

MATERIAŁY I STUDIA

Zeszyt nr 183

Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) w Polsce i w krajach wysokorozwiniętych

Jolanta Onoszko

Warszawa, grudzień 2004 r.

Projekt graficzny:

Oliwka s. c.

Skład i druk:

Drukarnia NBP

Wydął:

Narodowy Bank Polski
Departament Komunikacji Społecznej
00-919 Warszawa, ul. Świętokrzyska 11/21
tel. (22) 653 23 35, fax (22) 653 13 21

© Copyright Narodowy Bank Polski, 2004

Materiały i Studia rozprowadzane są bezpłatnie.

Dostępne są również na stronie internetowej NBP: <http://www.nbp.pl>

Spis treści

Spis wykresów, tabel i schematów	4
Streszczenie	6
Wprowadzenie	7
1. Charakterystyka krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) jako instrumentów finansowych	8
1.1. Cechy i funkcje krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw z uwzględnieniem celów emisji	9
1.2. Ryzyko związane z krótkoterminowymi papierami dłużnymi przedsiębiorstw	12
1.3. Korzyści i zagrożenia związane z krótkoterminowymi papierami dłużnymi przedsiębiorstw	13
2. Charakterystyka wybranych zagranicznych rynków krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw	16
2.1. Charakterystyka rynku KPDP w Stanach Zjednoczonych	16
2.2. Wybrane rynki KPDP poza Stanami Zjednoczonymi ze szczególnym uwzględnieniem rynku europejskiego	23
2.3. Regulacje prawne dotyczące emisji KPDP na wybranych rynkach poza Stanami Zjednoczonymi	28
2.4. Program emisji KPDP i jego rola na zagranicznych rynkach tych instrumentów finansowych	29
3. Charakterystyka polskiego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw	33
3.1. Rozwój rynku KPDP w Polsce	33
3.2. Znaczenie ratingu w Polsce	41
3.3. Prawno-organizacyjne aspekty polskiego rynku KPDP	44
4. Rola w operacjach finansowych przedsiębiorstwa – na podstawie wyników badań ankietowych	56
4.1. Ocena przydatności KPDP w finansowaniu bieżącym firm w porównaniu do kredytu bankowego w świetle przeprowadzonej ankiety	57
4.2. Ocena inwestycji w krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw w relacji do innych form inwestowania środków pieniężnych	62
4.3. Perspektywy rozwoju rynku KPDP ze wskazaniem barier rozwoju tego rynku	67
5. Zakończenie	70

 Spis wykresów, tabel i schematów

Wykres 1. Stan zaangażowań i liczba emitentów, którzy nie wykupili emisji KPDP w terminie, w latach 1982-1999	18
Wykres 2. Zadłużenie z tytułu emisji KPDP w Stanach Zjednoczonych w okresie od stycznia 1991 r. do stycznia 2004 r. (mld USD)	19
Wykres 3. Podział amerykańskiego rynku KPDP między inwestorów	21
Wykres 4. Średni poziom rentowności KPDP o 30 dniowym terminie wykupu w latach 1998-2002 (w %)	22
Wykres 5. Podmioty emitujące KPDP w Stanach Zjednoczonych i mające rating agencji Moody's, według sektora działalności (sierpień 2000 r.)	23
Wykres 6. Kształtowanie się wybranych rynków KPDP poza Stanami Zjednoczonymi w latach 1993-1999	23
Wykres 7. Rozwój najkrócej funkcjonujących rynków KPDP poza Stanami Zjednoczonymi w latach 1999-2000	24
Wykres 8. Kształtowanie się europejskiego rynku KPDP w latach 1984-2003 (mld USD)	24
Wykres 9. Udział poszczególnych instrumentów finansowych w rynku pieniężnym Europy (stan na koniec czerwca 2002 r.)	24
Wykres 10. Udział poszczególnych walut w emisjach KPDP na Eurorynku według stanu na koniec 1998 r.	25
Wykres 11. Udział poszczególnych walut w emisjach KPDP ogółem na Eurorynku (stan na koniec marca 2002 i na koniec marca 2003 r.)	25
Wykres 12. Udział poszczególnych grup emitentów w Eurorynku według stanu na koniec marca 2002 i na koniec marca 2003 r.	26
Wykres 13. Struktura terminów zapadalności KPDP emitowanych na Eurorynku (stan na koniec marca 2002 i na koniec marca 2003 r.)	26
Wykres 14. Struktura inwestorów na Eurorynku na podstawie wybranej emisji KPDP	27
Wykres 15. Udział emitentów o określonym ratingu w Eurorynku (stan na 30 marca 2002 r. i na koniec marca 2003 r.)	27
Wykres 16. Udział banków liderów w europejskim rynku emisji KPDP (stan na 30 marca 2003 r.) według wartości przeprowadzonych emisji (w mld USD)	31
Wykres 17. Struktura klientów – inwestorów KPDP Citigroup (stan na koniec marca 2003 r.)	32
Wykres 18. Inwestorzy Citigroup według układu geograficznego (stan na koniec marca 2003 r.)	32
Wykres 19. Struktura krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych według stanu na 31.12.1999 r.	36
Wykres 20. Programy krótkoterminowych papierów dłużnych w zależności od podstawy emisji według stanu na koniec 2000 r. (struktura liczona według limitów programów)	37
Wykres 21. Udział organizatorów w rynku KPDP według kwoty zadłużenia w latach od 1998 r. do 2000 r. (w %)	37
Wykres 22. Zadłużenie z tytułu emisji KPDP oraz ilość emitentów w okresie 1992-2003 w Polsce	52
Wykres 23. Najczęstsze przyczyny podejmowania przez przedsiębiorstwa w Polsce decyzji o emisji KPDP	57
Wykres 24. Udział KPDP w strukturze zadłużenia emitentów KPDP	58
Wykres 25. Poziom stóp procentowych dla kredytów, rentowność KPDP i WIBOR 1M w latach 1999-2002	60
Wykres 26. Dynamika rynku KPDP i rynku kredytów krótkoterminowych w latach 1998-2003 (indeksy jednopodstawowe)	61
Wykres 27. Przyczyny podejmowania decyzji przez przedsiębiorstwa o lokowaniu środków w KPDP	62
Wykres 28. Preferowane przez inwestorów terminy wykupu KPDP	63

