczowych kryteriów porównywalności, które determinują ostateczny poziom oprocentowania w badanej transakcji. Statystyki stóp procentowych NBP mogą jedynie stanowić punkt odniesienia np. w przygotowaniu analizy zgodności dla danej transakcji finansowej.

Podobnie ogólne informacje bankowe (np. tabele ofertowe publikowane przez banki), które nie uwzględniają istotnych cech charakterystycznych finansowania (nie adresują kluczowych kryteriów porównywalności), również nie mogą stanowić wiarygodnych danych porównawczych w analizie porównawczej. Nie opierają się one na rzeczywistych transakcjach, nie uwzględniają kluczowych parametrów finansowania – istotnych kryteriów porównywalności, przez co nie mogą w pełni wypełnić zasady ceny rynkowej. Podobnie, jak w przypadku statystyk oprocentowania NBP, ogólne informacje bankowe mogą jedynie stanowić pewien punkt odniesienia do przygotowania analizy zgodności dla transakcji finansowych.

Jeżeli jednak oferta bankowa:

- dedykowana jest dla określonego podmiotu (lub grupy podmiotów) i określonego rodzaju finansowania,
- uwzględnia wszystkie istotne z perspektywy transakcji kontrolowanej parametry,
- pozwala na jej porównanie z badaną transakcją pod kątem kryteriów porównywalności,

⁴ <https://nbp.pl/statystyka-i-sprawozdawczosc/statystyka-monetarna-i-finansowa/statystyka-stop-procentowych/>

- jest dostosowana do sytuacji podmiotu powiązanego i precyzyjnie określa poziom wynagrodzenia,
- mogłaby być przez podmiot otrzymujący tę ofertę zaakceptowana,

może być zdaniem Grupy wiążącym źródłem danych w ramach analizy zgodności.

Podsumowując, statystyki bankowe czy ogólne bankowe tabele ofertowe, które nie adresują istotnych kryteriów porównywalności, mogą co najwyżej stanowić punkt odniesienia w ramach analizy zgodności, celem uprawdopodobnienia racjonalności zachowań stron transakcji przy braku innych możliwości weryfikacji, jednak nie mogą stanowić podstawy do przeprowadzenia analizy porównawczej. Dedykowana oferta bankowa, adresująca wszystkie istotne kryteria porównywalności, może być wiążącym źródłem danych w ramach analizy zgodności.

4.6. Metody przeprowadzania analiz

Powszechne istnienie rynków finansowych i dostęp do informacji o transakcjach finansowych zawieranych przez różnego rodzaju podmioty na tych rynkach, sprawiają, że wykorzystanie metody porównywalnej ceny niekontrolowanej do transakcji finansowych i określenia poziomu wynagrodzenia w tego typu transakcjach pomiędzy podmiotami powiązanymi może być znacznie łatwiejsze, niż ma to miejsce w przypadku innych rodzajów transakcji. Również inne metody (w tym dochodowa czy kosztowa) mogą mieć zastosowanie, gdy brak jest dostępu do danych rynkowych wprost porównywalnych do badanej transakcji finansowej, lecz dostępne są dane z rynków finansowych, które pośrednio mogą posłużyć do wyznaczenia odpowiedniej ceny rynkowej dla transakcji.

4.6.1. Metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej

Najpowszechniej stosowaną metodą weryfikacji ceny transferowej transakcji finansowych jest metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej, oparta o porównanie cen (np. oprocentowania, opłaty gwarancyjnej, prowizji itp.), jakie stosuje dany podmiot na porównywalnym rynku z podmiotami niepowiązanymi (wewnętrzne porównanie cen), lub cen, jakie stosują w porównywalnych transakcjach niepowiązane podmioty (zewnętrzne porównanie cen).

4.6.1.1. Wewnętrzne porównanie cen

Zgodnie z §4 Rozporządzenia TP weryfikacja, czy istnieją wewnętrzne dane porównawcze, które mogą zostać wykorzystane w badaniu porównywalności, stanowi etap poprzedzający identyfikację zewnętrznych źródeł danych porównawczych. Należy podkreślić, że celem przepisu nie jest jedynie sprawdzenie dostępności danych wewnętrznych, ale przede wszystkim przeanalizowanie możliwości ich wykorzystania do przeprowadzenia analizy porównawczej.

W przypadku transakcji finansowych (np. pożyczki od podmiotu powiązanego) wewnętrzne dane porównawcze (np. kredyt bankowy) mogą być podstawą do przeprowadzenia analizy porównawczej. Nie należy jednak zapominać, że tak jak w przypadku zewnętrznych danych porównawczych, analiza danych porównawczych to tylko jeden z elementów badania porównywalności. Należy więc przeanalizować pełne okoliczności transakcji kontrolowanej z perspektywy obu stron transakcji, cechy charakterystyczne przedmiotu transakcji, otoczenie rynkowe czy przyczyny zawarcia transakcji.

Automatyczne przyjmowanie wewnętrznych danych porównawczych do analizy, bez tej oceny jest zbyt dużym uproszczeniem, może bowiem nie adresować wszystkich kryteriów porównywalności i innych okoliczności transakcji, które należy wziąć pod uwagę przy określaniu oprocentowania w transakcji finansowej pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Przykładowo, takie czynniki jak: poziom ryzyka transakcji i jego zabezpieczenia, profil działalności i ryzyka podmiotu finansującego, elastyczność instrumentu finansowego, okres pozyskania i moment jego dostępności w czasie, dodatkowe koszty związane z pozyskaniem finansowania, ocena ryzyka finansowanego powinny być brane pod uwagę w badaniu porównywalności. Przy założeniu, że można te różnice skorygować doprowadzając dane wewnętrzne do porównywalności z transakcją kontrolowaną, mogą one stanowić podstawę do wnioskowania o rynkowości transakcji kontrolowanej. Wymagany jest jednak duży poziom ostrożności i wnikliwości przy wykorzystywaniu danych wewnętrznych taki sam, jak w przypadku danych zewnętrznych.

Przykład

Spółka D otrzymała w 2020 roku pożyczkę na kwotę 5 milionów EUR od swojej spółki powiązanej. W tym samym roku Spółka D zaciągnęła również pożyczkę na kwotę 20 milionów PLN od krajowego banku jednak na nieco innych warunkach (kredyt bankowy był zabezpieczony na majątku spółki i jej rachunkach bankowych).

W analizie wewnętrznych danych porównawczych należy uwzględnić wszelkie kryteria porównywalności i inne okoliczności istotne dla danej transakcji. Jeśli zidentyfikowane zostaną istotne różnice pomiędzy transakcją porównawczą a transakcją badaną, należy zweryfikować czy można dokonać odpowiednich korekt porównywalności.

Przykładowo pomiędzy kredytami bankowymi, a pożyczkami korporacyjnymi zawsze będą występować pewne różnice, banki co do zasady wymagają dużo bardziej restrykcyjnych zapisów umownych, kowenantów czy zabezpieczeń dla udzielanego finansowania. Profil funkcjonalny i ryzyka banku też jest zasadniczo różny od profilu grupowego podmiotu finansującego. Należy zatem każdorazowo identyfikować te różnice, ocenić czy mają one istotny wpływ na wycenę transakcji kontrolowanej i/lub ocenić czy możliwe są one do zredukowania korektami porównywalności.

Przy transakcjach kontrolowanych istotnych materialnie, dla których mogą występować potencjalnie porównywalne dane wewnętrzne, można rozważyć zastosowanie zarówno porównania wewnętrznego, jak i uzupełniająco porównania zewnętrznego.

4.6.1.2. Zewnętrzne porównanie cen

W przypadku zewnętrznego porównania cen użyteczne mogą być dane pochodzące np. z komercyjnych baz danych, zawierające informacje o warunkach finansowania udzielonego pomiędzy podmiotami trzecimi. Dane te mogą obejmować w szczególności informacje na temat kredytów udzielonych przez banki lub konsorcja banków oraz informacje na temat obligacji korporacyjnych czy innych transakcji komercyjnych pomiędzy podmiotami rynkowymi.

Porównanie zewnętrzne może również polegać na odniesieniu się do kwotowań cen kupna oraz cen sprzedaży różnego rodzaju instrumentów finansowych, które spełniają warunki podobne jak dla transakcji na surowcach (ang. *commodities*) określone w punkcie 2.19 Wytycznych OECD (tj. są powszechnie i rutynowo stosowane w zwykłym toku działalności w branży do negocjowania cen w ramach transakcji porównywalnych z transakcją kontrolowaną).

Weryfikacja ceny transferowej transakcji kontrolowanej może opierać się zarówno o porównanie do warunków transakcji tego samego typu, zawieranych pomiędzy podmiotami niepowiązanymi (np. porównanie warunków pożyczki zawartej pomiędzy podmiotami powiązanymi do warunków pożyczki zawartej pomiędzy podmiotami niepowiązanymi) jak i do warunków realistycznych transakcji alternatywnych o porównywalnych cechach ekonomicznych⁵.

W zależności od faktów i okoliczności danej transakcji kontrolowanej, weryfikacja ceny transferowej może zatem opierać się o dane porównawcze dotyczące kredytów, obligacji lub innych, porównywalnych instrumentów (w tym w oparciu o tzw. krzywe zysku – *yield curves*), przy czym zastosowanie takich danych może wymagać przeprowadzenia odpowiednich korekt porównywalności.

Przykład

Spółka E otrzymała w 2022 roku pożyczkę inwestycyjną typu greenfield od powiązanej Spółki F na kwotę 150 milionów CZK, z okresem spłaty 10 lat.

Nie zidentyfikowano wewnętrznych danych porównawczych.

Przeprowadzono analizę na komercyjnej bazie danych. Nie zidentyfikowano pożyczek korporacyjnych udzielonych w tym samym czasie na podobnych

⁵ Zgodnie z punktem 10.93 Wytycznych OECD.

warunkach, kredyty bankowe też odrzucono jako nieporównywalne ze względu na wczesną fazę inwestycji, która z reguły nie jest finansowana przez banki. W analizie odniesiono się do niezabezpieczonych obligacji korporacyjnych emitowanych przez podmioty z podobnego sektora działalności, na podobny okres zapadalności, i o podobnym ryzyku kredytowym podmiotu finansowanego. Inne parametry finansowania zostały dostosowane za pomocą korekt porównywalności.

Dane porównawcze stanowiące podstawę przeprowadzenia analizy porównawczej mogą odnosić się zarówno do transakcji zawieranych na rynku polskim jak i na rynkach zagranicznych, o ile zidentyfikowane w ten sposób transakcje porównywalne spełniają kryteria porównywalności lub możliwe są do przeprowadzenia odpowiednie korekty porównywalności⁶.

4.6.2. Metoda dochodowa (yield approach)

Metoda dochodowa (na gruncie polskich przepisów traktowana jako tzw. inna metoda, o której mowa w art. 11d ust. 2 Ustawy o CIT) może opierać się na badaniu korzyści podmiotu biorącego udział w transakcji, np. poprzez analizę różnic w korzyściach możliwych do osiągnięcia w związku z korzystaniem z danego instrumentu finansowego. Metoda dochodowa może mieć zastosowanie np. do oszacowania rynkowej ceny w transakcji poręczenia. Podejście dochodowe ma na celu oszacowanie potencjalnych korzyści, np. oszczędności w postaci niższego oprocentowania uzyskanego w transakcji finansowania, dla którego podmiot finansowany uzyskuje dodatkowe zabezpieczenie w postaci poręczenia. Ta potencjalna oszczędność na oprocentowaniu może być wykorzystana do określenia maksymalnej opłaty z tytułu poręczenia, którą podmiot zabezpieczany / otrzymujący zabezpieczenie byłby skłonny zapłacić. Różnica w oprocentowaniu pomiędzy finansowaniem zabezpieczonym w formie poręczenia i niezabezpieczonym może być podzielona pomiędzy poręczyciela a podmiot finansowany korzystający z poręczenia.

⁶ Zgodnie z punktem 3.35 Wytycznych OECD.

Przykład

Spółka G w 2021 roku uzyskała finansowanie grupowe w wysokości 10 milionów EUR na zakup nieruchomości komercyjnej.

Aby uzyskać korzystniejsze warunki kredytowe, spółka matka udzieliła Spółce G poręczenia, co pozwoliło jej obniżyć oprocentowanie kredytu o 0,5 punktu procentowego w stosunku do oprocentowania, jakie mogłaby uzyskać bez zabezpieczenia.

Stosując metodę dochodową (yield approach), wykazano, że dzięki poręczeniu Spółka G oszczędziła na odsetkach 50 tysięcy EUR rocznie, co stanowiło potencjalną maksymalną kwotę, jaką Spółka G byłaby skłonna zapłacić za poręczenie.

Oszczędności te zostały podzielone między Spółkę G a spółkę matkę wyznaczając tym samym opłatę za poręczenie.

4.6.3. Metoda kosztowa (cost approach)

Metoda kosztowa (na gruncie polskich przepisów traktowana jako tzw. inna metoda, o której mowa w art. 11d ust. 2 Ustawy o CIT) może opierać się na badaniu kosztów, jakie jedna strona ponosi w związku z udziałem w transakcji finansowej. Metoda kosztowa również może mieć zastosowanie do oszacowania rynkowej ceny w transakcji poręczenia, poprzez określenie minimalnej opłaty za udzielenie poręczenia, którą poręczyciel byłby skłonny zaakceptować. Metoda kosztowa określa ilościowo dodatkowe ryzyko ponoszone przez poręczyciela lub wartość oczekiwanej straty, którą poręczyciel poniósłby, udzielając poręczenia. Można to ustalić np. poprzez: (i) oszacowanie prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązania przez dłużnika z uwzględnieniem oczekiwanej stopy odzysku w przypadku niewykonania zobowiązania, lub (ii) oszacowanie jaki kapitał jest wymagany do pokrycia dodatkowego ryzyka poręczyciela związanego z udzieleniem poręczenia.

Użyteczna może być też metoda wsparcia kapitałowego, która opiera się na oszacowaniu oczekiwanego zwrotu z kapitału, który należałoby wnieść do dłużnika w celu wyeliminowania różnic pomiędzy wiarygodnością kredytową poręczyciela i dłużnika. Powyższa metoda może mieć w szczególności zastosowanie do transakcji, w których istnieją wątpliwości co do zdolności kredytowej dłużnika.

Przykład

Spółka H w 2022 roku planowała uzyskać finansowanie w wysokości 8 milionów EUR na rozwój nowej linii produktów. Spółka matka, dysponująca wysoką

wiarygodnością kredytową, zgodziła się udzielić poręczenia, aby pomóc Spółce H uzyskać ten kredyt.

Zastosowano metodę kosztową (cost approach) do oszacowania minimalnej opłaty za poręczenie. W ramach analizy:

- Oszacowano prawdopodobieństwo niewykonania zobowiązania przez Spółkę H na podstawie jej sytuacji finansowej oraz wskaźników branżowych. Określono, że prawdopodobieństwo niewypłacalności wynosi 0,9%.
- Oceniono oczekiwaną stratę dla poręczyciela, uwzględniając stopę odzysku w przypadku niewypłacalności Spółki H, która wyniosłaby 60%.

Na tej podstawie oszacowano ryzyko, które musiałyby pokryć spółka matka i wyceniono koszt tego ryzyka, który stanowić będzie minimalną opłatę za poręczenie.

5. Istotne elementy przeprowadzania analizy

5.1. Okoliczności zawarcia transakcji

Analiza okoliczności badanej transakcji finansowej powinna być przeprowadzona z perspektywy obu (wszystkich) stron transakcji i obejmować m.in.:

- analizę relacji handlowych i finansowych stron wpływających na warunki w transakcji,
- analizę charakterystyki transakcji finansowej pod kątem warunków ekonomicznych, w tym warunków umownych, roli i ryzyka stron w transakcji, czynników ekonomicznych i strategicznych mających wpływ na warunki transakcji, czy współistnienia innych instrumentów finansowych mających wpływ na warunki transakcji,
- analizę opcji realistycznie dostępnych dla stron transakcji finansowych,
- ocenę wpływu ryzyka kredytowego spółki i grupy na warunki w transakcji, w tym także uwzględnienie ewentualnych kowenantów finansowych oraz oceny zdolności do obsługi zadłużenia.

W rezultacie, prawidłowo przeprowadzone badanie porównywalności transakcji kontrolowanej powinno obejmować nie tylko analizę danych porównawczych, ale również przedstawione powyżej obszary.

Przykład

Spółka C uzyskała w 2021 roku poręczenie od spółki matki na kwotę 5 milionów EUR, umożliwiające uzyskanie korzystniejszych warunków kredytowych w zewnętrznym banku. W ramach badania porównywalności:

- Przeanalizowano relacje handlowe i finansowe między Spółką C a spółką matką, w tym wpływ poręczenia na warunki finansowania kredytem bankowym,
- Zbadano charakterystykę samego poręczenia, w tym warunki umowy, rolę i ryzyka stron, a także otoczenie ekonomiczne, w którym działała Spółka C,
- Dokonano oceny realistycznych opcji dostępnych dla Spółki C, w tym możliwości pozyskania kredytu bez poręczenia,
- Przeprowadzono analizę ryzyka kredytowego Spółki C oraz Grupy, biorąc pod uwagę wskaźniki finansowe i zdolność do spłaty długu, a także potencjalne ograniczenia wynikające z kowenantów finansowych nałożonych przez bank.

Na podstawie tych analiz ustalono warunki poręczenia udzielonego przez spółkę matkę. Zwykle porównanie tego poręczenia np. do gwarancji bankowej, czyli przeprowadzenie samego benchmarku, byłoby zbyt dużym uproszczeniem i mogłoby nie adresować wszystkich okoliczności sprawy i czynników porównywalności.

5.2. Kryteria porównywalności transakcji

Zgodnie z § 3. Rozporządzenia TP przeprowadzenie badania porównywalności powinno uwzględniać kryteria porównywalności, które mają lub mogą mieć istotny wpływ na warunki transakcji ustalone lub narzucone między podmiotami powiązanymi.

Dla transakcji finansowych, ze względu na ich specyfikę, a także wysokie i kwantyfikowalne sparametryzowanie, kryteria porównywalności (doprecyzowanie kryteriów wskazanych w § 3. Rozporządzenia TP) to m.in.:

- Ryzyko związane z transakcją
- Charakter i cel transakcji
- Moment zawarcia transakcji oraz okres finansowania
- Stopień podporządkowania / senioralność
- Zabezpieczenie transakcji
- Lokalizacja geograficzna
- Waluta
- Rodzaj stopy procentowej
- Harmonogram spłaty
- Wartość / wolumen transakcji
- Inne koszty transakcyjne.

Istnienie tych kryteriów porównywalności nie oznacza, że każde z nich ma lub może mieć istotny wpływ na porównywalność konkretnej transakcji, ani też nie każde kryterium stanie się parametrem do selekcji porównywalnych danych rynkowych w benchmarku. Wybór i istotność kryteriów porównywalności uzależniony będzie od rodzaju i charakteru badanej transakcji kontrolowanej.