Wykres 29. Struktura udziału KPDP w portfelu inwestycyjnym badanych przedsiębiorstw	63
Wykres 30. Ograniczenia w zakresie inwestowania w KPDP według opinii badanych przedsiębiorstw	64
Wykres 31. Metody przewyższania barier inwestowania w KPDP według % udziału poszczególnych odpowiedzi ankietowanych	65
Wykres 32. Kształtowanie się poziomu oprocentowania lokat bankowych, papierów skarbowych i KPDP o terminie 1 miesiąca w okresie od stycznia 1999 do grudnia 2002 r.	66
Wykres 33. Dynamika rynku KPDP, rynku bonów skarbowych i rynku depozytów przedsiębiorstw w okresie 1998-2003 (indeksy jednopodstawowe)	67
Tabela 1. Wybrane spółki w USA, które w okresie 1970-1991 nie wykupiły w terminie wyemitowanych KPDP	18
Tabela 2. Oprocentowanie KPDP w zależności od ratingu emitenta w Stanach Zjednoczonych i na Eurorynku	27
Tabela 3. Główni agenci emisji KPDP w 1996 r.	34
Tabela 4. Największe programy emisji KPDP na koniec grudnia 1999 r.	36
Tabela 5. Największe programy emisji KPDP aktywne na koniec grudnia 2000 r.	37
Tabela 6. Największe programy emisji KPDP (stan na 31 grudnia 2001 r.)	39
Tabela 7. Największe programy emisji KPDP w IV kwartale 2002 r.	40
Tabela 8. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 1994-2002	41
Tabela 9. Akcjonariat Fitch Polska SA	42
Tabela 10. Definicje krótkoterminowych ocen ratingowych CERA SA	42
Tabela 11. Podsumowanie podstaw prawnych emisji KPDP w Polsce	46
Tabela 12. Podstawowe funkcje realizowane w procesie emisji KPDP przez banki	49
Tabela 13. Charakterystyka programów emisji KPDP na podstawie badań ankietowych według wybranych kryteriów	57
Tabela 14. Wpływ emisji KPDP na koszty finansowe przedsiębiorstwa	58
Tabela 15. Wpływ emisji KPDP na poziom zadłużenia kredytowego w badanych przedsiębiorstwach	59
Tabela 16. Słabe i mocne strony inwestycji w KPDP na podstawie opinii badanych przedsiębiorstw	64
Tabela 17. Ograniczenia rozwoju rynku KPDP z punktu widzenia jego uczestników	68
Schemat 1. Rodzaje papierów dłużnych funkcjonujących na pieniężnym rynku papierów wartościowych w zależności od sektora działalności remitenta	8
Schemat 2. Rodzaje krótkoterminowych dłużnych papierów	9
Schemat 3. Podział cech krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw	10
Schemat 4. Rodzaje ryzyk i ich związki z poszczególnymi uczestnikami rynku KPDP	11
Schemat 5. Kalkulowanie efektywnej wartości emisji KPDP	47
Schemat 6. Proces plasowania kolejnych transz w ramach programu emisji KPDP	50
Schemat 7. Metody wyceny stosowane w ewidencji dłużnych instrumentów finansowych	55

Streszczenie

Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) najwcześniej zaczął rozwijać się w Stanach Zjednoczonych, bo już pod koniec XIX wieku. Dzisiaj rynek KPDP w Stanach Zjednoczonych jest największym rynkiem tych instrumentów finansowych na świecie.

Rozdział pierwszy zawiera charakterystykę KPDP jako instrumentów finansowych. Omówione zostały cechy podstawowe i dodatkowe oraz funkcje KPDP, ze szczególnym uwzględnieniem celów emisji. Z uwagi na ścisły związek KPDP z ryzykiem, wskazano różne rodzaje na jakie uczestnicy rynku KPDP mogą być narażeni w pozytywnym lub negatywnym tego słowa znaczeniu. W ostatniej części ww. rozdziału przedstawione zostały liczne korzyści, ale też zagrożenia wynikające czy dotyczące transakcji KPDP.

Rozdział drugi zawiera charakterystykę wybranych zagranicznych rynków KPDP, ze szczególnym uwzględnieniem rynku KPDP w Stanach Zjednoczonych, wybranych krajów europejskich oraz Japonii. Rynek KPDP w Stanach Zjednoczonych jest bardzo istotnym źródłem pozyskiwania kapitału finansowego dla wielu korporacji o zasięgu i ważnym znaczeniu międzynarodowym, jak General Motors Acceptance Corporation (GMAC), Ford Motor Credit czy AT&T. Doświadczenia krajów wysoko rozwiniętych w zakresie rozwoju rynku KPDP mają istotne znaczenie dla innych państw, które jak Polska, mają niewielkie osiągnięcia w tym zakresie. Wskazano stosowane rozwiązania prawne, omówiono rolę umowy programowej i podano przykłady największych dealerów KPDP na świecie wśród banków.

W rozdziale trzecim zawarto osiągnięcia polskiego rynku KPDP. Omówiono jego rozwój w okresie 1992-2004, ze szczególnym uwzględnieniem największych programów emisji KPDP, zmian ustawodawczych itp. Wspomniano o stosowanych rozwiązaniach prawnych, procesie emisji KPDP z uwzględnieniem kosztów emisji, roli memorandum emisyjnego i umowy programowej oraz banku – agenta emisji KPDP. Scharakteryzowano również polskich emitentów i inwestorów KPDP. Podano metody wyceny KPDP oraz omówiono podstawowe zagadnienia dotyczące opodatkowania transakcji z udziałem KPDP.

Ostatnia część publikacji jest w dużym stopniu oparta na wynikach badań własnych autorki. Zawiera materiał dowodowy na temat wysokiej przydatności KPDP w prowadzeniu operacji finansowych z udziałem KPDP. Porównano KPDP z alternatywnymi instrumentami finansowymi, jak kredyty bankowe, z uwagi na kredytowy charakter KPDP oraz z instrumentami lokowania nadwyżek finansowych, z uwagi również na inwestycyjny charakter KPDP. Wyniki badań posłużyły do wskazania najważniejszych barier rozwoju polskiego rynku KPDP.

Podsumowanie zawiera ocenę rozwoju rynku KPDP w Polsce i na świecie oraz wnioski aplikacyjne w stosunku do polskiego rynku KPDP.

Wprowadzenie

Przedmiotem niniejszego opracowania jest rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) w Polsce.

Rynek ten ma w Polsce bardzo krótką historię, bowiem rozwija się od 1992 r. Najstarszy i najbardziej rozwinięty rynek KPDP funkcjonuje w Stanach Zjednoczonych już od końca XIX wieku. Rozwój rynków ww. instrumentów finansowych również w innych krajach świata, np. w Europie Zachodniej, nastąpił w efekcie intensywnie postępujących procesów globalizacji, integracji i deregulacji na międzynarodowym rynku finansowym. Procesy te prowadzą do zaniku geograficznej segmentacji rynków finansowych i ich stopniowego upodabniania się do siebie, następstwem czego jest wprowadzanie coraz bardziej nowoczesnych i efektywnych instrumentów finansowych, jak KPDP.

Efektom przytaczanych powyżej przykładów przemian jest odchodzenie podmiotów gospodarczych od tradycyjnych metod i technik inwestowania i pozyskiwania kapitału do ich nowoczesnych odmian, będących bardziej efektywnymi i dostosowanymi do bieżących potrzeb. Proces ten doprowadził do intensywnego rozwoju rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) z uwagi na wielofunkcyjny charakter KPDP, które – spośród wielu ich zastosowań jako instrumentów finansowych – mogą pełnić funkcję kredytową, umożliwiając dostęp do środków pieniężnych osób trzecich. Z drugiej strony, KPDP mogą stanowić instrument realizowania funkcji inwestycyjnej przez inwestorów instytucjonalnych. Bardzo istotne znaczenie w historii rozwoju rynku KPDP na świecie miała ekspansja funduszy wspólnego inwestowania (*mutual funds*), które znaczną część swoich aktywów przeznaczały na zakup KPDP, powodując przyspieszenie rozwoju rynku tych instrumentów finansowych, najpierw w Stanach Zjednoczonych w drugiej połowie XX wieku, później stopniowo w innych krajach świata.

Z uwagi na krótki okres funkcjonowania gospodarki rynkowej i tym samym pozostawanie polskiego rynku finansowego w fazie rozwoju, KPDP nie są w Polsce powszechnie znanymi instrumentami finansowymi. Tematykę KPDP można zaliczyć do grupy stosunkowo nowych zagadnień, mając na względzie ilość obszerniejszych publikacji dotyczących rynku KPDP w Polsce. Zdecydowanie więcej opracowań prezentuje osiągnięcia rynku KPDP w skali międzynarodowej, a szczególnie w Stanach Zjednoczonych. W kontekście powyższych stwierdzeń rynek KPDP w Polsce wydał się atrakcyjnym obszarem badań, które Autorka przeprowadziła wśród uczestników ww. rynku, tj. emitentów, inwestorów i banków agentów emisji KPDP.