Dla wielu z tych kryteriów, dzięki dostępności odpowiednich rynkowych danych, np. pochodnych instrumentów finansowych, istnieje możliwość przeprowadzenia racjonalnie dokładnych korekt porównywalności w celu uzyskania wyższego stopnia porównywalności danych porównawczych do transakcji kontrolowanej.

5.2.1. Ryzyko związane z transakcją

Ryzyko to jeden z kluczowych parametrów finansowania, który ma wpływ na cenę transakcji. Im większe ryzyko związane z transakcją, tym większa powinna być cena. Ryzyko może być wyrażone np. poprzez scoring / rating kredytowy. Istotna jest też ocena zdolności do ponoszenia tego ryzyka, przeprowadzona w szczególności z punktu widzenia podmiotu, którego będą obciążać skutki materializacji ryzyka przypisanego w oparciu np. o warunki umowne transakcji.

Przykład

Spółka I w 2023 roku zaciągnęła pożyczkę od powiązanej Spółki J na kwotę 50 milionów PLN. Spółka I miała niższy rating kredytowy w porównaniu do innych podmiotów w grupie, co wskazywało na wyższe ryzyko niewypłacalności. W związku z tym, oprocentowanie pożyczki zostało ustalone na poziomie wyższym niż dla innych podmiotów grupy, które zaciągnęły podobne pożyczki, ale miały wyższy rating kredytowy.

Ustalając poziom oprocentowania pożyczki skalkulowano rating kredytowy Spółki J w oparciu o dostępne modele scoringowe np. RiskCalc, a dodatkowo uwzględniono bierne wsparcie grupy (implicit support) czy ryzyko kraju w którym Spółka I prowadziła działalność. Ze względu na wysoką kwotę pożyczki w kalkulacji ratingu uwzględniono zdolność pożyczkobiorcy do spłaty przyszłych zobowiązań wynikających z pożyczki.

W wyniku tej analizy, pożyczka została oprocentowana na poziomie o 1,2% wyższym niż w przypadku bardziej stabilnych spółek grupy.

5.2.2. Charakter i cel transakcji

Charakter i cel transakcji finansowej mogą wpływać na ryzyko transakcji, jak i na inne parametry takie jak np. okres finansowania czy zabezpieczenie transakcji. Przykładowo, pożyczka inwestycyjna może być finansowaniem średnio lub długoterminowym, w zależności od inwestycji oraz może wymagać dodatkowego zabezpieczenia np. w postaci hipoteki czy zastawu. Inny przykład to poręczenie kontraktu handlowego – może to być transakcja krótkoterminowa lub średnioterminowa i może nie wiązać się z koniecznością przedstawienia dodatkowych zabezpieczeń.

Przykład

1. Spółka K, planując budowę nowego zakładu produkcyjnego, uzyskała od powiązanej Spółki L pożyczkę inwestycyjną w wysokości 15 milionów EUR. Pożyczka ta miała charakter długoterminowy, z okresem spłaty wynoszącym 10 lat, co odzwierciedlało charakter inwestycji, z której oczekiwano zwrotu w dłuższym horyzoncie czasowym. Aby zabezpieczyć transakcję, Spółka K ustanowiła hipotekę na należącej do niej nieruchomości na rzecz Spółki L - pożyczkodawcy.

2. Spółka M uzyskała od Spółki L list intencyjny (*letter of comfort*) dla kontraktu handlowego na dostawę surowców do jednego z kluczowych odbiorców. List intencyjny potwierdzał, że Spółka L wspiera Spółkę M w realizacji jej działalności operacyjnej. Kontrakt handlowy miał obowiązywać przez 12 miesięcy. Ze względu

na niewielkie ryzyko związane z kontraktem i krótki okres trwania transakcji, odbiorca nie wymagał innych zabezpieczeń.

5.2.3. Moment zawarcia transakcji oraz okres finansowania

Okres finansowania może wpływać na ryzyko transakcji, jak i inne parametry transakcji takie, jak np. rodzaj stopy procentowej. Generalnie można przyjąć, że im dłuższe finansowanie, tym wyższa cena w transakcji⁷. Analogiczne znaczenie może mieć moment zawarcia transakcji, chociażby ze względu na panującą sytuację gospodarczą w momencie i miejscu realizacji transakcji.

Przykład

Spółka N zaciągnęła od powiązanej Spółki O pożyczkę w wysokości 10 milionów EUR w styczniu 2022 roku, na okres 7 lat, z oprocentowaniem opartym na zmiennej stopie procentowej EURIBOR. W momencie zawarcia transakcji, stopy procentowe w strefie euro były na niskim poziomie, co sprawiło, że pożyczka była stosunkowo tania dla Spółki N.

Jednakże, w 2023 roku, stopy procentowe gwałtownie wzrosły. Ponieważ pożyczka miała zmienną stopę procentową, wzrost stóp przełożył się na wyższe koszty obsługi zadłużenia dla Spółki N. Dodatkowo, dłuższy okres finansowania (7 lat) wiązał się z większym ryzykiem dla pożyczkodawcy, co spowodowało, że marża oprocentowania pożyczki od początku była wyższa niż w przypadku krótkoterminowych pożyczek zawartych przez inne podmioty grupy.

5.2.4. Stopień podporządkowania / senioralność

Kolejność zaspokojenia roszczeń w przypadku niewypłacalności podmiotu korzystającego z różnych rodzajów finansowań może mieć wpływ na ryzyko związane ze spłatą określonego finansowania, a tym samym na cenę w transakcji. Dług senioralny jest co do zasady mniej ryzykowny gdyż będzie miał pierwszeństwo spłaty nad finansowaniem podporządkowanym.

Stopień podporządkowania/senioralności należy analizować w każdym przypadku pod kątem jego faktycznego występowania, niezależnie od formalnego zapisu w umowach o finansowanie. Również w przypadku braku takiego formalnego zapisu, należy

⁷ Należy pamiętać, że w rzeczywistości gospodarczej występują również okresy, w których powyższa zależność nie występuje (tj. okresy występowania tzw. odwróconej krzywej dochodowości, ang. *inverted yield curve*).

przeanalizować, czy ryzyko związane z kolejnością spłaty zobowiązań nie jest w praktyce ograniczone na skutek relacji występujących pomiędzy stronami transakcji.

Przykład

Spółka P potrzebowała dodatkowych środków na rozwój działalności. W związku z tym, zaciągnęła dwa rodzaje pożyczek: senioralną od Spółki Q (powiązanej) oraz podporządkowaną od Spółki R (również powiązanej).

Pożyczka senioralna od Spółki Q w wysokości 8 milionów EUR została zabezpieczona na majątku Spółki P i miała pierwszeństwo w zaspokojeniu roszczeń w przypadku niewypłacalności. Ze względu na niski stopień ryzyka, pożyczka została udzielona z niższym oprocentowaniem na poziomie 3,5%.

Pożyczka podporządkowana od Spółki R w wysokości 5 milionów EUR nie była zabezpieczona i w przypadku niewypłacalności Spółki P, Spółka R mogłaby liczyć na zwrot środków dopiero po spłaceniu długów senioralnych. W związku z wyższym ryzykiem niespłacenia zobowiązań, pożyczka podporządkowana została oprocentowana na wyższym poziomie – 6,5%.

5.2.5. Zabezpieczenie transakcji

Transakcje finansowe mogą mieć różne formy zabezpieczenia: hipoteka, zastawy na aktywach, zabezpieczenie rachunków bankowych, cesje wierzytelności, poręczenia wekslowe, przystąpienie do długu, pełnomocnictwa do rachunków, czy inne zabezpieczenia prawne. Różne formy zabezpieczenia transakcji mogą wpływać na zwiększenie jej bezpieczeństwa, obniżenie ryzyka transakcji, czy przyspieszenie jej egzekucji, ale też na poprawę ratingu kredytowego lub innych warunków finansowania, a przez to np. na obniżenie kosztów długu (wysokości oprocentowania).

Wytyczne OECD wskazują, że trzeba też analizować co zrobiłyby niezależne podmioty – czy wymagałyby zabezpieczenia nawet gdy go nie ma w umowie oraz czy korzystający z finansowania byłby skłonny (oraz miałby możliwość) takie zabezpieczenie ustanowić. Nieskorzystanie z zabezpieczenia w sytuacji braku kosztu alternatywnego byłoby nieracjonalne. Określając rynkowy charakter transakcji należy więc brać pod uwagę również zabezpieczenia, które mogłyby wystąpić nawet pomimo ich braku w umowach pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Przykład

Spółka X potrzebowała finansowania w wysokości 12 milionów EUR na zakup nowej linii produkcyjnej. W ramach tej transakcji zawarła umowę pożyczki z powiązaną Spółką Y.

Pożyczka od Spółki Y była zabezpieczona hipoteką na nieruchomości przemysłowej będącej własnością Spółki X, a także zastawem na nowych maszynach produkcyjnych. Dodatkowo, Spółka Y uzyskała pełnomocnictwo do rachunku bankowego Spółki X, co zwiększyło jej kontrolę nad środkami przepływającymi przez rachunek i umożliwiło szybką reakcję w przypadku problemów finansowych Spółki X.

Ze względu na silne zabezpieczenia, ryzyko niespłacenia pożyczki przez Spółkę X zostało znacznie zredukowane, co pozwoliło na udzielenie finansowania z relatywnie niskim oprocentowaniem wynoszącym 3%. Gdyby transakcja nie była zabezpieczona, oprocentowanie mogłoby być znacznie wyższe – np. 5%, ze względu na zwiększone ryzyko dla Spółki Y.

W przypadku transakcji pomiędzy podmiotami niepowiązanymi, bank udzielający podobnego finansowania prawdopodobnie wymagałby co najmniej tych samych zabezpieczeń.

5.2.6. Lokalizacja geograficzna

Lokalizacja geograficzna pożyczkobiorcy, podmiotu korzystającego z poręczania czy innych transakcji finansowych, może mieć wpływ na ryzyko transakcji. Przy ocenie ratingu kredytowego strony transakcji przyjmuje się, iż co do zasady nie powinien on być wyższy niż rating kraju siedziby pożyczkobiorcy / korzystającego z poręczenia m.in. ze względu na to, że rynkowe uwarunkowania gospodarcze, finansowe czy polityczne kraju w którym dany podmiot prowadzi działalność mogą mieć wpływ na ryzyko prowadzenia przez ten podmiot działalności w tych uwarunkowaniach. Jeżeli sytuacja danego podmiotu, jego pozycja w grupie, sytuacja i ryzyko całej grupy są bardzo dobre (a ryzyko tej spółki i/lub jej grupy niższe niż ryzyko kraju) to zasada ta może nie zostać zachowana, a rating podmiotu może być wyższy niż kraju, w którym ma siedzibę.

Przykład

Spółka A, zarejestrowana i prowadząca działalność w Polsce, uzyskała pożyczkę od powiązanej Spółki B, której siedziba znajduje się w Stanach Zjednoczonych. Chociaż Spółka A posiada solidną pozycję finansową i dobre wyniki operacyjne, to globalna ocena ryzyka kraju (w tym przez agencje ratingowe) wskazuje, iż ryzyko Polski jest wyższe niż ryzyko Stanów Zjednoczonych (rating Polski jest niższy niż rating USA). Rating kraju wpływa na ocenę ryzyka tej transakcji.

Spółka B wzięła pod uwagę zarówno indywidualne ryzyko kredytowe Spółki A, jak i ogólne ryzyko gospodarcze związane z Polską jako lokalizacją geograficzną pożyczkobiorcy. Ze względu na to, że ryzyko kraju (country risk) dla Polski było wyższe niż dla USA, Spółka B uwzględniła to w warunkach transakcji, oferując pożyczkę z oprocentowaniem wyższym, niż gdyby udzielała finansowanie porównywalnej spółce powiązanej w USA.

5.2.7. Waluta transakcji

Waluta transakcji i ryzyko z nią związane mają bezpośredni związek z wysokością oprocentowania. Wskazują na to chociażby poziomy stóp bazowych dla różnych walut (np. Euribor czy Wibor), które są skorelowane z sytuacją w danym kraju czy regionie oraz przewidywania do umocnienia się lub osłabienia określonej waluty w przyszłości. Warto zaznaczyć, że waluta transakcji i lokalizacja geograficzna transakcji niekoniecznie muszą pokrywać to samo ryzyko transakcji finansowej. Przykładowo, pożyczka udzielona podmiotom działającym w Polsce i Turcji w EUR może mieć różny poziom oprocentowania mimo tej samej waluty, ze względu na ryzyko kraju.

Przykład

Spółka C, zlokalizowana w Polsce, otrzymała od powiązanej Spółki D, mającej siedzibę we Francji, pożyczkę w wysokości 5 milionów EUR. Ponieważ Spółka C generuje swoje główne przychody w polskich złotych (PLN), w transakcji pojawiło się ryzyko kursowe związane z wahaniami kursu EUR/PLN.

Spółka D zaoferowała pożyczkę z oprocentowaniem 2,5% w EUR, co odpowiadało stopom procentowym dla tej waluty w strefie euro. Jednakże Spółka C musiała wziąć pod uwagę ryzyko zmiany kursu walutowego, które mogło prowadzić do dodatkowych kosztów przeliczania złotych na euro na spłatę pożyczki, jeśli PLN osłabiłby się wobec EUR.

Alternatywnie, Spółka D mogłaby zaoferować pożyczkę w PLN, która wyeliminowałaby ryzyko kursowe dla Spółki C, jednak oprocentowanie takiej pożyczki byłoby wyższe – np. 6% – ze względu na wyższe stopy bazowe obowiązujące w Polsce.

5.2.8. Rodzaj oprocentowania

Rodzaj przyjętego oprocentowania (stałe lub zmienne) również może mieć wpływ na wysokość ceny w transakcji. Związane jest to m.in. z polityką monetarną w danym kraju czy regionie i przewidywaniem zmian stóp procentowych w przyszłości.

Przykład

Spółka A zawiera umowę pożyczki z powiązaną Spółką B na kwotę 10 milionów PLN. W ramach negocjacji warunków finansowania strony uzgodniły, że pożyczka może być oprocentowana według dwóch różnych modeli stopy procentowej: stałej lub zmiennej.

1. **Staća stopa procentowa:** Spółka A proponuje oprocentowanie w wysokości 5% rocznie, które będzie obowiązywać przez cały okres trwania pożyczki (np. 5 lat). Stała stopa daje stabilność i przewidywalność kosztów, ponieważ zmiany stóp procentowych w przyszłości nie wpłyną na wysokość odsetek.
2. **Zmienne oprocentowanie:** Alternatywnie, Spółka B sugeruje, aby oprocentowanie było ustalane na podstawie zmiennej stopy WIBOR 6M, powiększonej o marżę 1,5%. Przy założeniu, że w momencie podpisania umowy WIBOR 6M wynosi 3%, całkowite oprocentowanie wyniosłoby 4,5% (3% WIBOR + 1,5% marża). Jednakże, ze względu na prognozowane podwyżki stóp procentowych przez Narodowy Bank Polski, wysokość WIBOR 6M może wzrosnąć, co zwiększyłoby koszty obsługi długu w kolejnych latach.

5.2.9. Harmonogram spłaty

Harmonogram spłaty może mieć wpływ na wysokość cen w transakcji m.in. ze względu na wartość pieniądza w czasie. To kiedy i czy określona została data spłaty np. kwoty głównej pożyczki czy odsetek może mieć wpływ na wysokość oprocentowania takiej pożyczki czy inne warunki jej udzielenia.

Przykład

Spółka X udziela pożyczki powiązanej Spółce Y w wysokości 5 milionów PLN na okres 5 lat. Strony negocjują harmonogram spłaty pożyczki, co ma bezpośredni wpływ na warunki finansowania i koszt pożyczki.

Raty równe: Spółka Y zobowiązuje się do spłaty pożyczki w równych rocznych ratach przez cały okres 5 lat. Każda roczna rata wynosi 1 milion PLN plus odsetki naliczane od pozostałego kapitału do spłaty. Taki harmonogram zmniejsza ryzyko pożyczkodawcy, ponieważ kapitał pożyczki jest regularnie spłacany, co obniża jego ekspozycję w czasie. Mniejsze ryzyko może przełożyć się na niższą marżę i niższe oprocentowanie w porównaniu do alternatywnego harmonogramu.

Spłata na koniec okresu (tzw. *bullet repayment*): Alternatywnie, Spółka Y proponuje spłatę całego kapitału pożyczki jednorazowo po 5 latach. W tym przypadku Spółka Y płaci jedynie odsetki co roku, a pełna kwota kapitału zostaje spłacona na końcu okresu. Ten harmonogram zwiększa ryzyko pożyczkodawcy,

ponieważ pełna kwota kapitału jest zagrożona do ostatniego dnia. W związku z tym, pożyczkodawca może żądać wyższego oprocentowania, aby skompensować dodatkowe ryzyko.

5.2.10. Wartość / wolumen transakcji

Wolumen realizowanej transakcji finansowej może mieć wpływ na ryzyko związane z jej realizacją. Przykładowo, ze względu na duży wolumen transakcji dłużnej może być wymagane wprowadzenie dodatkowych zabezpieczeń transakcji, bowiem zwiększa się ryzyko nieterminowego regulowania płatności odsetkowych lub wręcz nierozliczenia (niespłacenia) całej transakcji w uzgodnionym czasie.

Przykład

Spółka A, planuje zaciągnąć pożyczkę od powiązanej Spółki B w wysokości 50 milionów EUR. Wysoki wolumen transakcji zwiększa ryzyko pożyczkodawcy, co wymaga dodatkowego zabezpieczenia, aby zmniejszyć to ryzyko.

Zabezpieczenie w formie hipoteki: Ze względu na wysoką wartość transakcji, Spółka B wymaga od Spółki A zabezpieczenia w postaci hipoteki na nieruchomości o wartości 60 milionów EUR. To zabezpieczenie zmniejsza ryzyko dla pożyczkodawcy, ponieważ daje mu prawo do odzyskania pożyczonych środków w przypadku niewypłacalności Spółki A. Dzięki temu Spółka B może zaproponować niższe oprocentowanie, niż miałoby to miejsce bez zabezpieczenia.

Brak zabezpieczenia: Gdyby wolumen transakcji był mniejszy, np. 5 milionów EUR, Spółka B mogłaby nie wymagać dodatkowych zabezpieczeń, a pożyczka mogłaby być udzielona na standardowych warunkach, z wyższą marżą, rekompensującą większe ryzyko braku zabezpieczenia.

Wysoki wolumen transakcji wpływa dodatkowo na zdolność kredytową pożyczkobiorcy, tj. zdolność do obsługi i spłaty tego finansowania w uzgodnionym okresie. Można zatem przeanalizować czy pożyczkodawca posiada tę zdolność, czy środki finansowe nie powinny być mu udzielone w innej formie.