1

Charakterystyka krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) jako instrumentów finansowych

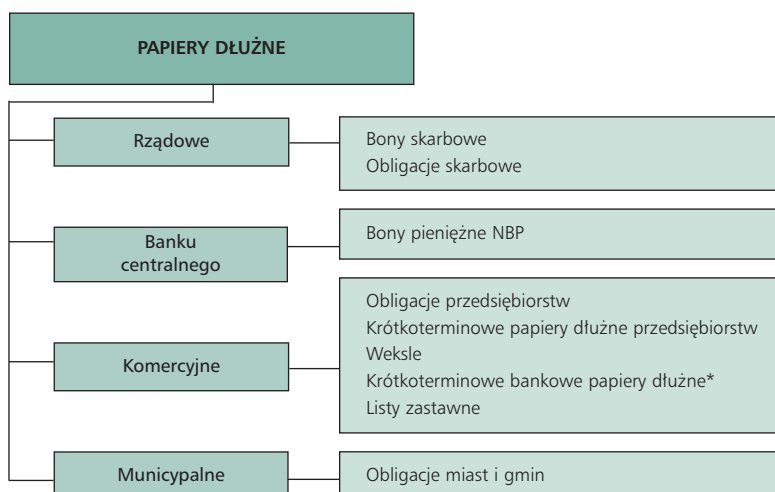
KPDP są instrumentami finansowymi rynku pieniężnego. Rynek pieniężny jest tym segmentem rynku finansowego, na którym przedmiotem transakcji są instrumenty dłużne, które w swej istocie dokumentują istnienie zobowiązania pieniężnego ich emitenta wobec właściciela dokumentu. Ich powstanie i rozwój zawdzięcza się procesowi *sekurytyzacji* tradycyjnych stosunków kredytowych, czyli nadawania im formy papieru wartościowego. Coraz bardziej powszechne staje się pozyskiwanie środków pieniężnych poprzez emisję dłużnych papierów wartościowych, jak KPDP. Forma ta przynosi wiele korzyści zarówno dla emitenta, jak i dla nabywcy papieru dłużnego.

Podstawową korzyścią z papierów dłużnych jest możliwość uwolnienia przez pożyczkodawcę części lub całości zaangażowanych środków poprzez sprzedaż posiadanych papierów na rynku wtórnym. Wprowadza to znaczną elastyczność, czyli umożliwia o wiele bardziej swobodny transfer środków między poszukującymi a skłonnyymi je oferować, większą niż w przypadku tradycyjnej umowy kredytowej. Rozszerzają się w ten sposób możliwości kredytowania przez inne podmioty, nie będące bankami. Każdy nabywca instrumentu dłużnego staje się dostawcą kredytu.

Na rynku pieniężnym popyt na walory krótkoterminowe jest zdeterminowany wzrostem rezerw gotówkowych. Różny poziom oprocentowania papierów dłużnych na tym rynku zależy od stopnia oceny wypłacalności emitenta oraz od stopnia trudności zamiany tego papieru na gotówkę.

Wśród krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD) z uwagi na wiele kryteriów można wskazać różne rodzaje papierów wartościowych. Przykładem może być podział KPD z uwagi na sektor działalności emitenta, co ilustruje schemat 1. Funkcjonuje również podział dłużnych papierów wartościowych na skarbowe i pozaskarbowe (schemat 2.). W Polsce sektor papierów skarbowych jest bardzo rozwinięty, stanowi większą część pieniężnego rynku papierów wartościowych.

Schemat 1. Rodzaje papierów dłużnych funkcjonujących na pieniężnym rynku papierów wartościowych w zależności od sektora działalności emitenta

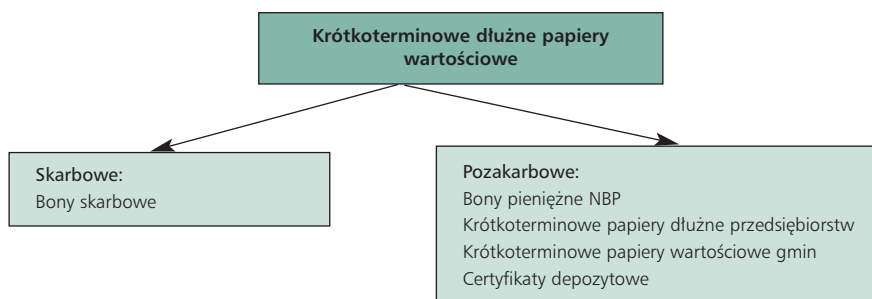


* Chodzi o krótkoterminowe instrumenty finansowe, które na innych rynkach nazywane są certyfikatami depozytowymi (ang. *certificate of deposit*)

Źródło: opracowanie własne.

Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (KPDP), czyli instrumenty finansowe z terminem zapadalności poniżej 1 roku, będące przedmiotem niniejszego opracowania, a należące do rynku papierów pozaskarbowych, w strukturze tego rynku zajmują pozycję dominującą.

Schemat 2. Rodzaje krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych



Źródło: na podstawie M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*. Warszawa 1999, Twigger, s. 18.

Terminologia dotycząca KPDP ma charakter zróżnicowany. Na rynkach zagranicznych instrument ten jest określany mianem *commercial paper* i *euro-commercial paper*. W Polsce, w zależności od podstawy prawnej emisji, o czym będzie mowa w dalszej części pracy, stosuje się różne nazwy. KPDP emitowane na podstawie prawa wekslowego nazywane są weksłami (przemysłowymi, komercyjnymi, krótkoterminowymi, obrotowo-inwestycyjnymi itd.). Terminem bony określa się KPDP, których podstawę prawną stanowią przepisy Kodeksu cywilnego (Art. 921⁶ i n.k.c.). Zgoda ustawodawcy na przeprowadzanie emisji omawianych instrumentów finansowych na bazie obligacji dała podstawę do ich określania mianem krótkoterminowych obligacji.