5.2.11. Inne koszty transakcyjne

Oprócz podstawowej ceny w transakcji finansowej (oprocentowanie, prowizja, czy marża / *spread*) jej realizacja może wiązać się z dodatkowymi kosztami (opłaty, prowizje np. za udzielenie finansowania, za gotowość – *commitment fee* itp.) które również powinny być brane pod uwagę w analizie rynkowości transakcji finansowej, w tym również to, czy dana opłata powinna mieć zastosowanie w określonej transakcji.

Przykład

Spółka C zaciąga kredyt inwestycyjny od niezależnego banku na kwotę 20 milionów PLN oraz pożyczkę grupową na kwotę 10 mln EUR na zbliżony okres i podobnym oprocentowaniu.

Oprócz podstawowego oprocentowania, umowa kredytowa z bankiem zawiera dodatkowe koszty związane z transakcją:

1. **Prowizja za udzielenie finansowania:** Bank pobiera jednorazową opłatę w wysokości 0,5% od całej kwoty kredytu, czyli 100 tysięcy PLN, za przygotowanie i uruchomienie środków.
2. **Opłata za gotowość:** Bank nalicza dodatkową opłatę za gotowość do wypłaty pozostałej niewykorzystanej części kredytu, wynoszącą 0,2% rocznie. Jeśli Spółka C wykorzysta tylko 10 milionów PLN z udostępnionego kredytu, opłata za gotowość od pozostałych 10 milionów wyniesie 20 tysięcy PLN rocznie.
3. **Koszty administracyjne:** Umowa przewiduje również roczną opłatę administracyjną w wysokości 15 tysięcy PLN za obsługę kredytu.

Podczas analizy rynkowości pożyczki grupowej i jej porównania wewnętrznego do kredytu bankowego, oprócz oprocentowania należy uwzględnić wszystkie dodatkowe koszty, takie jak prowizje, opłaty za gotowość czy koszty administracyjne, aby określić, czy całkowity koszt finansowania odpowiada warunkom rynkowym.

* * *

Standardowe czynniki porównywalności wskazane w § 3. Rozporządzenia TP, takie jak: warunki ekonomiczne w miejscu i czasie realizacji transakcji, sektor / branża działalności stron transakcji czy strategia biznesowa realizowana przez strony transakcji, również mogą mieć wpływ na ustalenie warunków transakcji finansowej.

W zależności od faktów i okoliczności transakcji różne parametry transakcji mogą mieć różny wpływ na wysokość ceny w transakcji; niektóre parametry mogą mieć kluczowy wpływ, a inne mogą być nieistotne w danej transakcji.

5.3. Korekty porównywalności transakcji

Przeprowadzając analizę porównawczą dla transakcji finansowej należy dążyć do identyfikacji takich transakcji, które charakteryzują się parametrami (kryteriami) najbardziej porównywalnymi do analizowanej transakcji. Niemniej jednak, nie zawsze jest możliwe wyselekcjonowanie w ramach benchmarku próby idealnie porównywalnych transakcji, które spełniają wszystkie istotne dla danej transakcji

kryteria porównywalności. W takich sytuacjach, zgodnie z § 4. Rozporządzenia TP, niezbędne jest przeprowadzenie korekt porównywalności.

Transakcje finansowe charakteryzują się wieloma kwantyfikowalnymi parametrami, przedmiot transakcji (pożyczany czy zabezpieczany kapitał) jest jednorodny, transakcje finansowe są bardzo powszechne na rynku, dane o wielu z nich są publicznie dostępne i z tego względu przeprowadzenie korekt porównywalności jest możliwe.

Do powszechnie stosowanych korekt porównywalności transakcji finansowych można zaliczyć m.in.:

- (i) korektę o ryzyko kraju
- (ii) korektę o ryzyko kredytowe
- (iii) korektę o okres zapadalności
- (iv) korektę o walutę
- (v) korektę o stopę bazową i rodzaj oprocentowania
- (vi) korektę o zabezpieczenie i podporządkowanie
- (vii) korektę o częstotliwość płatności odsetkowych.

Korekty te odnoszą się do kwantyfikowalnych parametrów (cech charakterystycznych) transakcji finansowych. Jeżeli parametry te mają znaczenie dla ustalenia rynkowych warunków transakcji finansowych, a nie mogą być zastosowane jako kryteria selekcji danych porównawczych (benchmark) na przykład, ze względu na brak danych porównawczych spełniających takie kryteria, można przeprowadzić dla nich stosowne korekty porównywalności.

Istnieją również parametry / kryteria porównywalności dla których przeprowadzenie korekty porównywalności może być utrudnione lub wręcz niemożliwe (parametry jakościowe). Są to m.in.:

- (i) sektor
- (ii) cel finansowania
- (iii) profil funkcjonalny podmiotu finansującego i finansowanego
- (iv) strategia grupy
- (v) sytuacja na rynku.

Jeżeli parametry jakościowe mają istotne znaczenie dla ustalenia rynkowych warunków transakcji finansowych, można uwzględnić je jako kryteria selekcji danych porównawczych.

Korekty porównywalności transakcji finansowych można przeprowadzić m.in. przy wykorzystaniu instrumentów pochodnych lub innych danych / wskaźników

finansowych kwotowanych na rynku i publikowanych komercyjnie m.in. poprzez wyspecjalizowane bazy danych.

Rodzaj i liczba przeprowadzonych korekt w ramach analizy porównawczej zależy od faktów i okoliczności danej transakcji, dobranych kryteriów porównywalności oraz jakości wstępnej próby danych porównawczych. Należy podkreślić, że nie ma jednego właściwego sposobu na wybór właściwych korekt porównywalności, istotne jest aby były one najlepiej dopasowane do danej transakcji zwiększając jej porównywalność.

5.4. Perspektywa stron transakcji

5.4.1. Określenie relacji komercyjnych i finansowych stron transakcji

Podobnie, jak w przypadku każdej innej transakcji kontrolowanej, badanie porównywalności transakcji finansowej wymaga analizy czynników wpływających na sytuację i wyniki przedsiębiorstw w ramach badanej branży. Ze względu na istniejące różnice między branżami, czynniki takie jak np. wpływ regulacji rządowych, dostępność zasobów finansowych, kapitałochłonność prowadzonej działalności, cykl życia produktu, czas realizacji inwestycji, itp. w danej branży są istotnymi cechami, które należy wziąć pod uwagę, aby dokładnie określić sytuację stron i warunki zawarcia kontrolowanej transakcji.

Podmioty działające w różnych sektorach mogą wymagać, na przykład, różnych kwot i rodzajów finansowania ze względu na różne poziomy kapitałochłonności, lub mogą wymagać różnych poziomów krótkoterminowych sald środków pieniężnych ze względu na różne ich potrzeby handlowe.

Przykład

Firma A, działająca w sektorze technologii, udziela pożyczki swojej spółce zależnej, firmie B, która działa w branży energetycznej. Firma B, ze względu na wysoką kapitałochłonność swojej działalności (budowa elektrowni), wymaga znacznie większych środków finansowych niż firma A, która koncentruje się na usługach software'owych.

Analiza warunków transakcji finansowych uwzględnia różnice w potrzebach finansowych obu sektorów: firma B otrzymuje długoterminową pożyczkę o wysokiej wartości, co jest typowe dla kapitałochłonnych projektów energetycznych, podczas gdy firma A korzysta z nisko kosztowych, krótkoterminowych instrumentów finansowych, dostosowanych do dynamicznie zmieniającego się rynku technologii.

5.4.2. Charakterystyka transakcji finansowej pod kątem warunków umownych, roli i ryzyka stron, warunków ekonomicznych i strategicznych

W przypadku transakcji finansowych badanie porównywalności obejmuje również weryfikację zasadności poszczególnych zapisów umownych – nie tylko pod kątem ich wpływu na poziom oprocentowania, ale również na ich ekonomiczną racjonalność w transakcji i rzeczywisty ekonomiczny sens transakcji. Przykładowo, opcja wcześniejszej spłaty dla pożyczkobiorcy (która może powodować zmianę oprocentowania), w przypadku gdy pożyczkobiorca jest w trudnej sytuacji finansowej i jego strategia nie zakłada skorzystania z tej opcji (wręcz przeciwnie, zamierza korzystać z finansowania dłużnego jak najdłużej), może zostać uznana za fikcyjną możliwość, sztucznie wpływającą na oprocentowanie.

Podobnie, strategia Grupy może zakładać np. ograniczenie korzystania z zewnętrznych banków komercyjnych ze względu na możliwość lokowania wolnej gotówki w Grupie, dzięki czemu lokalny podmiot powiązany ma możliwość lokowania swoich środków finansowych w zagranicznej centrali, nie musi też posiadać wiedzy o rynkach finansowych i lokowaniu środków, może zawrzeć umowę szybciej i bez nadmiernych obciążeń administracyjnych.

Przykład

Spółka X posiadała znaczące nadwyżki środków pieniężnych w wysokości 50 milionów PLN. Zgodnie z polityką Grupy, spółki zależne powinny w pierwszej kolejności lokować wolne środki w ramach grupy kapitałowej. Spółka X zawarła więc umowę lokaty ze spółką matką Y na okres 12 miesięcy z oprocentowaniem WIBOR 3M - 1,5%.

Analiza sytuacji finansowej w tym przepływow pieniądze Spółki X wskazuje, że teoretycznie mogłyby uzyskać lepsze warunki oprocentowania depozytów czy lokat na rynku lokalnym w porównaniu do warunków proponowanych przez Grupę. Zawarcie takiej umowy depozytowej czy lokaty z bankiem wymagałoby jednak czasu i wymuszałoby na Spółce X konieczność analizy pozostałych (poza oprocentowaniem) warunków tej transakcji, które mogłyby nie być tak elastyczne i korzystne jak w przypadku transakcji ze spółką z grupy.

5.4.3. Uwzględnienie w analizie perspektywy dwustronnej w zakresie w jakim wpływa na warunki transakcji finansowej

Przy ocenie rynkowości warunków transakcji finansowej należy wziąć pod uwagę perspektywę obu stron transakcji. Przykładowo, pożyczkodawca powinien dokonać

oceny ryzyka pożyczkobiorcy w ramach transakcji i ocenić, na jakich warunkach i jaką kwotę będzie w stanie udostępnić pożyczkobiorcy oraz jaki zwrot z tytułu ponoszonego ryzyka w określonym czasie powinien uzyskać. Należy również rozpatrzyć, czy jest w stanie takie ryzyko finansowe w ogóle ponosić w związku z udzieleniem pożyczki. Z kolei pożyczkobiorca dąży do zoptymalizowania kosztu posiadanego kapitału, w tym kapitału dłużnego, celem zapewnienia finansowania swojej działalności zgodnie ze swoją strategią biznesową.

Przykład

Spółka E, spółka holdingowa posiadająca stabilne zasoby finansowe ale i dostęp do taniego kredytu bankowego, udziela pożyczki swojej spółce zależnej F, która prowadzi działalność produkcyjną. Z perspektywy spółki E, przed udzieleniem pożyczki musi ona ocenić ryzyko związane z działalnością spółki F, w tym jej zdolność do generowania przychodów i spłaty zobowiązania. Spółka E analizuje, jaką kwotę może pożyczyć oraz jakie oprocentowanie będzie adekwatne, biorąc pod uwagę ponoszone ryzyko oraz koszt finansowania bankowego. Ważnym elementem tej analizy jest ocena, czy spółka E może w ogóle pozwolić sobie na ponoszenie ryzyka związanego z udzieleniem pożyczki, szczególnie jeśli jej własna płynność finansowa mogłaby na tym ucierpieć.

Z perspektywy spółki F, pożyczkobiorca dąży do uzyskania jak najniższego oprocentowania, aby zminimalizować koszty kapitału dłużnego, co jest zgodne z jej strategią biznesową. Spółka F chce również upewnić się, że warunki pożyczki, takie jak harmonogram spłat nie byłyby gorsze niż warunki do uzyskania na rynku.

5.4.4. Ocena wpływu ratingu kredytowego spółki i grupy na warunki w transakcji

Ryzyko kredytowe tj. ryzyko niewypłacalności dłużnika stanowi jeden z kluczowych kryteriów porównywalności w procesie ustalania ceny w transakcjach finansowych. Powszechnie stosowaną na rynku finansowym metodą oceny ryzyka związanego z wypłacalnością dłużnika jest określenie jego ratingu kredytowego, który obrazuje sytuację finansową podmiotu i jego zdolności do obsługi zadłużenia. Dla wierzycieli ocena ta może stanowić podstawę do określenia poziomu ryzyka na jakie są oni narażeni udzielając finansowania o charakterze dłużnym lub poręczając określone zobowiązania danemu podmiotowi.

Ryzyko kredytowe i rating kredytowy mogą być wyznaczone zarówno dla podmiotu uczestniczącego w transakcji finansowej (np. pożyczkobiorcy, podmiotu korzystającego z poręczenia) jak i dla samej transakcji. Co więcej rating transakcji może różnić się od ratingu podmiotu jeśli np. finansowanie jest senioralne i zabezpieczone na wielu poziomach, lub podmiot korzystający z finansowania dla

określonego projektu ma silne wsparcie grupy dla tego projektu (aktywne lub pasywne) co może oznaczać, że jego rating będzie wyższy niż rating samego podmiotu.

5.4.5. Metody określania ratingu podmiotu i transakcji

Ratingi kredytowe wyznaczane przez międzynarodowe agencje ratingowe (np. Moody's, S&P, Fitch) uważane są za najbardziej wiarygodne. Jest to wynikiem tego, że agencje ratingowe w procesie nadawania oceny wiarygodności kredytowej analizują szeroki zakres czynników ilościowych (m. in. aktualne i przyszłe wyniki finansowe spółki, poziom dźwigni finansowej, dane makroekonomiczne) oraz jakościowych (np. pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa, doświadczenie osób zarządzających, dotychczasowa polityka finansowa). Ratingi kredytowe mogą być również wyznaczane przez lokalne agencje ratingowe czy lokalne instytucje finansowe (np. banki, firmy leasingowe).

Kalkulację ratingu kredytowego można przeprowadzić też przy wykorzystaniu modeli scoringowych dostarczonych przez m.in. dostawców baz danych takich jak np. Bloomberg, S&P, Moody's czy LSEG Eikon. Modele te opierają się głównie na danych ilościowych (danych finansowych badanych podmiotów) oraz porównaniu ich do danych rynkowych dostępnych w bazach danych.

W przypadku braku dostępu do baz danych i ich modeli scoringowych przy wyznaczaniu ratingu kredytowego można oprzeć się też na modelach statystycznych publicznie dostępnych na rynku takich jak np. model Altmana.

Na indywidualny rating kredytowy podmiotu badanego wpływ może mieć również rating grupy tego podmiotu. Im bliżej podmiot związany jest z grupą pod względem strategii działania, wspólnych operacji itp., tym bardziej rating podmiotu może być zbliżony do ratingu grupy lub nawet być mu równy. Bliska zależność z grupą może być determinowana przez pasywne wsparcie grupy, o którym mowa poniżej.

Rating kredytowy należy co do zasady wyznaczać na moment zawarcia transakcji w oparciu o bieżące, historyczne lub prognozowane dane, w zależności od okoliczności, rodzaju i celu finansowania. Banki patrzą na kondycję dłużnika na moment udzielenia finansowania i na tej podstawie ustalają oprocentowanie, ale w praktyce mogą weryfikować też standing finansowy w czasie trwania umowy, np. w okresach rocznych; w umowach kredytowych z bankami często zawarte są zabezpieczające klauzule umowne, które mogą wymuszać dodatkową weryfikację standingu finansowego kredytobiorcy.

5.4.6. Aktywne i pasywne wsparcie grupy a rating

Jednym z istotnych czynników, które mogą wpłynąć na ryzyko kredytowe podmiotu i jego wiarygodność w oczach kontrahentów, jest wsparcie grupowe. Może mieć ono charakter aktywny, gdy podmioty z grupy formalnie zabezpieczają zobowiązania pożyczkobiorcy np. w formie poręczenia lub charakter pasywny, kiedy sama

przynależność podmiotu do grupy kapitałowej może zwiększać jego rozpoznawalność rynkową, bezpieczeństwo operacyjne, a przez to i wiarygodność kredytową.

Dla wsparcia aktywnego można oszacować jego wartość, może ono podlegać wycenie i wynagrodzeniu (np. opłata za poręczenie). Wsparcie pasywne grupy nie będzie podlegać odrębnej wycenie⁸, natomiast może mieć wpływ na rating kredytowy podmiotu oraz rating jego długu. Wpływ ten jest zależny od strategii gospodarczej grupy względem tego podmiotu, istotności i znaczenia podmiotu w działalności grupy oraz powiązań występujących w grupie. Im silniejsze pasywne wsparcie grupy, tym rating podmiotu będzie bliższy ratingowi grupy. W takiej sytuacji rating indywidualny podmiotu (*stand alone rating*) może być inny, często niższy od ratingu podmiotu po uwzględnieniu wsparcia grupowego (*implicit support adjusted rating*).

Przykład

Spółka G planuje zaciągnąć pożyczkę na finansowanie rozbudowy swoich zakładów produkcyjnych. Spółka G działa w Polsce i ma własny rating kredytowy, który odzwierciedla jej specyficzne ryzyka operacyjne i finansowe. Jednak sama przynależność do silnej Grupy H sprawia, że jej pozycja rynkowa jest bardziej stabilna, co wpływa na postrzeganie spółki przez potencjalnych pożyczkodawców.

W tym przypadku wsparcie Grupy H ma charakter pasywny — Grupa H nie udziela formalnego poręczenia ani zabezpieczenia, ale sam fakt przynależności spółki G do tej grupy wpływa na jej postrzeganą wiarygodność i stabilność. W efekcie, po uwzględnieniu pasywnego wsparcia grupy, rating spółki G może być bliższy ratingowi Grupy H, a oprocentowanie oferowanej pożyczki będzie niższe, niż gdyby spółka G była niezależnym podmiotem.

Jednak w przypadku, gdyby Grupa H formalnie zabezpieczyła zobowiązania spółki G, na przykład udzielając jej poręczenia, mielibyśmy do czynienia z aktywnym wsparciem grupy. Wówczas wartość tego wsparcia mogłaby być wyceniona, a spółka G mogłaby być zobowiązana do zapłaty wynagrodzenia w formie opłaty za poręczenie, która wynagradza Grupę H za podjęte ryzyko.

5.4.7. Rating podmiotu a rating kraju

Jak wskazano w pkt. 5.2.6 w procesie wyznaczania ratingu kredytowego podmiotu należy uwzględnić również rating kraju jego siedziby. Podstawową zasadą agencji ratingowych przy wyznaczaniu ratingu kredytowego dla przedsiębiorstwa jest założenie, że jego rating nie może przewyższać ratingu kraju, w którym określona spółka ma siedzibę lub prowadzi dominującą część swojej działalności. Wynika to z

⁸ Zgodnie z pkt. 10.78 Wytycznych OECD

ryzyk specyficznych dla danej lokalizacji (np. ryzyka otoczenia prawnego, ryzyka gospodarczego, ryzyka społecznego).