Zaobserwowano również występowanie innych nazw, jak: krótkoterminowe instrumenty dłużne, papiery komercyjne, papiery dłużne przedsiębiorstw, dłużne papiery wartościowe czy krótkoterminowe instrumenty dłużne. Podstawę braku ujednoczenia słownictwa w Polsce dotyczącego omawianego instrumentu finansowego stanowi z jednej strony niejednorodność przepisów prawnych regulujących emisję, a z drugiej brak ujednoczenia rynku wtórnego, która daje możliwość instytucjom organizującym emisje (bankom) pełną dowolność w zakresie tworzenia nazewnictwa.

W zakresie definicji przedmiotowego instrumentu funkcjonuje również różnorodność. Dla celów niniejszego opracowania KPDP zdefiniowano jako krótkoterminowe, dłużne papiery wartościowe o charakterze dyskontowym, emitowane przez podmioty gospodarcze i następnie sprzedawane za pośrednictwem agenta w celu finansowania bieżącej działalności emitenta o określonej wiarygodności kredytowej¹.

1.1. Cechy i funkcje krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw z uwzględnieniem celów emisji

Charakterystykę KPDP można przeprowadzić z uwzględnieniem funkcji, jakie pełnią w gospodarce finansowej przedsiębiorstw, jak również z uwagi na posiadane cechy w postaci określonych parametrów. Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw pełnią kilka funkcji, które są wypadkową cech KPDP, tj.: pożyczkową, lokacyjną (inwestycyjną), płatniczą, obiegową i gwarancyjną². Najczęściej przy omawianiu KPDP zwraca się uwagę na dwie funkcje, pożyczkową i lokacyjną, najczęściej wykorzystywane w gospodarce finansowej przedsiębiorstwa i stanowiące istotę KPDP. Pierwsza umożliwiła emitentowi KPDP pozyskanie środków finansowych bezpośrednio na rynku pieniężnym, co obniża koszty finansowania; druga dotyczy możliwości płynnego zago-

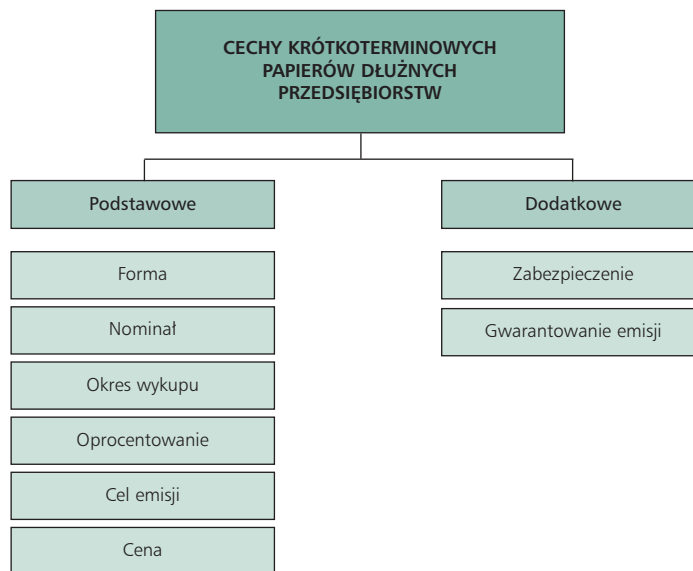
¹ Podobna definicja w artykule: J. Onoszko: *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*. „Bank i Kredyt” Nr 4/2003, s. 110.

² A. Waclawik: *Prawo krótkoterminowych papierów dłużnych*. Polsko-Niemieckie Centrum Prawa Bankowego UJ, Zakamycze 2002, s. 46-48.

spodarowania posiadanych nadwyżek finansowych przez inwestorów, bez straty odsetek przy zerwaniu lokaty.

Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw posiadają swoisty zespół cech, stanowiący o istocie tego instrumentu finansowego. Zalicza się do nich: formę, nominal, okres emisji, oprocentowanie, zabezpieczenie³. Parametry te, jak się wydaje, można podzielić na dwie grupy, uwzględniając cel emisji i gwarantowanie emisji oraz ceny KPDP, i wyróżnić: cechy podstawowe i dodatkowe KPDP (schemat 3).

Schemat 3. Podział cech krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw



Źródło: opracowanie własne.

Z uwagi na formę KPDP są wystawiane na okaziciela lub mają charakter imienny. W obrocie najczęściej funkcjonują w postaci zapisów elektronicznych na rachunku papierów wartościowych ich posiadacza, czyli mają charakter zdematerializowany. Dematerializacja KPDP ułatwia i przyspiesza proces przeprowadzania transakcji tymi instrumentami oraz w znacznym stopniu wpływa na obniżenie poziomu kosztów obrotu. Oprocentowanie KPDP oparte jest na metodzie dyskonta, chociaż czasami stosuje się metodę kuponu odsetkowego. Rentowność KPDP stanowi wypadkową określonych wskaźników ekonomicznych, jak inflacja, stopa procentowa na rynku międzybankowym⁴, kursy walut czy oprocentowanie rządowych papierów skarbowych⁵.

KPDP, jak wszystkie papiery wartościowe, charakteryzują różne rodzaje cen. Istotne znaczenie odgrywa cena emisyjna, bowiem decyduje o poziomie pozyskanych środków przez emitenta oraz o wielkości dochodu przez inwestora. Cenę tę oblicza się na bazie dyskonta w sposób następujący:

$$P = FV / (1 + Y \times DTM / 360)$$

gdzie:

P – cena emisyjna

FV – wartość nominalna KPDP

Y – rentowność

DTM – ilość dni do wykupu, która obejmuje dzień rozliczenia a nie obejmuje terminu wykupu

Wartość nominalna KPDP najczęściej jest bardzo wysoka, nawet rzędu miliona jednostek pieniężnych, dlatego też KPDP kupują przede wszystkim instytucje korporacyjne.

³ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*. Warszawa 1999, Twigger SA, s. 26.

⁴ W przypadku polskiego rynku KPDP jest to najczęściej WIBOR.

⁵ W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizm*. Warszawa 2001, Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 39.

Okres wykupu KPDP zależy od preferencji emitenta. W Polsce waha się on od 7 do 364 (365) dni, natomiast w Stanach Zjednoczonych nie jest dłuższy niż 2 dni. Górną granicę krótkiego terminu wykupu stanowią lokalne regulacje prawa o publicznym obrocie, dające możliwość wyłączenia spod reżimu publicznego obrotu papierów wartościowych o zapadalności poniżej określonego terminu. Średni okres wykupu KPDP w krajach Unii Europejskiej wynosi od 60 do 180 dni, natomiast w Stanach Zjednoczonych – zwykle mniej niż 45 dni⁶.

Przy ocenie inwestycji w KPDP istotne znaczenie ma rentowność (stopa zwrotu), obliczana następująco:

$$Y = (D/P) \times (360/n) \times 100$$

gdzie:

Y – stopa rentowności

D – kwota dyskonta

P – wartość rynkowa (cena bieżąca)

n – ilość dni do wykupu

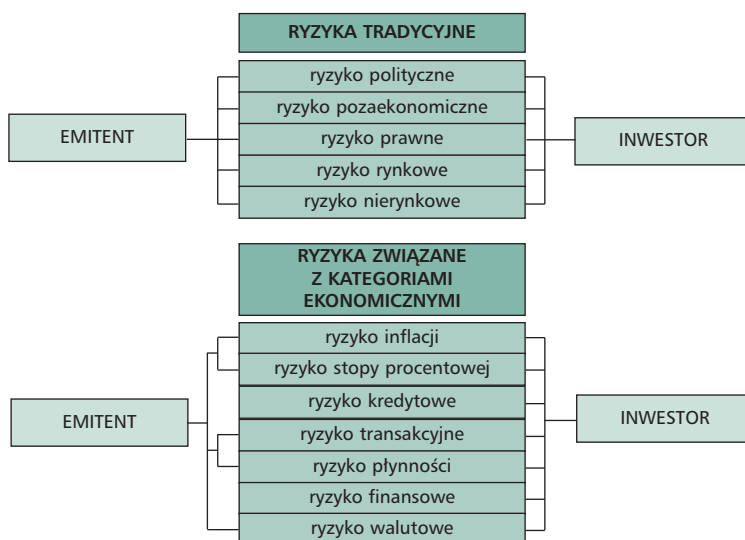
Rentowność polskich KPDP jest kalkulowana na podstawie WIBOR, zaś w krajach wysoko rozwiniętych istotne znaczenie w tej kalkulacji ma rating.

Poza cechami podstawowymi, KPDP charakteryzują, w opinii autorki, cechy dodatkowe, do których zaliczono zabezpieczenie emisji oraz gwarantowanie emisji. O istocie KPDP stanowi brak zabezpieczenia emisji, jednak w krajach o znacznym poziomie ryzyka jest to praktykowane z uwagi na bezpieczeństwo inwestorów.

Zasadniczym celem emisji KPDP jest pozyskanie kapitału na finansowanie działalności bieżącej. Nie ma obowiązku ujawniania celu emisji w memorandum informacyjnym emitenta, ale jego znajomość ułatwia pozyskanie nabywców KPDP. Większość wyemitowanych transz KPDP podlega rolowaniu, dzięki czemu emitent uzyskuje źródło średnio- lub długoterminowego finansowania. Metoda ta dotyczy również inwestorów KPDP.

Nieodłącznym elementem rynku KPDP jest ryzyko, które w warunkach gospodarki rynkowej i postępującej globalizacji jest zjawiskiem obiektywnym i powszechnym. Analiza różnych rodzajów ryzyka doprowadziła do skonstruowania przez autorkę schematu, ilustrującego typy ryzyka, na jakie każdy z uczestników rynku KPDP jest narażony.

Schemat 4. Rodzaje ryzyk i ich związki z poszczególnymi uczestnikami rynku KPDP



Źródło: opracowanie własne.

⁶ T.K. Hahn: *Commercial Papers*. Federal Reserve Bank of Richmond, Richmond, Virginia 1998, www.rich.frb.org/pubs/instruments/ch9.html

1.2. Ryzyko związane z krótkoterminowymi papierami dłużnymi przedsiębiorstw

Ryzyko związane z KPDP (*default risk*) jest definiowane jako opóźnienie, nieotrzymanie lub częściowe uzyskanie należności i odsetek z tytułu dokonanej inwestycji w KPDP⁷. Fakt, że znaczny ciężar ryzyka związanego z emisją KPDP jest przesunięty na inwestorów powoduje, iż racjonalny inwestor, rozważający możliwość zakupu KPDP, powinien podjąć działania mające na celu:

- zidentyfikowanie ryzyka/ryzyk,
- określenie strategii wobec ryzyka/ryzyk,
- obniżenie poziomu ryzyka inwestycyjnego.