Mogą jednak występować odstępstwa od tej zasady, jeśli np. podmiot jest bardzo silnie związany ze swoją grupą kapitałową, lub dominująca część jego działalności jest prowadzona za granicą, w kraju którego rating jest wyższy niż rating kraju siedziby badanego podmiotu. W takiej sytuacji ostateczny rating przyznany badanemu podmiotowi może być wyższy niż rating kraju jego siedziby.

Przykład

Spółka I, zarejestrowana w Polsce, prowadzi większość swojej działalności operacyjnej na terytorium kraju. W związku z tym, jej rating kredytowy nie powinien przewyższać ratingu Polski, który określają agencje ratingowe na podstawie analizy ryzyk politycznych, prawnych i gospodarczych kraju. Ryzyka te, takie jak potencjalne zmiany w prawie czy ryzyka makroekonomiczne, bezpośrednio wpływają na zdolność Spółki I do obsługi swojego długu.

Jednak Spółka I należy do dużej, międzynarodowej grupy kapitałowej, która prowadzi działalność na rynkach o wyższym ratingu krajowym, np. w Niemczech. Jeśli znacząca część przychodów Spółki I pochodzi z rynków zagranicznych, a przynależność do grupy zapewnia jej dodatkowe wsparcie finansowe i operacyjne, jej rating może być wyższy niż rating Polski. Agencje ratingowe mogą w takim przypadku uwzględnić silne powiązania z grupą oraz zabezpieczenia, które minimalizują ryzyka związane z lokalizacją siedziby spółki.

5.4.8. Rating podmiotu a rating transakcji

Ryzyko kredytowe i rating kredytowy wyznaczane są standardowo dla podmiotu korzystającego z finansowania lub poręczenia. Jest to jeden z kluczowych czynników wpływających na ustalenie ceny w transakcji finansowej. Często przyjmuje się, że ryzyko kredytowe transakcji finansowej danego podmiotu jest tożsame z jego własnym ryzykiem i ratingiem. Nie zawsze jednak musi tak być. Wynika to z faktu, iż rating transakcji nie jest związany jedynie z profilem ryzyka kredytobiorcy, ale powinien uwzględniać również specyficzne cechy instrumentu finansowego takie jak zabezpieczenia i/lub poziom uprzywilejowania/podporządkowania względem innego zadłużenia kredytobiorcy.

Przykład

Spółka J, działająca w branży transportowej, planuje zaciągnąć kredyt na zakup nowej floty pojazdów. Jej rating kredytowy został oceniony na poziomie BB, co odzwierciedla średni poziom ryzyka wynikającego z jej sytuacji finansowej oraz

otoczenia operacyjnego. Spółka J złożyła jednak wniosek o kredyt zabezpieczony zakupionymi pojazdami, co zmienia profil ryzyka dla tej konkretnej transakcji.

Chociaż rating kredytowy spółki J wynosi BB, kredytodawca ocenia transakcję jako mniej ryzykowną dzięki zabezpieczeniu na aktywach (flocie pojazdów). W efekcie rating samej transakcji, uwzględniając zabezpieczenia, może zostać podniesiony do poziomu BBB, co oznacza niższe ryzyko dla kredytodawcy w porównaniu z niezabezpieczonymi zobowiązaniami spółki J.

6. Inne elementy badania transakcji finansowej

6.1. Reklasyfikacja transakcji finansowej

Instrumenty recharakteryzacji oraz pominięcia (nierozpoznanie), określone w art. 11c ust. 4-5 Ustawy o CIT mogą odgrywać istotną rolę w badaniu kontrolowanych transakcji finansowych.

Analizowane instrumenty mogą być stosowane jako następstwo procesu dokładnego określenia faktycznej transakcji (ang. *delineation of the actual transaction*), polegającego na przeanalizowaniu istotnych z ekonomicznego punktu widzenia cech charakterystycznych transakcji kontrolowanej oraz wszelkich faktów i okoliczności związanych z zawarciem takiej transakcji (art. 11c ust. 3 Ustawy o CIT).

Dlatego w ocenie Grupy tak istotne jest stwierdzenie, że pełna analiza zgodności warunków transakcji z zasadą arm's length powinna badać wszelkie okoliczności transakcji kontrolowanej, cechy charakterystyczne przedmiotu transakcji, otoczenie rynkowe czy przyczyny zawarcia transakcji, również z perspektywy obu stron transakcji, a analiza danych porównawczych jest tylko jednym z elementów tej pełnej analizy. Tylko w oparciu o pełne badanie porównywalności można wnioskować o reklasyfikacji lub nierozpoznanie transakcji finansowej zawartej pomiędzy podmiotami powiązanymi.

Przykład

Spółka K zaciągnęła pożyczkę od swojej spółki siostrzanej L, zarejestrowanej w kraju o korzystnych warunkach podatkowych. Warunki tej pożyczki, takie jak niskie oprocentowanie i brak formalnego harmonogramu spłat, odbiegają od typowych warunków rynkowych dla tego rodzaju transakcji. W praktyce pożyczka funkcjonuje bardziej jako zastrzyk kapitałowy niż rzeczywista pożyczka do spłacenia.

Po zbadaniu cech pożyczki można by stwierdzić, że transakcja pożyczki nie ma charakteru typowej pożyczki, ponieważ nie ma rzeczywistego oczekiwania na spłatę długu. W związku z tym kwalifikacja transakcji mogłaby ulec zmianie z pożyczki na kapitał własny, co skutkuje innymi konsekwencjami podatkowymi dla obu stron.

6.1.1. Ocena zdolności do obsługi zadłużenia (debt capacity)

Jednym z elementów badania racjonalności ekonomicznej korzystania z finansowania dłużnego może być ocena zdolności finansowanego do obsługi tego zadłużenia. Ocena ta może następować zarówno przed zawarciem transakcji kontrolowanej (jako

forma analizy ex ante), jak i w trakcie realizacji transakcji kontrolowanej (np. w przypadku uwzględnienia w umowie odpowiednich kowenantów finansowych).

Do najczęściej stosowanych miar zdolności do obsługi zadłużenia zaliczyć można np. wskaźnik pokrycia odsetek ICR (*interest coverage ratio*), DSCR (*debt service coverage ratio*), wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego D/E (*debt to equity ratio*), lub inne wskaźniki o podobnym charakterze. Ocenę zdolności do obsługi zadłużenia mogą stanowić również analizy finansowe mające na celu określenie sytuacji finansowej podmiotu, przeprowadzone przez specjalistów w tej dziedzinie (w tym wewnętrzne działy finansowe danego podmiotu).

Ocena zdolności do obsługi finansowania na podstawie przytoczonych wskaźników może opierać się o porównanie wskaźników dłużnika do wartości referencyjnych lub w oparciu o porównanie zewnętrzne do grupy podmiotów uznanych za najbardziej porównywalne. Podejście oparte o wartości referencyjne może nie uwzględniać specyficznych cech kredytobiorcy takich jak rodzaj i sektor prowadzonej działalności, rynki zbytu oraz faza cyklu życia przedsiębiorstwa. Jednocześnie, znalezienie podmiotów porównywalnych może być istotnie utrudnione i może być subiektywne.

Grupa wskazuje, że nie ma jedynych słusznych uniwersalnych miar oraz przedziałów wskazujących na warunki, w których podmioty niepowiązane nie posiadałyby zdolności do obsługi przyszłego zadłużenia, a w rezultacie nie otrzymałyby porównywalnego finansowania. Wskaźniki do mierzenia *debt capacity* powinny być dobierane odpowiednio do charakteru i okoliczności zawarcia danej transakcji finansowej.

Przykład

Spółka M, zajmująca się produkcją maszyn rolniczych, planuje zaciągnąć pożyczkę od swojej spółki matki N w celu sfinansowania rozbudowy zakładu produkcyjnego. Przed zawarciem transakcji spółka N przeprowadza analizę zdolności spółki M do obsługi zadłużenia, uwzględniając wskaźniki takie jak wskaźnik pokrycia odsetek (ICR) oraz wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego (D/E ratio). Analiza ta ma na celu ocenę, czy spółka M będzie w stanie regularnie spłacać odsetki i kapitał z pożyczki w oparciu o prognozowane zyski i obecne zadłużenie.

Wskaźnik pokrycia odsetek spółki M wynosi 4, co oznacza, że jej zysk operacyjny pokrywa koszty odsetkowe czterokrotnie, co jest uznawane za bezpieczny poziom w branży. Jednak wskaźnik zadłużenia do kapitału własnego wynosi 0,8, co może sugerować relatywnie wysokie zadłużenie w stosunku do kapitału własnego. W celu bardziej precyzyjnej oceny, spółka N porównuje te wskaźniki z wynikami innych przedsiębiorstw w tej samej branży oraz analizuje rynkowe warunki panujące w sektorze maszyn rolniczych, który charakteryzuje się dużą sezonowością i cyklicznością produkcji.

Po ocenie sytuacji finansowej spółki M, spółka N ustala, że warunki pożyczki będą zawierały odpowiednie kowenanty finansowe, takie jak minimalny poziom wskaźnika

pokrycia odsetek na poziomie 3 oraz limit zadłużenia do kapitału własnego na poziomie 1, co będzie monitorowane w trakcie trwania pożyczki.

6.1.2. Krótkoterminowy lub długoterminowy charakter transakcji

W toku analizy transakcji finansowych szczególną uwagę należy zwrócić na okres udzielanego finansowania. Jak wskazano w pkt. 5.2.3 niniejszego raportu, im dłuższy okres finansowania, tym podmiot dający kapitał (pożyczkodawca) może oczekiwać wyższego zwrotu z zaangażowania własnego kapitału⁹. Finansowania krótkoterminowe są najczęściej finansowaniami dotyczącymi bieżącej płynności, podczas gdy finansowania długoterminowe najczęściej dotyczą określonych inwestycji, projektów celowych, długoterminowych przedsięwzięć.

Należy zauważyć, że rozróżnienie kiedy mamy do czynienia z krótkoterminowym, a kiedy ze średnio- lub długoterminowym finansowaniem nie jest jednoznaczne. Można przyjąć, że finansowanie krótkoterminowe trwa do 1-2 lat, średnioterminowe do 3-5 lat, a długoterminowe powyżej 5 lat. Nie jest to jednak jedyna możliwa klasyfikacja.

Wpływ okresu finansowania na poziom oprocentowania finansowania dłużnego zyskuje na znaczeniu, np. przy wydłużaniu terminu spłaty pożyczki terminowej, kiedy pożyczka krótkoterminowa może stać się średnio czy nawet długoterminową. Można wtedy zastanawiać się np. czy intencją stron przy zawieraniu pierwotnej umowy pożyczki nie było ustalenie jest na długi okres i czy jej warunki (np. poziom oprocentowania czy kowenanty) nie powinny tego odzwierciedlać.

Przykłady

1.

Zawarcie krótkoterminowej umowy pożyczki pomiędzy podmiotami powiązanymi, niespłaconej w podstawowym okresie trwania umowy oraz przedłużanej porozumieniami pomiędzy stronami transakcji, przy czym niespłacenie nie wynikało z zakładanego działania stron, a było wynikiem okoliczności nieznanymi stronom w dniu zawarcia transakcji.

Na potrzeby dokładnego określenia faktycznej transakcji, przykładowa pożyczka powinna być traktowana jako pożyczka długoterminowa od dnia, w którym z uwagi na przedłużenie terminu spłaty, charakter pożyczki stał się długoterminowy, bowiem faktyczny przebieg i okoliczności zawarcia i realizacji transakcji kontrolowanej oraz zachowanie stron tej transakcji wskazuje na to, że niespłacenie pożyczki w

⁹ Ciekawą sytuacją, która może pokazywać odwrotną zależność jest tzw. inwersja krzywej stóp procentowych, tj. sytuacja w której przewidywania dla stóp procentowych w długim okresie pokazują niższe stopy oprocentowania niż w krótkim. W takiej sytuacji oprocentowania finansowania długoterminowego może być niższe niż krótkoterminowego

podstawowym okresie trwania umowy było okolicznością nieznaną stronom w dniu jej zawarcia.

2.

Stan faktyczny taki, jak w powyższym przykładzie, ale w momencie zawarcia umowy, w oparciu o prognozowane przepływy pieniężne pożyczkobiorcy, wydawało się bardzo mało prawdopodobne, że pożyczkobiorca będzie w stanie spłacić pożyczkę w podstawowym okresie trwania umowy.

Na potrzeby dokładnego określenia faktycznej transakcji, przykładowa pożyczka powinna być traktowana jako pożyczka długoterminowa od dnia zawarcia umowy, bowiem faktyczny przebieg i okoliczności zawarcia i realizacji transakcji kontrolowanej oraz zachowanie stron tej transakcji wskazuje na to, że niespłacenie pożyczki w podstawowym okresie trwania umowy było okolicznością znaną stronom w dniu jej zawarcia.

3.

Spółka O zaciągnęła od swojej spółki matki P pożyczkę terminową na okres 3 lat z oprocentowaniem 5%. W trakcie trwania umowy okazało się, że spółka O ma trudności z generowaniem wystarczających przepływów pieniężnych, aby spłacić pożyczkę zgodnie z pierwotnym harmonogramem. W związku z tym obie strony uzgodniły przedłużenie terminu spłaty pożyczki o dodatkowe 2 lata.

Z ekonomicznego punktu widzenia, przedłużenie okresu finansowania powinno wpłynąć na zmianę warunków transakcji, w szczególności oprocentowania, ponieważ dłuższy okres pożyczki wiąże się z większym ryzykiem dla pożyczkodawcy. W normalnych warunkach rynkowych, kiedy krzywa stóp procentowych jest nachylona w górę, spółka P powinna zażądać wyższego oprocentowania za dodatkowy okres, np. zwiększając oprocentowanie do 6%, aby zrekompensować większe ryzyko i wydłużony czas zaangażowania kapitału.

Jednak w przypadku, gdyby doszło do inwersji krzywej stóp procentowych (gdzie krótkoterminowe stopy procentowe są wyższe niż długoterminowe), oprocentowanie mogłoby nie wzrosnąć lub mogłoby nawet ulec obniżeniu w zależności od warunków rynkowych. W takiej sytuacji analiza powinna również uwzględniać warunki ekonomiczne, w tym aktualne i prognozowane zmiany na rynkach finansowych.

W kontekście powyższych rozważań należy zwrócić szczególną uwagę na cash pooling. System cash poolingu zakłada krótkoterminowy charakter zarządzania płynnością finansową. Zatem przykładowo, jeżeli dochodzi do długoterminowego utrzymywania ujemnego salda przez uczestnika systemu cash pooling, może to powodować, że transakcja będzie po pewnym czasie miała charakter krótko- lub średnioterminowej pożyczki zamiast systemu zarządzania płynnością finansową.

6.2. Kowenanty finansowe jako warunki transakcji

W przypadku transakcji zawieranych pomiędzy przedsiębiorstwami a instytucjami finansowymi standardową praktyką jest zawieranie w umowach kredytowych określonych kowenantów (zobowiązań stron / ograniczeń umownych / warunków brzegowych), których celem jest ograniczenie ryzyka kredytodawcy oraz umożliwienie bieżącego monitorowania sytuacji finansowej kredytobiorcy. Kowenanty mogą mieć charakter kowenantów finansowych odnoszących się do konieczności osiągnięcia określonych wskaźników finansowych lub kowenantów zawieszających lub ograniczających pewne działania kredytobiorcy np. zaciągania dodatkowego zadłużenia bez zgody kredytodawcy.

Warto zauważyć, iż kowenanty mogą nie być uwzględnione w ratingu kredytowym transakcji, ale powinny być uwzględniane w badaniu porównywalności.

Przykład

Spółka Q, zaciągając pożyczkę od podmiotu powiązanego, zawarła w umowie szereg kowenantów finansowych mających na celu ochronę kredytodawcy. Wśród nich znalazły się m.in. wymóg utrzymania wskaźnika pokrycia odsetek (ICR) na poziomie co najmniej 3 oraz wskaźnika zadłużenia do kapitału własnego (D/E ratio) poniżej 1,5. Dodatkowo wprowadzono kowenanty ograniczające możliwość zaciągania dodatkowego zadłużenia przez spółkę Q bez zgody pożyczkodawcy, co ma na celu kontrolowanie ryzyka nadmiernego zadłużenia.

Pożyczkodawca monitoruje wskaźniki finansowe spółki Q co kwartał, a w przypadku ich naruszenia ma prawo do renegotjacji warunków umowy lub zażądania wcześniejszej spłaty pożyczki. Kowenanty te nie są uwzględnione bezpośrednio w ratingu kredytowym transakcji, jednak ich obecność zmniejsza ryzyko kredytowe z perspektywy pożyczkodawcy, ponieważ pozwala na bieżące monitorowanie sytuacji finansowej spółki Q i szybką reakcję w razie problemów.

6.3. Ujemne oraz minimalne oprocentowanie pożyczek

Na rynkach finansowych mogą występować sytuacje, w których banki oferują ujemne oprocentowanie dla transakcji finansowych, przy bardzo niskich lub ujemnych rynkowych stopach bazowych. Trudno sobie wyobrazić, aby w ramach finansowania dłużnego pomiędzy podmiotami powiązanymi pożyczkodawca dopłacał pożyczkobiorcy za udzielenie mu pożyczki biorąc pod uwagę szereg rodzajów ryzyka (m.in. ryzyko niewykonania zobowiązania, ryzyko walutowe czy ryzyko utraty płynności), ponoszonego przez pożyczkodawcę, które powinny zostać odpowiednio wynagrodzone.

W celu wyeliminowania opisanych wyżej sytuacji, w przypadku transakcji dotyczących finansowania dłużnego, w ramach których kalkulacja odsetek opiera się o zmienną stopę referencyjną, możliwe jest wprowadzanie do umów mechanizmu „*floor*” (taka sytuacja ma miejsce np. w bankowych umowach kredytowych). Jeden z często stosowanych wariantów mechanizmu „*floor*” zakłada ustalenie minimalnego poziomu stopy referencyjnej na poziomie 0%, tj. w przypadku wystąpienia ujemnej wartości stopy referencyjnej, oprocentowanie finansowania równe jest wysokości marży.

W kontekście powyższego należy zaznaczyć, że:

- (i) W ramach badania powyższej okoliczności należy brać pod uwagę nie tylko postanowienia umowne, ale przede wszystkim faktyczny przebieg i okoliczności zawarcia i realizacji transakcji kontrolowanej oraz zachowanie stron tej transakcji. W niektórych przypadkach, pomimo braku odpowiedniego zapisu umownego, strony transakcji w praktyce wprowadzają tego rodzaju mechanizmy.
- (ii) Ocena zasadności zastosowania powyższego mechanizmu może zostać potwierdzona odpowiednimi danymi porównawczymi.

6.4. Renegocjacja warunków transakcji finansowych

Umowy regulujące warunki realizacji transakcji finansowych mogą zawierać różne opcje i warunki ich realizacji, w tym opcje (klausule) wcześniejszego zakończenia umów wynikające np. z możliwości wcześniejszej spłaty pożyczki. Z punktu widzenia cen transferowych, ocena zastosowania powyższych klauzul (np. skorzystanie z opcji wcześniejszej spłaty przez pożyczkobiorcę) stanowi element analizy opcji realistycznie dostępnych dla stron.

Badanie opcji realistycznie dostępnych, tj. porównanie warunków transakcji z innymi realnie dostępnymi na rynku opcjami nie oznacza, że z takich opcji należy / można automatycznie skorzystać. Zakładając racjonalność gospodarczą podmiotów rynkowych można przyjąć, że niezależne przedsiębiorstwa zawierają lub kontynuują zawartą transakcję na określonych warunkach tylko wtedy, gdy nie widzą alternatywy, która oferowałaby **wyraźnie atrakcyjniejszą możliwość** realizacji ich celów biznesowych.

W przypadku braku w umowie postanowienia umożliwiającego renegocjację warunków, nie można racjonalnie oczekiwać, że strony działające na warunkach rynkowych będą skłonne renegocjować warunki pożyczki za każdym razem, gdy zmieniają się warunki rynkowe. Wynika to z faktu, że obie strony muszą wyrazić zgodę i tylko jedna z nich może odnieść korzyści z tego procesu¹⁰.

¹⁰ Powyższe podejście pokrywa się z treścią wyjaśnień Ministerstwa Finansów „Restrukturyzacja działalności pomiędzy podmiotami powiązanymi” (<https://www.podatki.gov.pl/ceny->

Dodatkowo, warto jest podkreślenia, że nie wszystkie opcje renegotjowania warunków umowy są symetryczne dla obu stron transakcji, na co wskazuje m.in. Kodeks Cywilny regulując zasady udzielania pożyczek (art. 720 – 724 KC). W szczególności, jeśli chodzi o wcześniejszą spłatę pożyczki, opcja ta leży w gestii pożyczkobiorcy. Pożyczkodawca ma możliwość renegotjowania warunków lub wręcz odstąpienia od umowy pożyczki jedynie w sytuacji, gdy pożyczkobiorca nie wywiązuje się z warunków zawartej umowy, w tym np. klauzul zabezpieczających.

W ocenie Grupy, powyższa interpretacja nie stoi w sprzeczności z treścią Wytycznych OECD wskazujących na opcje realistycznie dostępne dla stron transakcji (punkty: 1.38, 9.27 – 9.31 oraz 10.60 Wytycznych OECD). Wytyczne OECD wyraźnie odnoszą się do opcji realnych, możliwych do zastosowania w danych okolicznościach. Punktem odniesienia do oceny możliwości zastosowania konkretnego scenariusza powinno być w szczególności zachowanie podmiotów niepowiązanych. Potwierdza to przykład wskazany w punkcie 1.38 Wytycznych OECD, zgodnie z którym *„Na przykład, mało prawdopodobne jest, aby jedno przedsiębiorstwo zaakceptowało cenę oferowaną za jego produkt przez niezależne przedsiębiorstwo, jeśli wie, że inni potencjalni klienci są skłonni zapłacić więcej na podobnych warunkach lub są skłonni zapłacić tyle samo na bardziej korzystnych warunkach.”* Kluczowe znaczenie w kontekście oceny, czy renegotjowanie warunków umowy pożyczki stanowi opcję realistycznie dostępną dla stron powinna mieć analiza, czy i jak często podobne renegotjacje występują w transakcjach pomiędzy podmiotami niepowiązanymi.

Podkreślenia wymaga również to, że zmiana wysokości oprocentowania może stanowić jeden z kilku warunków podlegających potencjalnej renegotjacji. Z punktu widzenia pożyczkodawcy istotnym czynnikiem wpływającym na podjęcie decyzji o renegotjacji warunków finansowania może być w szczególności zmiana poziomu ryzyka nieodzyskania kapitału udzielonego w ramach finansowania dłużnego. Dla takiego pożyczkodawcy, alternatywa w postaci wydłużenia terminu spłaty kapitału może być bardziej atrakcyjna, niż podwyższanie oprocentowania takiej pożyczki, wpływające negatywnie na płynność finansową pożyczkobiorcy (a w rezultacie – zwiększające ryzyko nieodzyskania przez pożyczkodawcę kwoty pożyczki).

W innym przypadku, w sytuacji gdy pożyczkobiorca mógłby oczekiwać zmiany warunków finansowania np. poprzez obniżenie poziomu oprocentowania biorąc pod uwagę bieżącą sytuację rynkową, pożyczkodawca mógłby nie być skłonny do wyrażenia zgody na taką zmianę warunków. Może to wynikać z jego własnej pozycji finansowej i źródeł finansowania z których korzysta np. w sytuacji, w której udzielone

[transferowe/wyjasnienia/restrukturyzacja-dzialalnosci-pomiedzy-podmiotami-powiazanymi/](#)), zawierających interpretację Rozdziału IX Wytycznych OECD. Zgodnie z tymi wyjaśnieniami, „Istotnym jest również wskazanie sytuacji, w których podmioty niezależne w porównywalnych warunkach zawarłyby umowę nie zawierającą klauzuli o wypłacie odszkodowania, czy też możliwości renegotjacji umowy. **Przyjmuje się, iż w przypadku zawierania umów przez podmioty niepowiązane, podmioty te dążą do przestrzegania uzgodnionych warunków kontraktu. Umowy zawarte przez podmioty niepowiązane zostaną rozwiązane lub zmodyfikowane jedynie w wyjątkowym przypadku, gdy będzie to korzystne dla obu stron kontraktu.**” Co prawda, wyjaśnienie zostało sporządzone w stanie prawnym obowiązującym na dzień 2 stycznia 2014 r., ale odniesienia do powyższego obszaru znajdują się w również w najnowszym wydaniu Wytycznych OECD.

przez niego finansowanie zostało sfinansowane środkami z zewnątrz (np. kredytem bankowym o określonym poziomie oprocentowania). W takiej sytuacji renegocjacja warunków nie jest opcją realistycznie dostępną dla pożyczkodawcy.

W innej sytuacji, z punktu widzenia pożyczkobiorcy, utrzymanie historycznie ustalonego oprocentowania opartego o stałą stopę procentową w sytuacji, w której bieżące warunki rynkowe (oparte o zmienną stopę referencyjną) pozwoliłyby hipotetycznie na zmniejszenie kosztu finansowania, może być korzystniejsze w dłuższej perspektywie, bowiem zapewnia przewidywalność kosztów w kontekście prognozowanych przepływów oraz chroni przed potencjalnymi fluktuacjami stopy referencyjnej (które mogłyby doprowadzić do wzrostu kosztów finansowania w przyszłości). Co więcej, takie rozwiązanie jest wręcz konieczne w sytuacji, gdy pożyczkobiorca finansuje się równolegle kredytem bankowym, bowiem banki oczekują stałych, poza bankowych kosztów u swoich kredytobiorców, aby mieć pewność spłaty kredytu z przyszłych przepływów pieniężnych.

W odniesieniu do częstotliwości renegocjacji warunków umownych w oparciu o analizę dostępnych danych można przytoczyć jedno z badań dotyczących rynku europejskiego w którym wskazano, że głównym zmienionym warunkiem w przypadku renegocjacji pożyczek jest kwota kapitału (40% renegocjacji), a następnie termin zapadalności (26%) i kowenanty (12%). Zmiany siatki cenowej lub opłat kredytowych dotyczą jedynie 10% renegocjacji, przy czym w ramach badania uwzględnione zostały kredyty inne, niż kredyty terminowe (w tym linie kredytowe, które zgodnie ze stanowiskiem Grupy, powinny być przedmiotem okresowej weryfikacji pod kątem bieżących warunków rynkowych)¹¹.

Przykład

Spółka T zaciągnęła pożyczkę od swojej spółki matki U na 5 lat z oprocentowaniem ustalonym na 4%. Po 3 latach, warunki ekonomiczne uległy znaczącej poprawie, a stopy procentowe spadły, co pozwalałoby na uzyskanie nowego finansowania na korzystniejszych warunkach (np. oprocentowanie 2,5%).

Spółka T, analizując swoje opcje realistycznie dostępne, decyduje się skorzystać z opcji zawartej w umowie pożyczki umożliwiającej spłacenie istniejącej pożyczki przed terminem zapadalności i zaciągnięcie nowego, tańszego finansowania na rynku. Skorzystanie z tej opcji pozwala spółce T na optymalizację kosztów finansowania w obliczu zmieniających się warunków rynkowych.

Z drugiej strony, w sytuacji, gdyby umowa nie zawierała takiej klauzuli, spółka T nie miałaby formalnej możliwości wymuszenia wcześniejszej spłaty lub renegocjacji

¹¹ Godlewski, Christophe. (2014). The determinants of multiple bank loan renegotiations in Europe. International Review of Financial Analysis. 34.
https://www.researchgate.net/publication/264242234_The_determinants_of_multiple_bank_loan_renegotiations_in_Europe.

warunków bez zgody pożyczkodawcy. W takim przypadku renegotiacja byłaby możliwa jedynie za zgodą obu stron, a spółka U, będąca pożyczkodawcą, mogłaby odmówić zmiany warunków, jeśli uznałaby, że nie jest to dla niej korzystne.

W ocenie Grupy zasadne jest przyjęcie, iż nie można automatycznie zakładać konieczności renegotiacji warunków finansowania pomiędzy powiązаныmi stronami, np. w przypadku przeprowadzenia nowego benchmarku na nowych danych porównawczych. O ile tego typu okoliczności powinny być przedmiotem weryfikacji w ramach badania porównywalności transakcji, to proces ten powinien każdorazowo uwzględniać wszelkie okoliczności transakcji kontrolowanej z perspektywy stron transakcji w tym opcje realistycznie dla nich dostępne, cechy charakterystyczne przedmiotu transakcji, otoczenie rynkowe czy przyczyny i cel zawarcia transakcji.

6.5. Moment aktualizacji analiz

W ocenie Grupy moment aktualizacji analiz cen transferowych, w tym analiz porównawczych lub analiz zgodności wynika z dwóch przepisów:

1. Z Rozporządzenia TP (§ 1.) określającego na sposób i tryb oceny zgodności warunków ustalonych przez podmioty powiązane z warunkami, jakie ustaliłyby między sobą podmioty niepowiązane (badanie porównywalności), w tym kryteria porównywalności mogące mieć istotny wpływ na poziom ceny transferowej.
2. Z art. 11r. Ustawy o CIT, który obliuguje do aktualizacji analizy porównawczej oraz analizy zgodności nie rzadziej niż co 3 lata, lub częściej w sytuacji zmiany otoczenia ekonomicznego w stopniu znacznie wpływającym na sporządzone analizy.

Aktualizacja analizy porównawczej lub analizy zgodności, nawet jeśli winna być przeprowadzona nie rzadziej niż co 3 lata, nie oznacza automatycznie konieczności renegotjacji pomiędzy stronami i zmiany warunków realizacji transakcji, w tym zmiany poziomu oprocentowania.

Benchmark rynkowy przeprowadzony na określony moment w czasie jest jedynie obrazem sytuacji rynkowej (w tym np. poziomu oprocentowania finansowań dłużnych) na ten moment. Nie jest on natomiast wyznacznikiem rynkowych warunków transakcji kontrolowanej, bo o tych warunkach decydują szersze okoliczności zawarcia tej transakcji i inne czynniki porównywalności. Nie można zatem przyjąć, że sam benchmark będzie determinował o rynkowości zawartej transakcji kontrolowanej, czy zmianie jej warunków.

W ocenie Grupy, jeśli nie zmieniają się kryteria porównywalności wpływające na cenę transferową transakcji finansowej, transakcja taka zawarta pomiędzy podmiotami niepowiązanymi najprawdopodobniej nie byłaby renegotjowana, a bieżący benchmark nie miałby znaczenia. Niemniej ponieważ istnieje art. 11r. Ustawy o CIT, Grupa uważa że dopóki nie zostanie on zmieniony lub usunięty, ryzykownym byłoby nieaktualizowanie benchmarków zgodnie z tym artykułem.

Natomiast całościowa analiza rynkowości transakcji powinna mieć miejsce zawsze wtedy, kiedy zmieniają się kryteria porównywalności i inne czynniki mogące mieć wpływ na warunki tej transakcji.

W transakcjach finansowych cena ustalana jest biorąc pod uwagę wszystkie fakty i okoliczności związane z transakcją, jej kluczowe parametry, w tym okres na jaki transakcja jest zawarta. Wiele transakcji finansowych zawartych jest na czas określony, który odpowiada np. przewidywanemu okresowi spłaty pożyczki, czy zakładanemu okresowi zwrotu z inwestycji. Część transakcji finansowych, ich okres realizacji czy cena zależne są od warunków i czasu realizacji innych transakcji, np. gwarancje, poręczenia, hedging itp. Cena w transakcjach finansowych jest tym samym

dostosowywana do okresu na jaki została ona zawarta, jak wskazano w opisie kryteriów porównywalności, im dłuższy okres transakcji tym co do zasady wyższa może być jej cena. Jak wskazano wcześniej, cena w transakcji odzwierciedla również jej ryzyko; a w miarę upływu czasu, ryzyko transakcji finansowej może się zmniejszać.

Należy również wskazać, że aktualizacja ceny w transakcjach finansowych niekontrolowanych występuje w sytuacjach wyjątkowych np. niedotrzymania warunków umownych w zakresie zabezpieczających klauzul umownych. W kredytach bankowych, zwłaszcza w transakcjach zawartych na czas określony o z góry zdefiniowanych parametrach i przy zmiennym oprocentowaniu stopy bazowe aktualizują się na bieżąco, a marża zazwyczaj nie podlega weryfikacji. Należałoby zatem przyjąć, że jeżeli podmioty powiązane zachowują się podobnie, czyli określają warunki i klauzule zabezpieczające w umowie, które determinują aktualizację oprocentowania lub stosują oprocentowanie zmienne, to stosują zasadę ceny rynkowej.

Co więcej, przyjęcie założenia, że potencjalnie po 3 latach od rozpoczęcia realizacji transakcji finansowej podatnik może szukać na rynku korzystniejszych dla siebie warunków jest założeniem nieracjonalnym i często nierzeczywistym do zrealizowania. Zawarcie transakcji finansowej, uzgodnienie jej warunków, zapisów umowy itp. jest bardzo często pracochłonnym, czasochłonnym i kosztochłonnym przedsięwzięciem, więc podatnicy mogą nie chcieć podejmować wysiłku administracyjnego poszukiwania nowego kontrahenta, jeżeli zgodzili się na rynkowe warunki na moment zawarcia transakcji, z pełną świadomością okresu jej realizacji.

Z drugiej strony, jeżeli transakcja finansowa zawarta jest w oparciu o parametry, które wymagają aktualizacji lub na okres krótszy niż 3 lata, a następnie jest przedłużana, lub parametry transakcji zmieniane są przez strony w okresie realizacji transakcji, lub otoczenie ekonomiczne transakcji zmieniło się w takim stopniu, który ma wpływ na wcześniej przeprowadzoną analizę i na warunki transakcji, aktualizacja analizy porównawczej może być konieczna w czasie nawet krótszym niż okres 3-letni, w momencie determinującym jej aktualizację.

Przykłady

1. Podmiot udzielający pożyczek pełni rolę quasi banku w grupie kapitałowej i udziela finansowania podmiotom powiązanym. Realizuje strategię racjonalnego maksymalizowania dochodów z tej działalności. Podmiot ten wprost utożsamia się – zarówno w ramach strategii jak i profilem funkcjonalnym – z bankiem. Podmiot zawiera 5-cio letnie umowy pożyczkowe, które zawierają szereg klauzul, w tym o zmianie oprocentowania w powiązaniu z wskaźnikami oceniającymi sytuację dłużnika – podobnie do umów bankowych. Rynkowość wynagrodzenia została zweryfikowana analizą uwzględniającą również profil funkcjonalny podmiotu udzielającego finansowania oraz 5-cio letni tenor. Podmiot udzielający finansowania w analizowanej transakcji nie zakłada zmiany oprocentowania w okresie 5 lat (chyba że zgodnie z warunkami umowy naruszone zostaną warunki brzegowe/kowenanty, których wystąpienie zgodnie z umową miało spowodować renegotjacje), kierując się

również tym, że bank w transakcjach finansowania udzielanych podmiotom niepowiązanym jest związany umową i nie może jednostronną decyzją zmienić oprocentowania. Nadal korzystający z finansowania może skorzystać z możliwości refinansowania / wcześniejszej spłaty.

2. Spółka A zawarła w 2018 roku umowę pożyczki z podmiotem powiązanym, Spółką B, na kwotę 10 milionów EUR, z okresem spłaty 7 lat. Stopa procentowa ustalona na moment zawarcia transakcji była zgodna z zasadą arm's length i opierała się na dostępnych wówczas danych rynkowych. Przez pierwsze trzy lata od zawarcia umowy, sytuacja ekonomiczna nie uległa istotnym zmianom, a parametry transakcji pozostały takie same. W czwartym roku nastąpił wzrost stóp procentowych na rynkach finansowych wynikający z ogólnej sytuacji gospodarczej. Sytuacja rynkowa nie miała jednak negatywnego wpływu na pozycję finansową Spółki A, jej działalność była niezależna od wahań cykli koniunkturalnych, nie miała problemów z terminową regulacją zobowiązań. Strony nie zdecydowały się na zmianę warunków transakcji - pożyczkodawca nie miał przesłanek do żądania podwyższenia oprocentowania pożyczki, która regulowana była terminowo nie widząc też zagrożenia nieregulowania przez pożyczkobiorcę pożyczki w przyszłości.

3. Spółka X, działająca w branży produkcyjnej, zawarła w 2020 roku umowę pożyczki ze spółką powiązaną Y na kwotę 20 milionów PLN z 5-letnim okresem spłaty. Oprocentowanie stałe ustalono na 4%, co było zgodne z zasadą arm's length w momencie zawierania umowy. W 2022 roku nastąpił gwałtowny wzrost stóp procentowych (WIBOR 3M wzrósł z poziomu 2,6% do 7,6%), co zbiegło się z istotnymi zmianami w otoczeniu gospodarczym spółki X: znaczący wzrost kosztów surowców i energii wpłynął negatywnie na rentowność operacyjną; pogorszenie wskaźników finansowych spowodowało obniżenie ratingu kredytowego spółki; spółka zaczęła wykazywać problemy z terminową obsługą zobowiązań. W takiej sytuacji niepowiązany pożyczkodawca, o ile miałby w umowie pożyczkowej zawarte odpowiednie mechanizmy kontrolne, mógłby wymagać od pożyczkobiorcy renegotjowania warunków spłaty pożyczki ze względu na istotnie zwiększone ryzyko kredytowe. Dlatego też spółki X i Y powinny zaktualizować analizę i odpowiednio dostosować warunki transakcji do nowej sytuacji.