Ekonomiczne czynniki występowania ryzyka dotyczącego KPDP wynikają między innymi z tego, że:

- jedynym zabezpieczeniem zobowiązań z tytułu emisji KPDP jest dobre imię emitenta i jego majątek,
- weryfikacja decyzji inwestycyjnych dotyczących KPDP poprzez odniesienie się do niezależnej oceny wypłacalności dłużnika (ratingu) często nie jest możliwa,
- podejmując decyzje inwestycyjne inwestorzy nie zawsze kierują się racjonalnymi przesłankami przy ocenie ryzyka związanego z inwestycją w dane KPDP, bazują na zaufaniu do agenta emisji i przekonaniu o oferowaniu przez niego instrumentów o najwyższej jakości,
- ocena poziomu ryzyka jest utrudniona z uwagi na fakt, że wielu emitentów KPDP dokonuje emisji z więcej niż jednym agentem emisji,
- nie ma jednolitego, płynnego rynku wtórnego,
- brak upowszechnienia kategorii ratingu powoduje, że często informacja na temat bieżącej sytuacji emitentów nie jest możliwa do zweryfikowania lub uzyskania z uwagi na brak instytucji zajmującej się gromadzeniem tego typu danych⁸.

Świadomość występowania ryzyka powoduje, że podejmowane są działania na rzecz zmniejszenia jego poziomu poprzez:

- stosowanie przez instytucje pośredniczące w emisjach KPDP odpowiednio rygorystycznych procedur oceny potencjalnych emitentów,
- uzyskiwanie przez emitentów poręczeń lub gwarancji ze strony wiarygodnych podmiotów, jak banki, gwarancje spółek macierzystych itd.,
- zapewnienie sobie przez emitenta alternatywnych źródeł płynności.

Przykładem nowoczesnego instrumentu zabezpieczającego inwestora KPDP przed ryzykiem wzrostu stóp procentowych jest *Forward Rate Agreement (FRA)*, pozwalający na ustalenie oprocentowania obowiązującego w określonym okresie w przyszłości⁹.

Na rynkach finansowych krajów wysoko rozwiniętych istotną rolę w charakterystyce emitenta papierów wartościowych odgrywa credit-rating, stanowiący ocenę jego ryzyka kredytowego, wyrażoną za pomocą symboli, zazwyczaj w formie liter oraz modyfikatorów takich jak cyfry lub znaki (+) i (-). Rating może dotyczyć papierów dłużnych lub ich emitenta. Rating jest nadawany przez agencje ratingowe, których na świecie jest znaczna ilość, ale największe znaczenie mają ratingi nadane przez najbardziej renomowane agencje, jak Standard & Poor's,

⁷ *Paper Defaults and Rating Transitions, 1972-2000*. Global Credit Research, Moody's Investors Service, October 2000, s. 12.

⁸ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 129-132.

⁹ Szerzej: P. Tomala: *Emisja papierów komercyjnych - FRA jako zabezpieczenie przed nagłym wzrostem oprocentowania*. „Rynek terminowy” nr 16/2002, s. 44-47.; z: C.W. Smithson, C.W. Smith, Jr., D. Sykes Wilford: *Zarządzanie ryzykiem finansowym*. Kraków 2000, Dom Wydawniczy ABC, s. 199-206.

Moody's Investors Service i Fitch Investors Service. W Stanach Zjednoczonych ponad 90% emisji posiada nadany rating, w Europie Zachodniej – ponad 40%, natomiast Japonii istnieje obowiązek poddania ocenie ratingowej każdej emisji KPDP. Rola, jaką odgrywają na rynku finansowym ratingi wraz ze wspierającymi je analizami, stanowi podstawę wartości dodanej tworzonej przez agencje ratingowe. Wartość ta przynosi korzyści jej odbiorcom: inwestorom, emitentom i organizatorom emisji.

Ratingi pełnią następujące funkcje:

- granicznych kryteriów decyzyjnych i wskaźników ryzyka, czyli wyznaczników ceny dla inwestorów,
- wzmacniają wiarygodność emitenta,
- stanowią ważne narzędzie dla organizatorów emisji w procesie *due diligence*, tzn. w procesie analizy ekonomicznej, prawnej i finansowej sytuacji emitenta oraz przy określaniu rentowności emisji.

Rating zawiera jeszcze jedną dodatkową informację dla rynku. Na rozwiniętych rynkach jego brak jest często traktowany przez inwestorów jako oznaka problemów (kredytowych), związanych z emisją lub emitentem. Ratingi ustanawiają jakościową strukturę dla rynku. Ułatwiają inwestorom porównywanie i trafny wybór dostępnych opcji inwestycyjnych. Rating wymusza racjonalną wycenę walorów rynkowych dla wszystkich uczestników omawianego rynku. Agencje ratingowe przyczyniają się również do racjonalizacji kosztów inwestorów instytucjonalnych w zakresie dostępu do obiektywnych analiz rynkowych¹⁰. Zastosowanie ratingów stało się powszechne na wszystkich rozwiniętych rynkach kapitałowych.

Finansowanie działalności gospodarczej przedsiębiorstwa w drodze emisji KPDP przynosi mu wiele korzyści w porównaniu do innych form finansowania zewnętrznego, takich jak: kredyty, pożyczki, leasing czy factoring.