4. Spółka C zawarła w 2021 roku umowę z podmiotem powiązanym D dotyczącą otwartej linii pożyczkowej do kwoty 50 milionów PLN na okres 10 lat. Umowa przewiduje możliwość wielokrotnego zaciągania i spłaty pożyczek w ramach przyznanego limitu, w zależności od bieżących potrzeb płynnościowych spółki C. Oprocentowanie ustalono jako WIBOR 3M + marża 1,5%, co zostało potwierdzone analizą porównawczą w momencie zawierania umowy. Pomimo że w kolejnych latach nie zaobserwowano istotnych zmian w otoczeniu gospodarczym ani w sytuacji finansowej stron transakcji, ze względu na specyfikę umowy (zmienna wartość wykorzystania linii, różne okresy faktycznego zadłużenia, możliwość wielokrotnego wykorzystywania limitu) konieczne jest przeprowadzanie okresowej weryfikacji warunków cenowych. Ten przykład może sugerować, że mimo że pożyczka jest

zdefiniowana jako długoterminowa w umowie, to jej dynamika tj. częstość zaciągania i spłat sprawia że powinna być analizowana jako finansowanie krótkoterminowe.

5. Pożyczka na zakup nowej linii produkcyjnej – Spółka korzysta z pożyczki od podmiotu powiązanego na zakup nowej linii produkcyjnej, strony ustaliły że okres spłaty pożyczki wyniesie 7 lat. Spółka dopiero po 2 latach od otrzymania finansowania będzie w pełni mogła realizować produkcję na nowej linii, a dodatnią rentowność z tej produkcji osiągnie dopiero po 4 latach od otrzymania finansowania. Strony ustaliły, iż Spółka zacznie spłacać pożyczony kapitał od 4 roku finansowania, wcześniej będzie spłacać wyłącznie odsetki. Oprocentowanie pożyczki odzwierciedla zarówno okres finansowania jak i początkowe ryzyko braku produkcji i osiągania przychodów przez Spółkę jak i ryzyko płynności związane z opóźnionym rozpoczęciem spłaty kapitału. Po 3 latach od momentu podpisania umowy pożyczki strony weryfikują uzgodnione warunki i dochodzą do wniosku, że są one tak samo aktualne jak na moment pierwotnych ustaleń, nie widzą więc powodu do zmiany tych warunków, w tym oprocentowania.

6. Pożyczka transakcyjna na nabycie nowej spółki – Spółka postanawia nabyć mniejszego konkurenta na rynku w celu poszerzenia portfolio oferowanych wyrobów. W tym celu korzysta z finansowania grupowego, zaciąga pożyczkę akwizycyjną na 10 lat w ciągu których planuje regularnie spłacać odsetki oraz w miarę możliwości też kapitał z dywidendy jaką będzie osiągać z nabytej spółki-konkurenta. Oprocentowanie pożyczki uwzględnia cel i okres finansowania i elastyczny harmonogram spłaty kapitału, czy ryzyko związane z transakcją rozłożone na 10 lat umowy pożyczkowej. Przy braku istotnych zmian, w tym zmian otoczenia rynkowego o których wspomina art. 11r. mających wpływ na strony transakcji, czy samą transakcję, strony nie będą skłonne do renegotjacji pierwotnie ustalonych warunków.

7. Otwarta linia kredytowa – Spółka ma otwartą linię kredytową z określonym limitem w powiązanym banku z której korzysta w zależności od potrzeb (regularnie ciągnie kapitał w różnej wysokości i go spłaca). Umowa na linię kredytową zawarta jest na czas nieokreślony. Na przestrzeni lat mogą się zmieniać rynkowe warunki finansowania, sytuacja gospodarcza może wpływać na profil ryzyka pożyczkobiorcy, mogą się też pojawiać różne opcje realistycznie dostępne dla stron. Dla tak przyjętych warunków występuje konieczność aktualizacji analizy porównawczej nie rzadziej niż co 3 lata.

8. Pożyczka grupowa – Spółka zaciągnęła pożyczkę grupową na 5 lat, stałe oprocentowanie, podporządkowana równoległemu kredytowi bankowemu, wymagalna regularna spłata odsetek i kapitału. Po dwóch latach podpisany został aneks do umowy zgodnie z którym okres finansowania został wydłużony o kolejne 2 lata, zmienione zostały zapisy o spłacie kapitału. Istotna zmiana warunków umowy pożyczkowej determinuje konieczność aktualizacji analizy porównawczej.

9. Poręczenie odnawialne dla zabezpieczenia transakcji handlowych – Spółka korzysta z odnawialnego poręczenia grupowego dla zabezpieczenia kontraktów

handlowych ze swoimi lokalnymi kontrahentami, w ramach umowy ramowej na poręczenie zawartej na 2 lat, która może być automatycznie przedłużana na kolejne okresy. Za każdym razem, gdy poręczenie jest spółce potrzebne występuje z zapytaniem do poręczyciela i podpisują dokument poręczenia na określoną kwotę i czas jego trwania – występuje konieczność aktualizacji analizy porównawczej nie rzadziej niż co 3 lata.

10. Gwarancja dla kredytu inwestycyjnego – Spółka zaciągnęła kredyt inwestycyjny do którego konieczne było zabezpieczenie w formie gwarancji wystawionej przez powiązany ze Spółką bank. Kredyt zawarty został na 5 lat i gwarancja została wystawiona na 5 lat, w trakcie których ani warunki spłaty kredytu ani warunki gwarancji nie zmieniają się - brak konieczności aktualizacji analizy porównawczej

11. Hedging walutowy dla pożyczki – Spółka korzysta z finansowania pożyczką z grupy udzieloną w EUR (regularne ciągnięcia i ich spłaty). Ponieważ walutą funkcjonalną Spółki jest PLN, każde większe ciągnięcie powyżej ustalonego progu Spółka zabezpiecza swapem walutowym z inną spółką z grupy pełniącą funkcje treasury. Ciągnięcia mogą występować do kilku razy w roku, podobnie zawierane swapy. Występuje konieczność aktualizacji analizy porównawczej nie rzadziej niż co 3 lata.

Podane przez Grupę przykłady są uproszczeniem pokazującym pewne czynniki i okoliczności, kiedy zdaniem Grupy należałoby rozważać aktualizację, a kiedy nie. Dla każdego przykładu Grupa zastrzega, że warunki transakcji zawieranych na długie okresy muszą być zgodne z zasadą ceny rynkowej.

Kwestia aktualizacji analiz porównawczych do transakcji finansowych była przedmiotem interpretacji indywidualnej przepisów prawa podatkowego z dnia 24 marca 2021 roku wydanej przez Dyrektora Krajowej (sygnatura: 0111-KDIB2-1.4010.395.2020.2.AR). W wydanej interpretacji organ podatkowy stwierdził, że jeśli sporządzana jest aktualizacja analizy porównawczej w oparciu o przepis 11r Ustawy o CIT, w odniesieniu do kontrolowanych transakcji pożyczek zawartych w latach poprzednich z podmiotami powiązanymi lub przejętych w wyniku połączenia z innym podmiotem powiązanym, to stosownie do tej aktualizacji, zmianie powinno podlegać oprocentowanie pożyczek wobec podmiotów powiązanych.

Powyższe stanowisko nie stoi w sprzeczności z wnioskami przedstawionymi w ramach niniejszego Raportu. Jeżeli bowiem z zastosowanego w prawidłowy sposób art. 11r Ustawy o CIT wynika, że warunki transakcji kontrolowanej odbiegają od warunków, które ustaliłyby między sobą podmioty niepowiązane, to obowiązkiem podatnika jest dostosowanie tych warunków w taki sposób, aby zapewnić ich zgodność z zasadą ceny rynkowej. Należy jednak zaznaczyć, że omawiana interpretacja nie modyfikuje reguł stosowania zasady ceny rynkowej, w szczególności nie wpływa na zakres stosowania kryterium porównywalności w postaci warunków ekonomicznych występujących w czasie i miejscu, w których dokonano transakcji.

Biorąc pod uwagę przedstawioną wyżej argumentację w zakresie aktualizacji analiz porównawczych, nie w każdym przypadku charakterystyka i okoliczności zawarcia finansowej transakcji kontrolowanej uzasadniają odnoszenie się do warunków ekonomicznych występujących w okresie objętym lokalną dokumentacją cen transferowych za dany rok. W takich przypadkach, zastosowanie art. 11r Ustawy o CIT poprzez przygotowanie analizy porównawczej opartej o dane porównawcze za okres, za który przygotowana jest lokalna dokumentacja cen transferowych (odbiegający od okresu, w którym zawarta została analizowana transakcja kontrolowana), skutkujące skorygowaniem ceny transferowej, stałoby w sprzeczności z zasadą ceny rynkowej, wyrażoną w art. 11c Ustawy o CIT.

Należy również podkreślić, że w interpretacji indywidualnej z 18 listopada 2022 roku (sygnatura: 0114-KDIP2-2.4010.143.2022.1.RK), Dyrektor Krajowej Informacji Skarbowej uznał, że skoro transakcje są zawierane pomiędzy podmiotami, które na moment zawarcia transakcji nie są podmiotami powiązanymi w rozumieniu art. 11a ust. 1 pkt 4 Ustawy o CIT, to nie jest możliwe aby warunki na jakich Wnioskodawca udziela finansowania zostały ustalone bądź narzucone w wyniku powiązań. W konsekwencji organ podatkowy uznał, że powyższe udzielenie finansowania pomiędzy podmiotami, które na moment zawarcia transakcji nie są powiązane, następuje na warunkach, które są ustalane pomiędzy podmiotami niepowiązanymi. Z przytoczonej interpretacji wynika zatem, że punktem odniesienia do weryfikacji warunków transakcji finansowej powinny być przede wszystkim warunki (w powyższym przypadku – występowanie lub brak powiązań) panujące w czasie, w którym zawarta została transakcja. Wnioski z przytoczonej interpretacji są zatem spójne z wnioskami wynikającymi z niniejszego Raportu.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty i przykłady Grupa uważa, że konieczność aktualizacji analizy porównawczej dla transakcji finansowych powinna być rozpatrywana indywidualnie, w zależności od faktów i okoliczności danej transakcji.

Zakładając, że na moment zawarcia transakcji jej warunki zostały ustalone zgodnie z zasadą *arm's length*, nawet jeżeli transakcja jest zawarta na okres dłuższy niż 3 lata, o ile charakter i parametry transakcji nie zmieniają się czy otoczenie ekonomiczne nie ulegnie zmianie, cena w transakcji ustalona na moment jej zawarcia powinna być co do zasady uznana za rynkową przez cały okres jej trwania.

Jednocześnie Grupa stoi na stanowisku, że takie podejście wymaga dużej ostrożności przy ustalaniu i dokumentowaniu warunków transakcji. Żeby możliwe było bezpieczne i zgodne z zasadą *arm's length* ustalenie warunków długoterminowej transakcji finansowej, konieczna jest bardzo dobra wycena oprocentowania na moment zawierania transakcji. Taka wycena musi odzwierciedlać długoterminowy charakter finansowania i ryzyko jakie w długim okresie może się zmaterializować.

Przy wycenie transakcji długoterminowych banki stosują zaawansowane modele oceny ryzyka finansowego, a dodatkowo wprowadzają do umów kowenanty i zabezpieczenia, które mogą spowodować konieczność renegotjacji warunków. W realiach między podmiotami powiązanymi najczęściej umowy pożyczkowe nie przewidują takich warunków krytycznych. W takich sytuacjach Grupa stoi na

stanowisku, że konieczne jest dostosowanie częstotliwości analizy mającej na celu ocenę konieczności zmiany warunków do dynamiki zmian w zakresie otoczenia rynkowego oraz przede wszystkim do dynamiki zmian w zakresie standingu finansowego pożyczkobiorcy. Jeśli strony powiązane chcą ustalić długoterminowo stałe warunki transakcji finansowej co może mieć znaczenie dla np. pożyczkobiorcy ze względu na przewidywalność kosztów długu w długim okresie, co jest możliwe z niepowiązanym bankiem, konieczne jest ustalenie z góry warunków krytycznych, które podmioty niepowiązane wzięłyby pod uwagę.

Podsumowując, Grupa stoi na stanowisku, że konieczność automatyzacji aktualizacji analizy nie powinna być determinowana przepisami, a charakterystyką transakcji. Częstotliwość aktualizacji dla transakcji finansowych może być większa niż dla bardziej stabilnych transakcji np. produkcyjnych czy handlowych. To sprawia, że automatyczne przyjmowanie kryterium 3 letniego wyrażonego w art. 11 r Ustawy o CIT może prowadzić do niezgodności z zasadą arm's length dla tych transakcji, których dynamika powinna zakładać częstsze aktualizacje.

Jednocześnie, w sytuacjach kiedy podmioty niepowiązane zawarłyby długoterminowe finansowanie bez zmiany warunków w okresie jego trwania, zmiana warunków pożyczki wewnątrzgrupowej po trzech latach (wynikająca z konieczności aktualizacji benchmarku, który wskazałby na inne oprocentowanie niż dotychczas stosowane) nie będzie zachowaniem zgodnym z zasadą arm's length. Niewłaściwa interpretacja art. 11r Ustawy o CIT polegająca na automatycznym stwierdzeniu, że oprocentowanie w każdej transakcji finansowej powinno być aktualizowane w oparciu o nowy benchmark nie rzadziej niż co trzy lata może prowadzić do wypaczenia zasady arm's length, dlatego należy je stosować z ostrożnością.

Przykłady

Aktualizacja analizy porównawczej dotyczącej transakcji finansowej może obejmować w szczególności:

1. Weryfikację, czy w trakcie lub w okresie poprzedzającym dokumentowany okres doszło do zmian wpływających na wynik badania porównywalności, kryteria porównywalności lub proces przeprowadzenia analizy porównawczej, zastosowany w ramach pierwotnej analizy.
2. Analizę cech charakterystycznych transakcji, uzasadniających odniesienie do warunków rynkowych panujących w dokumentowanym okresie (np. pożyczki obrotowe, cash pooling) lub do warunków rynkowych panujących w momencie zawarcia transakcji (np. pożyczki inwestycyjne).
3. Analizę warunków umownych pod kątem istnienia odpowiednich klauzuli umownych.
4. Analizę opcji realistycznie dostępnych dla stron transakcji (np. w przypadku pożyczkobiorcy – badanie, czy bieżące warunki rynkowe pozwoliłyby na uzyskanie korzystniejszych warunków finansowania; w przypadku pożyczkodawcy – badanie, czy możliwe byłoby żądanie wcześniejszej spłaty finansowania zgodnie z warunkami

umownymi oraz czy takie żądanie pozwoliłoby na odzyskanie kwoty zaangażowanego kapitału finansowania).

5. Analizę alternatywnych sposobów na zainwestowanie / pozyskanie środków finansowych, z uwzględnieniem warunków rynkowych panujących w badanym okresie.

6. Odniesienie do danych porównawczych lub wyników badań, wskazujących na częstotliwość oraz zakres zmian w przypadku renegotjacji warunków rynkowych.

7. Odniesienie do innych czynników oraz okoliczności transakcji kontrolowanej (np. odniesienie do kosztów pozyskania finansowania przez pożyczkodawcę).

7. Poręczenia i gwarancje

7.1. Wprowadzenie

Grupa wskazuje, że jej ogólne wnioski dotyczące badania porównywalności transakcji finansowych opisane we wcześniejszych rozdziałach mają zastosowanie również dla gwarancji i poręczeń. W niniejszym rozdziale Grupa odnosi się jedynie do specyficznych kwestii o których warto pamiętać przy ocenie rynkowości gwarancji, poręczeń czy innych instrumentów zabezpieczających.

Grupa identyfikuje transakcje zabezpieczające (np. gwarancje, poręczenia) za które należne jest wynagrodzenie jak i takie, w których podmiotowi udzielającemu wsparcia wynagrodzenie może nie być należne. W ramach tych drugich wymienić można pewne deklaracje czy oświadczenia podmiotu dającego zabezpieczenie, które nie skutkuje przeniesieniem ryzyka na ten podmiot, takie jak np. listy intencyjne, tzw. comfort letters lub umowy typu „keep well”.

Podobnie, wynagrodzenie z tytułu udzielonego poręczenia nie jest co do zasady zasadne, jeżeli:

- (i) Polepszenie wiarygodności (kredytowej, handlowej) podmiotu otrzymującego poręczenie (dłużnika) jest wynikiem jedynie jego biernego uczestnictwa w grupie i/lub dorożumianego wsparcia grupowego, lub
- (ii) Dłużnik nie posiada zdolności kredytowej, a poręczenie zostało udzielone przez spółkę dominującą dłużnika – w takiej sytuacji, zasadne może być potraktowanie poręczyciela jako faktycznego kredytobiorcy, lub
- (iii) Wierzyciel zażądał poręczenia wyłącznie w celu zagwarantowania, że spółka dominująca nie wykorzystuje środków dłużnika na własne cele niezgodne z warunkami finansowania.

Warto podkreślić, że określone okoliczności (np. klauzule bankowe, powiązania prawne, finansowe lub operacyjne) mogą w praktyce spowodować, że członkowie grupy podmiotów powiązanych będą współzależni finansowo czy handlowo od grupy, co może być w żaden sposób niepowiązane z jakimikolwiek formalnymi ustaleniami dotyczącymi poręczeń, a w wyniku tych okoliczności pozycja rynkowa takiego podmiotu umacnia się, a pozycja grupy nie pogarsza. Zgodnie z Wytycznymi OECD, dłużnik zasadniczo nie byłby gotów zapłacić za poręczenie, gdyby nie oczekiwał, że w zamian otrzyma odpowiednią korzyść. Zidentyfikowana w wyniku badania porównywalności korzyść w związku z otrzymanym poręczeniem powinna zatem stanowić punkt odniesienia do maksymalnej wysokości wynagrodzenia, którą byłby skłonny zapłacić niepowiązany dłużnik.¹²

¹² Zgodnie z punktem 10.164 Wytycznych OECD.

Istotnym czynnikiem wymagającym uwzględnienia w analizie warunków i poziomu wynagrodzenia za poręczenia jest zdolność poręczyciela do realizacji poręczenia (tj. wykonania zobowiązania w imieniu dłużnika), wyrażona np. posiadanymi lub przyszłymi aktywami. Analiza danych finansowych poręczyciela może np. wykazać, że pomimo wysokiej sumy gwarancyjnej, wynikającej z umowy poręczenia, aktywa poręczyciela pozwoliłyby jedynie na częściowe wykonanie zobowiązań wynikających z udzielonego poręczenia. W powyższym przypadku, w zależności od okoliczności transakcji, zasadne może być uwzględnienie tych okoliczności w badaniu rynkowości poziomu wynagrodzenia za udzielone poręczenie.

7.2. Metody cen transferowych

W przypadku poręczeń, dla których wynagrodzenie jest należne określa się je najczęściej tymi samymi metodami jak w przypadku finansowania dłużnego, tj. PCN, metoda odkosztowa i metoda dochodowa. Poniżej Grupa przedstawia specyficzne aspekty stosowania tych metod dla poręczeń.

7.2.1. Metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej

W zależności od faktów i okoliczności danej transakcji kontrolowanej, weryfikacja ceny transferowej dla poręczeń, czy gwarancji może zatem opierać się o dane porównawcze dotyczące gwarancji finansowych udzielanych przez podmioty trzecie, akcepty bankowe, opłaty za swapy ryzyka kredytowego (credit default swap), opłaty za akredytywy, opłaty za zaangażowanie (commitment fee), różne rodzaje ubezpieczeń i opcje sprzedaży, przy czym zastosowanie takich danych może wymagać przeprowadzenia korekty porównywalności.

Jak wskazano wcześniej, badając porównywalność transakcji zabezpieczających kluczowa jest też ocena zdolności do udzielenia zabezpieczenia oraz wiarygodności kredytowej poręczyciela. W sytuacji, w której zarówno dłużnik, jak i poręczyciel charakteryzują się niską wiarygodnością kredytową, uzasadnione może być ustanowienie niskiego wynagrodzenia, uwzględniającego ograniczone możliwości realizacji poręczenia przez poręczyciela w momencie niewypłacalności dłużnika.

Przykłady

1. Spółka A, charakteryzująca się bardzo dobrą wiarygodnością kredytową (na poziomie AA) oraz wysokimi poziomami środków pieniężnych, udzieliła poręczenia kredytu zaciągniętego przez powiązaną Spółkę B. Analiza danych finansowych Spółki B wykazała, że podmiot ten posiada niższą wiarygodność kredytową (na poziomie BB). Analiza cen transferowych może polegać np. na identyfikacji stawek swapów ryzyka kredytowego (CDS) za okres bezpośrednio poprzedzający moment zawarcia transakcji oraz o długości odpowiadającej długości udzielonego poręczenia.

2. Spółka C udzieliła poręczenia kredytu bankowego Spółce D. Obydwa podmioty charakteryzują się podobną wiarygodnością kredytową (na poziomie BB). Jednocześnie, Spółka D korzysta z gwarancji bankowej, o charakterystyce zbliżonej do charakterystyki poręczenia od Spółki C. Wykorzystanie wewnętrznych danych porównawczych będzie w tej sytuacji możliwe, o ile spełnione zostaną kryteria porównywalności, w tym m.in. uwzględnione zostaną różnice w profilu ryzyka tj. wiarygodności kredytowej banku oraz wiarygodności kredytowej Spółki C.

3. Spółka E udzieliła na rzecz Spółki F poręczenia umowy leasingu operacyjnego samochodów. Umowa ma charakter ramowy (faktyczna liczba leasingowanych pojazdów może się zmieniać w czasie), a płatności rat leasingowych dokonywane są w okresach miesięcznych. W tym przypadku, instrumentem pozwalającym na przeprowadzenie analizy cen transferowych może być np. akredytywa, z uwagi na podobne zastosowanie w ramach transakcji handlowych, lub krótkoterminowe kontrakty CDS.

7.2.2. Metoda dochodowa (yield approach)

W ramach metody dochodowej należy wycenić korzyść osiąganą dzięki otrzymanemu poręczeniu. Przykładowo, jeśli poręczenie wpływa na otrzymanie korzystniejszego oprocentowania kredytu bankowego należy obliczyć różnicę między oprocentowaniem finansowania, które uzyskałby kredytobiorca bez formalnego poręczenia, a oprocentowaniem finansowania z uzyskanym poręчением. Różnica między powyższymi poziomami oprocentowania powinna zostać podzielona między poręczyciela i dłużnika biorąc pod uwagę różne okoliczności transakcji, pozycję negocjacyjną itp. Należy zaznaczyć, że opłata z tytułu poręczenia nie może wynosić 100% różnicy ustalonej w oparciu o metodę dochodową, bowiem w takim przypadku dłużnik nie uzyskałby żadnej korzyści, a zatem nie miałby żadnej motywacji do uzyskania poręczenia.

Poręczenie nie zawsze musi jednak przyczyniać się do obniżenia ceny zabezpieczanej transakcji (np. oprocentowania kredytu bankowego). Może ono wpływać na poprawę postrzegania kredytobiorcy jako wiarygodnego dłużnika, poprawę oceny wiarygodności kredytowej. W Takiej sytuacji należy spróbować skwantyfikować otrzymaną dzięki poręczeniu korzyść podmiotu korzystającego z tego poręczenia.

Przykład

Oprocentowanie kredytu uzyskanego przez Spółkę A oraz poręczanego przez Spółkę B wynosi 4,50% w skali roku. Przeprowadzona analiza cen transferowych wykazała, że rynkowy poziom oprocentowania porównywalnego kredytu, udzielonego podmiotowi o wiarygodności kredytowej Spółki A, wynosi 5,00%.

W oparciu o powyższe, maksymalne wynagrodzenie z tytułu udzielonego poręczenia powinno wynosić nie więcej niż 0,50%.

7.2.3. Metoda kosztowa (cost approach)

Podejście kosztowe wycenia potencjalny koszt poniesienia dodatkowego ryzyka przez poręczyciela lub wartość oczekiwanej straty, którą poręczyciel poniósłby, udzielając poręczenia. Można to ustalić np. poprzez: (i) rozważenie prawdopodobieństwa niewykonania zobowiązania przez dłużnika wraz z oczekiwaną stopą odzysku w przypadku niewykonania zobowiązania, (ii) rozważenie, jaki kapitał jest wymagany do pokrycia dodatkowego ryzyka poręczyciela związanego z udzieleniem poręczenia. Metoda wyceny koszty dodatkowego kapitału może mieć w szczególności zastosowanie do transakcji, w których istnieją wątpliwości co do zdolności kredytowej dłużnika.

Przykład

Obliczenie wynagrodzenia należnego poręczycielowi może opierać się o wyliczenie oczekiwanej straty, poprzez oszacowanie prawdopodobieństwa niewypłacalności dłużnika (PD), straty z tytułu niewykonania zobowiązania (LGD) oraz exposure at default (EAD). Uzyskany wynik może zostać wykorzystany do wyliczenia wysokości wynagrodzenia np. w oparciu o model wyceny aktywów kapitałowych (CAPM).

7.3. Inne aspekty związane z wyceną poręczeń

Przy badaniu porównywalności i wycenie poręczeń lub innych transakcji zabezpieczających należy wziąć kilka dodatkowych aspektów pod uwagę:

- występowanie wielu form zabezpieczenia równolegle (poręczenie, zastaw na udziałach, hipoteka, zastaw na rachunkach bankowych, itp.)
- występowanie wielu podmiotów udzielających zabezpieczenia dla jednego podmiotu korzystającego, jednej transakcji,
- korzystanie z gwarancji bankowej innego podmiotu powiązanego o lepszej zdolności kredytowej, lub podmiotu centralnego w grupie,
- poręczenia wzajemne – gdzie dwóch lub więcej członków danej grupy podmiotów powiązanych gwarantują sobie wzajemnie zobowiązania (najczęściej solidarnie).

7.3.1. Występowanie wielu form zabezpieczenia równolegle

W transakcjach finansowych zabezpieczenie może przyjmować różnorodne formy jednocześnie, takie jak poręczenia, zastawy na udziałach, hipoteki na nieruchomościach, czy zastawy na rachunkach bankowych. Taka wielość form zabezpieczeń zwiększa poziom ochrony wierzyciela, jednak komplikuje proces analizy i wyceny transakcji, ponieważ różne formy zabezpieczeń mogą wiązać się z odmiennym poziomem ryzyka i różną wartością ekonomiczną.

Przy analizie należy ocenić, czy konkretne formy zabezpieczeń są uzupełniające czy zamienne oraz jakie korzyści przynoszą podmiotowi korzystającemu z finansowania. Kluczowe jest również uwzględnienie hierarchii zaspokajania wierzycieli, szczególnie w sytuacji upadłości podmiotu. Wartość rynkowa takich zabezpieczeń powinna być analizowana indywidualnie i w kontekście całej struktury transakcji.

Ostatecznie, zastosowanie wielu zabezpieczeń może dawać podmiotowi korzystającemu z nich jedną i tą samą korzyść, np. uzyskanie niższego kosztu finansowania lub zwiększenie dostępności kapitału. W takiej sytuacji zasadne jest pytanie, czy każda z form zabezpieczenia powinna być wyceniona osobno, czy np. ich łączna cena byłaby taka sama jak w przypadku udzielania jednego zabezpieczenia dającego taki sam poziom bezpieczeństwa.

7.3.2. Występowanie wielu podmiotów udzielających zabezpieczenia

W sytuacji, gdy kilka podmiotów udziela zabezpieczenia na rzecz jednego podmiotu w związku z jedną transakcją, powstaje złożona struktura wzajemnych zobowiązań. Tego typu rozwiązanie często stosuje się w sytuacjach, gdy spółki powiązane wzajemnie wspierają się w realizacji kluczowych projektów lub inwestycji.

W analizie tego rodzaju transakcji istotne jest uwzględnienie podziału ryzyka pomiędzy poszczególne podmioty udzielające zabezpieczenia. Należy ocenić, w jaki sposób ich zdolność kredytowa oraz zakres zobowiązań wpływają na wartość całego zabezpieczenia. Dodatkowo, warto przeanalizować, czy poszczególne poręczenia są proporcjonalne co do wartości i przynoszonej podmiotowi korzystającemu korzyści.

Tak jak w przypadku wielu rodzajów zabezpieczeń jednocześnie, i w tym przypadku należy zbadać, czy wiele podmiotów zabezpieczających daje podmiotowi korzystającemu więcej korzyści niż pojedynczy poręczyciel, oraz wynagrodzenie dla każdego poręczyciela powinno być wycenione osobno, czy np. ich łączne

wynagrodzenie byłoby takie same jak w przypadku mniejszej liczby lub wręcz jednego poręczyciela¹³.

7.3.3. Korzystanie z gwarancji bankowej innego podmiotu powiązanego

Podmioty powiązane o wysokim ratingu kredytowym lub centralne jednostki w grupach kapitałowych korzystające z bankowych linii gwarancyjnych często udostępniają swoim podmiotom powiązanym możliwość korzystania z tych samych linii. Tego typu praktyka pozwala na wykorzystanie wyższego ratingu kredytowego podmiotu gwarantującego, co z kolei umożliwia podmiotowi korzystającemu dostęp do gwarancji na bardziej korzystnych warunkach.

Analizując takie transakcje, kluczowe jest zbadanie, czy podmiot gwarantujący uzyskuje odpowiednie wynagrodzenie za podjęte ryzyko. Równocześnie należy uwzględnić, czy korzyści wynikające z gwarancji, takie jak niższe oprocentowanie kredytu czy wyższy limit zadłużenia, są proporcjonalne do kosztu jej udzielenia.

7.3.4. Występowanie poręczeń wzajemnych

Co do zasady, w ramach transakcji finansowych takie jak wspólne linie kredytowe, czy systemy cash poolingi poszczególni uczestnicy mogą wyrażać zgodę na wzajemne poręczania spłaty należności wynikających ze zobowiązania całego finansowania czy systemu cash-poolingu. To oznacza, że podmioty powiązane mogą poręczać zobowiązania pozostałych spółek oraz jednocześnie mogą korzystać z poręczenia od tych spółek. W takiej sytuacji trudno jest określić faktyczną ekspozycję na ryzyko poszczególnych spółek z tytułu udzielenia poręczenia, ponieważ w przypadku wystąpienia zdarzenia skutkującego koniecznością wypłaty sumy poręczenia środki pieniężne na pokrycie poręczanej sumy mogą pochodzić od wielu spółek.

Korzyści z otrzymania poręczenia powinny być analizowane odrębnie dla każdego podmiotu, uwzględniając poziom ratingu kredytowego danej spółki oraz wielkość przyznanego limitu kredytowego. W wielu przypadkach dominującą korzyścią z tytułu poręczenia będzie otrzymanie korzystniejszego oprocentowania lub wyższego limitu zadłużenia niż w transakcjach o podobnym charakterze.

Przykłady

1. Grupa kapitałowa, w skład której wchodzi spółki J, K i L, uczestniczy w systemie cash poolingi. Każda z tych spółek zgodziła się na wzajemne poręczenia dotyczące ujemnych sald, co oznacza, że jeśli jedna ze spółek (np. spółka K) nie będzie

¹³ Podobny wniosek można wysnuć z uzasadnienia wyroku Wojewódzkiego Sądu Administracyjnego w Bydgoszczy z 29 lipca 2013 roku, przy czym powyższe orzeczenie zostało wydane w odniesieniu do przepisów o przychodach z nieodpłatnych świadczeń (sygn. akt I SA/Bd 404/13).

w stanie spłacić swojego ujemnego salda, pozostałe spółki (J i L) są zobowiązane do pokrycia jej zobowiązań w ramach systemu. W praktyce oznacza to, że każda spółka jest zarówno poręczycielem, jak i beneficjentem poręczeń.

Ponieważ poręczenia te są wzajemne, określenie dokładnej ekspozycji na ryzyko poszczególnych spółek jest trudne, ponieważ zobowiązania mogą być podzielone między wszystkich uczestników systemu w zależności od sytuacji finansowej każdej spółki w danym momencie. Na przykład, jeśli spółka K ma chwilowe trudności z płynnością, spółki J i L mogą pokryć jej zobowiązania, co minimalizuje ryzyko dla każdej z nich. Jednakże w sytuacji, gdy spółka K ma stabilną sytuację finansową, ryzyko nie materializuje się, a wzajemne poręczenia pozostają jedynie formalnym mechanizmem zabezpieczenia.

Z perspektywy uczestników systemu, korzyści z otrzymania poręczenia są trudne do wycenienia w sposób bezpośredni. W praktyce, wzajemne poręczenia pozwalają każdej spółce na uzyskanie korzystniejszych warunków finansowych w systemie cash pooling, takich jak wyższe oprocentowanie dodatnich sald oraz niższe oprocentowanie ujemnych sald, w porównaniu z alternatywnymi opcjami rynkowymi (np. pożyczkami czy lokatami). Dlatego korzyści z otrzymania poręczenia przejawiają się przede wszystkim w poprawie warunków finansowych, a nie w bezpośrednich płatnościach czy wynagrodzeniach za udzielenie poręczenia.

2. Poręczenie solidarne ze strony kilku poręczycieli do wysokości określonej sumy gwarancyjnej może przynieść dłużnikowi porównywalne korzyści do sytuacji, w której poręczenie udzielane jest przez jeden podmiot porównywalnej wiarygodności kredytowej, do takiej samej wysokości określonej sumy gwarancyjnej.

8. Bieżące zarządzanie płynnością typu cash pooling

8.1. Wstęp

Istotą transakcji cash poolingu jest fizyczne (rzeczywiste) lub wirtualne kompensowanie ujemnych i dodatnich dziennych sald rachunków bankowych uczestników cash poolingu. Umowy cash poolingu mogą być zawierane pomiędzy bankiem a uczestnikami struktury, jednak faktyczne ustalenia dot. wynagrodzenia w transakcji odbywają się pomiędzy uczestnikami systemu. Z tego powodu cash pooling spełnia definicję transakcji kontrolowanej, a jej stronami są uczestnicy oraz pool lider.

Charakter cash poolingu różni się od transakcji udzielenia/otrzymania pożyczki i nie powinien być wykorzystywany w jej zastępstwie, tj. poprzez równoczesne zwiększenie salda ujemnego jednego członka cash poolingu oraz analogiczne zmniejszenie salda dodatniego. W takiej sytuacji zachodzi ryzyko reklasyfikacji transakcji na pożyczkę na podstawie dostępnych instrumentów.

Co do zasady cash pooling jest instrumentem zarządzania krótkoterminową płynnością, jednak przy zachowaniu określonych warunków może być również stosowany do długoterminowego finansowania lub długoterminowego lokowania środków pieniężnych. W takiej sytuacji konieczne będzie jednak odrębne ustalenie oprocentowania dla sald krótko- i długoterminowych.

Przykład

Grupa kapitałowa, do której należą spółki X, Y i Z, korzysta z cash poolingu fizycznego, gdzie spółka X pełni rolę pool lidera. Każdego dnia, na koniec sesji bankowej, dodatnie salda spółek Y i Z są przenoszone na rachunek spółki X, natomiast ujemne salda spółek Y i Z są pokrywane z rachunku spółki X, co pozwala grupie efektywnie zarządzać swoją płynnością finansową.

W ramach tego systemu, spółka X (pool lider) ustala warunki dotyczące wynagrodzenia za zarządzanie płynnością. Przykładowo, spółka X nalicza odsetki od ujemnych sald spółek Y i Z, a także wypłaca odsetki za dodatnie salda zgodnie z ustalonymi stawkami oprocentowania.

Jeśli jednak w ramach cash poolingu spółka Y przez dłuższy czas utrzymywałaby wysokie ujemne saldo, a spółka Z analogicznie miałaby duże dodatnie saldo, mogłoby to skutkować reklasyfikacją transakcji cash poolingu na pożyczkę, co pociągnęłoby za sobą konieczność zastosowania odpowiednich zasad cen transferowych właściwych dla pożyczek, w tym ustalenie odpowiedniego oprocentowania.

W przypadku, gdy cash pooling byłby wykorzystywany do zarządzania długoterminową płynnością, np. spółka Y regularnie wpłacałaby nadwyżki

gotówkowe na rachunek pool lidera, a spółka Z regularnie korzystałaby z ujemnego salda przez dłuższy czas, konieczne byłoby odrębne ustalenie stawek oprocentowania dla krótkoterminowych i długoterminowych sald, zgodnie z rynkowymi warunkami.

8.2. Warunki porównywalności

Transakcje cash poolingu występują co do zasady pomiędzy podmiotami powiązanymi (mimo, że mogą być zarządzane przez niezależny podmiot, tj. bank). Ciężko zidentyfikować na rynku podobne struktury pomiędzy podmiotami niepowiązanymi.

Z tego powodu, przy ocenie czy ceny transferowe w ramach cash poolingu zostały ustalone na warunkach, które ustaliłyby między sobą podmioty niepowiązane należy zbadać opcje realistycznie dostępne dla danego uczestnika cash poolingu. Przykładowo dla sald dodatnich – oprocentowanie, depozytów, kont oszczędnościowych lub lokat krótkoterminowych, dla sald ujemnych - oprocentowanie kredytu w rachunku bieżącym, krótkoterminowego.

Przy analizie opcji realistycznie dostępnych należy brać pod uwagę nie tylko poziom oprocentowania, ale również inne czynniki związane z daną formą lokowania/pozyskania środków finansowych, np. poziom innych opłat, elastyczność danej formy lokowania środków/pozyskania finansowania, wymagane zabezpieczenia czy też bezpieczeństwo lokowanych środków.

Przykład

Spółki A, B i C, należące do tej samej grupy kapitałowej, uczestniczą w strukturze cash poolingu, gdzie spółka A pełni rolę pool lidera. Na koniec każdego dnia, dodatnie saldo spółki B jest automatycznie przesuwane na rachunek pool lidera, a ujemne saldo spółki C jest kompensowane środkami zgromadzonymi przez spółkę A. Dla oceny, czy warunki cash poolingu są zgodne z zasadą arm's length, konieczne jest zbadanie, czy spółki B i C mogłyby realistycznie wybrać inne formy zarządzania płynnością.

W przypadku spółki B, która regularnie ma nadwyżki finansowe, realistycznie dostępną opcją byłoby ulokowanie tych środków na koncie oszczędnościowym lub lokacie bankowej (krótko- lub nawet długoterminowej). Spółka B mogłaby zatem porównać oprocentowanie oferowane przez bank na takich produktach do oprocentowania otrzymywanego z cash poolingu. Jednak cash pooling może oferować większą elastyczność – spółka B ma możliwość natychmiastowego dostępu do swoich środków, co byłoby mniej możliwe w przypadku lokat o określonym terminie.

Z drugiej strony, spółka C, która regularnie korzysta z ujemnego salda, mogłaby rozważyć opcję zaciągnięcia krótkoterminowego kredytu w rachunku bieżącym lub kredytu krótkoterminowego w banku. Oprocentowanie tego typu kredytów należałoby porównać z kosztami finansowania, jakie ponosi spółka C w ramach cash pooling. Dodatkowo należy uwzględnić koszty związane z uzyskaniem kredytu w banku, takie jak prowizje, konieczność ustanowienia zabezpieczeń czy mniej elastyczne warunki spłaty.

Po analizie, spółki B i C mogą dojść do wniosku, że cash pooling, mimo że opiera się na wewnątrzgrupowych rozliczeniach, oferuje korzystniejsze i bardziej elastyczne warunki niż inne realistycznie dostępne opcje rynkowe.

8.2.1. Analiza faktów i okoliczności funkcjonowania systemu cash pooling jako całości

Cash pooling jest systemem w którym jego uczestnicy biorą udział w zapewnianiu płynności w ramach kolektywnej strategii grupowej, której celem może być szereg korzyści dla każdej ze stron.

W związku z tym analiza powinna być dokonywana z perspektywy całego systemu i obejmować weryfikację, jaką rolę w systemie pełnią poszczególne podmioty, jak wyznaczone jest oprocentowanie w ramach systemu na każdym jego poziomie (zarówno uczestników, jak i lidera) oraz w jaki sposób rozdzielane są korzyści generowane przez system i w jaki sposób następuje zarządzanie środkami pieniężnymi w ramach systemu. Stąd do pełnej oceny nie wystarczy jedynie weryfikacja poziomu oprocentowania, jakie stosuje uczestnik systemu, ale konieczna jest weryfikacja jak dzielone są funkcje i ryzyka w całym systemie i jak to się przekłada na ostateczne oprocentowanie.

8.2.2. Analiza roli, funkcji i ryzyka uczestników i lidera

Poza wynagrodzeniem z tytułu zaangażowania środków należnym uczestnikom systemu, konieczne jest rozważenie wynagrodzenia za funkcje wykonywane przez podmiot zarządzający strukturą, czy wynagrodzenia za ryzyko i koszty ponoszone przez pool lidera, w szczególności ryzyko niebilansowania cash pooling i kosztów z tytułu utrzymywania nadmiernego salda.

Przykładowo, jeżeli podmiot zarządzający strukturą pełni tylko funkcje administracyjne związane z bieżącymi kontaktami z bankiem, w którym rozliczany jest cash pooling i który jest realnym operatorem systemu oraz nie ponosi ryzyka finansowego, jego wynagrodzenie powinno być ograniczone (np. ustalone na zasadzie koszt plus).

W odmienniej sytuacji, np. jeżeli dany podmiot ponosi faktyczne ryzyko niebilansowania cash pooling (suma sald dodatnich jest większa niż suma sald

ujemnych) oraz ponosi koszty z tytułu nadmiernego salda, zasadne jest ustalenie wynagrodzenia uwzględniające tę okoliczność (np. w postaci ustalenia, że różnica oprocentowaniu sald dodatnich i ujemnych jest dodatkowym wynagrodzeniem pool lidera z tytułu ponoszonego ryzyka).

Przykład

Grupa kapitałowa, do której należą spółki D, E i F, wdrożyła system cash poolingu zarządzany przez spółkę D, pełniącą rolę pool lidera.

Aby ocenić zgodność warunków cash poolingu z zasadą arm's length w pierwszej kolejności należy zrozumieć, jakie funkcje pełnią poszczególni uczestnicy systemu. Spółka D jako pool lider odpowiada za zarządzanie środkami pieniężnymi, monitorowanie sald i bieżące operacje związane z transferami środków pomiędzy kontami uczestników, jest stroną umowy z bankiem i ponosi ryzyko kredytowe i płynnościowe systemu. Spółki E i F, będące uczestnikami, korzystają z systemu poprzez udostępnianie nadwyżek lub zaciąganie środków.

Kluczowym elementem analizy jest także weryfikacja, w jaki sposób są dzielone funkcje i ryzyka w całym systemie. Spółka D ponosi ryzyko operacyjne, kredytowe i ryzyko płynności związane z zarządzaniem środkami finansowymi grupy. Spółki E i F, nie angażują się bezpośrednio w zarządzanie płynnością, jedynie korzystają z tego systemu – mają szybki dostęp do środków kiedy ich potrzebują, albo mogą krótkoterminowo lokować wolne środki.

Biorąc pod uwagę profile funkcjonalne stron można przyjąć, że pool lider uprawniony jest do rezydualnej korzyści z systemu.

8.2.3. Alokacja korzyści i synergii do uczestników i lidera

Co do zasady struktura cash poolingu pozwala na osiągnięcie korzyści na poziomie grupy w postaci zmniejszenia kosztów finansowania krótkoterminowego, zwiększenie wynagrodzenia z tytułu utrzymywania dodatnich sald na rachunku bankowym oraz poprawę wskaźników zadłużenia grupy kapitałowej. Alokacja korzyści z tytułu redukcji kosztów odsetkowych oraz zwiększenia przychodów odsetkowych poszczególnych uczestników powinna uwzględniać zaangażowanie finansowe poszczególnych uczestników oraz uwzględniać opcje realistycznie dostępne dla poszczególnych uczestników.

Ze względu na korzyści z transakcji cash pooling na poziomie grupy kapitałowej, wynagrodzenie za utrzymanie sald dodatnich/ujemnych może być również wyższe / niższe niż wynagrodzenie w porównywalnych transakcjach o zbliżonym charakterze

(depozyty, pożyczki krótkoterminowe) i co do zasady nie powinno być gorsze niż opcje realistycznie dostępne dla poszczególnych uczestników.

Przykład

Spółka G, jako pool lider, zarządza systemem cash pooling, w którym uczestniczą spółki H i I. Dzięki systemowi cash pooling cała grupa kapitałowa zyskuje korzyści związane z obniżeniem łącznych kosztów finansowania krótkoterminowego oraz uzyskuje dodatkowe wynagrodzenie z tytułu utrzymywania nadwyżek finansowych na rachunkach bankowych. Dla prawidłowej alokacji tych korzyści należy uwzględnić rolę każdego z uczestników oraz dostępne im realistycznie alternatywy na rynku.

Spółka H, która regularnie posiada dodatnie saldo w cash pooling, uzyskuje oprocentowanie za udostępnienie swoich środków na poziomie wyższym niż standardowe oprocentowanie krótkoterminowych depozytów bankowych. Z drugiej strony, spółka I, która często korzysta z ujemnego salda, płaci odsetki za pożyczone środki, ale na poziomie niższym niż standardowe koszty kredytów krótkoterminowych dostępnych na rynku. Wynika to z synergii uzyskanych w ramach grupy kapitałowej, która może oferować wewnętrzne finansowanie na korzystniejszych warunkach.

Pool lider, spółka G, odpowiada za administrowanie całym systemem ale jest jednocześnie jego uczestnikiem. Pool lider może otrzymywać wynagrodzenie za administrowanie systemem, a wszyscy uczestnicy mogą dzielić się korzyściami z systemu proporcjonalnie do funkcji i ryzyk które ponoszą.

9. Inne formy finansowania

9.1. Inwestycje realizowane na zasadzie project finance

Project finance jest metodą finansowania inwestycji stosowaną głównie w przypadku przedsięwzięć w sferze infrastruktury, charakteryzującą się (i) powołaniem specjalnej spółki do realizacji przedsięwzięcia oraz (ii) źródłem spłaty długu zaciąganego przez spółkę zarządzającą przedsięwzięciem, głównie w postaci przepływów pieniężnych generowanych przez sam projekt, przy czym głównym zabezpieczeniem długu jest powstający dopiero w trakcie realizacji projektu majątek¹⁴.

W kontekście transakcji finansowych, szczególnie problematyczne są następujące kwestie związane z *project finance*:

- 1) **Oszacowanie wiarygodności kredytowej spółki celowej.** Z uwagi na realizację przedsięwzięcia przez powołaną w tym celu spółkę, najczęściej nie posiada ona historycznych danych finansowych, pozwalających na oszacowanie wiarygodności kredytowej w racjonalnie dokładny sposób odzwierciedlającej ryzyko niewypłacalności tej spółki.

Użytecznymi sposobami pozwalającymi na oszacowanie wiarygodności kredytowej spółki celowej oraz na określenie ceny transferowej mogą być:

- (i) Oszacowanie wiarygodności kredytowej w oparciu o metodyki stosowane przez agencje ratingowe, wykorzystujące np. karty oceny opierające się o kryteria ilościowe i jakościowe,
- (ii) Oszacowanie wiarygodności kredytowej na podstawie wiarygodnych prognoz przygotowanych dla finansowanego podmiotu i projektu,
- (iii) Oszacowanie wiarygodności kredytowej poczynając od oceny wiarygodności kredytowej jednostki dominującej lub grupy podmiotów powiązanych, skorygowanej w celu oszacowania wiarygodności kredytowej finansowanego,
- (iv) Pominięcie szacowania wiarygodności kredytowej (w rozumieniu przypisania oznaczenia literowego w skali stosowanej przez agencje ratingowe), przy jednoczesnym zidentyfikowaniu warunków zawarcia porównywalnych transakcji, których stroną są spółki celowe, powołane w celu realizacji *project finance*. Zidentyfikowane w ten sposób transakcje mogą zakładać spełnienie określonych warunków lub klauzul finansowych, np. osiąganie określonych wskaźników finansowych na poziomie nieprzekraczającym ustalonego poziomu.

¹⁴ T. Jewartowski, *Project finance jako metoda finansowania inwestycji infrastrukturalnych*, Ruch prawniczy, ekonomiczny i socjologiczny, Rok LXIV, zeszyt 1, 2020 rok, s. 187 – 188.

- 2) Zmiana warunków finansowania w trakcie realizacji przedsięwzięcia.** W toku realizacji przedsięwzięcia *project finance* mogą wystąpić okoliczności spowodowane czynnikami zewnętrznymi (np. zmiana otoczenia gospodarczego) jak i wewnętrznymi (np. konieczność zmiany formy finansowania), powodujące powstanie wątpliwości co do możliwości zmiany warunków transakcji po jej rozpoczęciu.

Przykład

Istotna zmiana regulacji prawnych, znacząco ograniczająca prognozowane poziomy przychodów generowanych przez spółki celowe.

Przy ustalaniu wpływu powyższych przesłanek należy brać pod uwagę poniższe czynniki:

- (i) Wynikającą z §7 Rozporządzenia TP zasadę nieuwzględniania okoliczności, w tym danych porównawczych, które nie mogły być znane jej stronom w dniu jej zawarcia, a które, jeżeli byłyby znane, mogłyby powodować określenie przez strony wyższej lub niższej wartości przedmiotu takiej transakcji (z określonymi zastrzeżeniami). Powyższa regulacja stanowi emanację opisywanej w punkcie 3.69 Wytycznych OECD metody *ex ante* (*the arm's length price setting approach*). Odstępstwa od powyższej reguły zostały ściśle określone w przepisach Rozporządzenia TP i zasadniczo nie mają zastosowania do transakcji finansowych.
- (ii) Klauzule umowne ustalone pomiędzy podmiotami powiązanymi. Podstawową kwestią jest ustalenie czy wycena wartości wynagrodzenia była na tyle niepewna na początku transakcji, że strony działające na warunkach rynkowych wymagałyby mechanizmu korekty ceny, lub czy zmiana wartości była na tyle istotna, że doprowadziłaby do renegotjacji transakcji. W przypadku wystąpienia powyższych przesłanek, uzasadnione byłoby ustalanie wartości rynkowej na podstawie klauzuli korekty lub w wyniku renegotjacji, które byłyby wprowadzone w porównywalnych transakcjach pomiędzy podmiotami niepowiązanymi. W innych okolicznościach, jeżeli nie ma powodu, aby uznać, że wycena była na tyle niepewna na samym początku, że strony wymagałyby zawarcia klauzuli korekty ceny lub renegotjowałyby warunki umowy, nie ma powodu, aby przeprowadzać korekty, ponieważ stanowiłoby to niewłaściwe przeprowadzenie oceny warunków z perspektywy czasu. Samo istnienie niepewności nie powinno stanowić podstawy do przeprowadzenia korekty *ex post* bez rozważenia, co zrobiłyby lub uzgodniłyby między sobą niepowiązane podmioty¹⁵.

¹⁵ Punkt 3.73 Wytycznych OECD.

Treść Wytycznych OECD w sprawie skutków COVID-19, które podkreślą (w oparciu o istniejące rekomendacje dotyczące restrukturyzacji), że renegocjacja warunków umownych może w dużej mierze zależeć od długoterminowego wpływu zmiany umowy na potencjał zysku obydwu stron transakcji. Dla przykładu, zgoda na zmianę warunków umownych może zostać wydana w sytuacji, w której brak zmiany doprowadzi do utraty kluczowego klienta lub też jeżeli zmiana spowoduje wzrost zysków w dłuższej perspektywie czasu. Ponadto, należy podkreślić, że w przypadku braku wyraźnych dowodów na to, że niepowiązane podmioty w porównywalnych okolicznościach dokonałyby przeglądu swoich istniejących porozumień lub stosunków handlowych, modyfikacja istniejących ustaleń pomiędzy podmiotami powiązanymi nie jest zgodna z zasadą ceny rynkowej. W związku z tym, takie zmiany powinny być wprowadzane z ostrożnością i być poparte dokumentacją przedstawiającą, w jaki sposób zmiana jest zgodna z zasadą ceny rynkowej¹⁶.

9.2. Wielopoziomowe struktury finansowania

W toku badania porównywalności szczególną uwagę należy zwrócić na występowanie wielopoziomowych struktur finansowania, zakładających kaskadowy model przekazywania środków finansowych (tj. podmiot A pozyskuje finansowanie z banku, następnie przekazuje je podmiotowi B, który udziela pożyczki podmiotowi C).

Powyższe struktury stanowią często element transakcji nabycia z zastosowaniem dźwigni finansowej (leveraged acquisition). Struktury kapitałowe dla transakcji finansowania lewarowanego przejęcia różnią się w zależności od transakcji, ale finansowanie uprzywilejowane jest zazwyczaj skonstruowane w taki sposób, by zawierało zarówno wiele kredytów terminowych, jak i kredyt odnawialny. Te uprzywilejowane instrumenty kredytowe są udostępniane podmiotowi przejmującemu, utworzonemu w celu przejęcia spółki docelowej, czasami wraz z jej podmiotami zależnymi

Ogólnie rzecz biorąc, finansowanie uprzywilejowane jest udzielane podmiotowi przejmującemu i korzysta z gwarancji i zabezpieczeń udzielonych przez spółkę przejmowaną oraz jej operacyjne spółki zależne, podczas gdy dług podporządkowany (taki jak obligacje high yield i wszelkie strukturalne pożyczki wewnątrzgrupowe) może być udzielany spółkom holdingowym, które znajdują się wyżej w strukturze finansowania przejęć lewarowanych.

Przykład

Bank udziela finansowania niepodporządkowanego spółkom operacyjnym (OpCos) w celu sfinansowania budowy farm wiatrowych. Pożyczka jest zabezpieczona zastawem na aktywach OpCos. Równolegle, bank udziela finansowania

¹⁶ Punkt 45-46 Wytycznych OECD w sprawie skutków COVID-19.

podporządkowanego spółce holdingowej (HoldCo), posiadającej udziały w OpCos, które jest zabezpieczone zastawem na udziałach OpCos.

Przy ustalaniu wpływu powyższych należy brać pod uwagę poniższe czynniki:

- (i) Wpływ instytucji finansujących na kształt struktury finansowej, mogący się przejawiać np. w zwiększeniu liczby podmiotów pośredniczących w strukturze w celu zwiększenia zabezpieczenia instytucji finansujących lub w konieczności wypełnienia określonych klauzul umownych lub wskaźników finansowych.
- (ii) Warunki finansowania udzielonego przez instytucje finansujące, na które z kolei wpływ mają warunki finansowania udzielonego przez podmioty powiązane. Na przykład, oprocentowanie uprzywilejowanego finansowania udzielonego przez podmioty niepowiązane może uwzględniać fakt udzielenia podporządkowanego finansowania przez podmioty powiązane.
- (iii) Koszt pozyskania finansowania przekazywanego kaskadowo w dół struktury finansowania. Na przykład, pierwotnym źródłem finansowania otrzymanego od podmiotu powiązanego może być finansowanie otrzymane od podmiotu niepowiązanego, przekazywane kolejnym pożyczkobiorcom w ramach struktury finansowania. W takim przypadku, zasadne jest rozważenie zastosowania metody weryfikacji ceny transferowej innej niż metoda porównywalnej ceny niekontrolowanej, w szczególności metod kosztowych.
- (iv) Wyniki analizy funkcjonalnej powiązanych podmiotów pośredniczących w przekazywaniu środków finansowych, przeprowadzonej z uwzględnieniem punktów 10.23 – 10.27 Wytycznych OECD). W zależności od wyników analizy, w procesie weryfikacji ceny transferowej mogą mieć zastosowanie zasady dotyczące traktowania tzw. kosztów pass-through (punkt 7.34 Wytycznych OECD) oraz ustalenia wysokości wynagrodzenia z tytułu świadczenia usług (Rozdział VII Wytycznych OECD).

Przykład

W zależności od faktów i okoliczności danej transakcji, w ramach struktury podmiotów pośredniczących w udzieleniu finansowania mogą znajdować się podmioty pełniące proste funkcje administracyjne (np. wynagrodzone w oparciu o koszty obsługi administracyjnej, powiększone o narzut) lub/ oraz podmioty ponoszące dodatkowo ryzyko związane z potencjalną niewypłacalnością pożyczkobiorców w ramach struktury (których wynagrodzenie może obejmować premię za ponoszone z tego tytułu ryzyka).

© Forum Cen Transferowych, październik 2025

INFORMACJA: Raport został opracowany przez FCT stanowiące zespół opiniodawczo-doradczy przy MF. Niniejszy dokument został przygotowany przez Grupę Roboczą nr 14 powołaną przez FCT, w skład której wchodzi następujące osoby:

Aneta Błazejewska-Gaczyńska (kierownik Grupy Roboczej nr 14), Anna Wcisło, Tomasz Klusek, Rafał Gorczyca, Marta Pawłowska, Jakub Patalas, Michał Brzozowicz, Monika Gronowska.