Najczęściej mówi się o dwóch głównych korzyściach. Pierwsza dotyczy pozyskania środków pieniężnych bezpośrednio z rynku, co oznacza pominięcie pośredników w procesie pozyskiwania finansowania, co wydatnie obniża koszty finansowe¹¹ (brak wynagrodzenia pośrednika za ryzyko kredytowe jako składowej całkowitego kosztu pozyskiwanego kapitału). Drugim istotnym pozytywnym aspektem emisji KPDP przez przedsiębiorstwo jest to, że może ono wyemitować papiery o wartości i terminie płatności dokładnie dostosowanej do jego potrzeb. Jednak lista tych korzyści nie kończy się na podanych wyżej wariantach, ale jest znacznie dłuższa.

1.3. Korzyści i zagrożenia związane z krótkoterminowymi papierami dłużnymi przedsiębiorstw

Do innych korzyści związanych z emisją KPDP jako dodatkowym źródłem kapitału obrotowego przedsiębiorstwa należą¹²:

- elastyczność wykorzystania wpływów – emisja może stanowić zarówno główne, jak i dodatkowe źródło krótkoterminowych środków pieniężnych,
- dywersyfikacja źródeł finansowania przedsiębiorstwa – emisja daje możliwość rozproszenia źródeł finansowania działalności, a przez to uniknięcie problemów z limitem kredytowym,

¹⁰ Ratingi i Analizy. Rola ratingu na rynku kapitałowym. „Rating & Rynek” nr 2 z 30.05.1997 r.

¹¹ Koszt kapitału pozyskiwanego bezpośrednio z rynku za pomocą emisji KPDP, według wiceprezesa Centrum Ratingu i Analiz Piotra Kowalskiego, był w połowie 2000 r. o około 1-2 punkty procentowe niższy od podstawowego oprocentowania kredytów na cele gospodarcze. Koszt ten jest mierzony rentownością KPDP osiąganą na rynku wtórnym. Rentowność ta została policzona na podstawie kwotowań podawanych w prasie. W rzeczywistości kwotowania te są jedynie podstawą do dokonywania faktycznych transakcji. Często warunki dokonanych transakcji odbiegają od tych danych, co powoduje, że powstały wynik nie jest w pełni precyzyjny, w: M. Siudaj: *Rynek rośnie szybko*. „Gazeta Giełdy Parkiet”, Nr 174 (1592) z 12.09.2000 r., s. 7.

¹² M. Nowak: *Emisja papierów...*, op.cit., s. 122.

- możliwość finansowania długoterminowego – poprzez możliwość rolowania, czyli wykupywania zapadłej emisji za środki pozyskane z emisji nowej transzy tych samych instrumentów, KPDP mogą stać się środkiem finansowania średnio- i długoterminowego (powyżej 1 roku),
- zwiększenie ilości źródeł finansowania poprzez uzyskanie dostępu do nowych inwestorów,
- dostęp do inwestorów – nawiązanie kontaktu i ustanowienie bliskich relacji z silnymi inwestorami instytucjonalnymi,
- niższy koszt w porównaniu z innymi formami finansowania,
- szybki dostęp do środków finansowych w przypadku uruchamiania kolejnych transz¹³,
- zindywidualizowane źródło kapitału – dostosowanie oferty organizatora emisji, wielkości emisji i terminów zapadalności poszczególnych transz do bieżących potrzeb emitenta¹⁴,
- zaistnienie emitenta na rynkach finansowych, co zwiększa jego wiarygodność i ułatwia na przykład ewentualne późniejsze wprowadzenie akcji na giełdę,
- prestiż – wzmocnienie pozycji emitenta wobec instytucji finansowych i kontrahentów,
- promocja – uzyskanie efektu marketingowego w postaci uczestnictwa firmy w kwotowaniach zamieszczanych w dziennikach ogólnopolskich,
- dowolność wykorzystywania środków – brak zobowiązania wobec inwestorów do konkretnego wykorzystywania tych środków,
- prostota – nieskomplikowana procedura, pozwalająca na uniknięcie skomplikowanych formalności przy pozyskiwaniu środków z innych źródeł, takich jak kredyt bankowy czy emisja akcji, wprowadzenie ich do obrotu publicznego oraz dopuszczenie do notowania na giełdzie papierów wartościowych,
- brak konieczności przedstawiania zabezpieczeń,
- dowolna wartość pozyskiwanych środków dzięki uniknięciu obowiązujących banki przepisów o koncentracji kredytów¹⁵. Może to stanowić znaczące ograniczenie dla kredytobiorcy.
- Najważniejszymi aspektami inwestowania nadwyżek finansowych w KPDP są przede wszystkim: rentowność lokaty, stopień ryzyka z nią związany oraz płynność rynku wtórnego. Posiadanie KPDP w formie lokaty przynosi przedsiębiorstwu następujące korzyści:
 - wyższą rentowność w porównaniu z inwestycjami w bony skarbowe czy depozyty bankowe,
 - możliwość przedterminowego zbycia nabytych papierów na rynku wtórnym, organizowanym przez agenta emisji,
 - możliwość zdywersyfikowania swoich aktywów oraz wzbogacenie portfela inwestycyjnego o nowy instrument,
 - możliwość dostosowania inwestycji do preferencji dotyczących ponoszonego ryzyka, rentowności, terminu zapadalności,
 - możliwość wykorzystania KPDP do sterowania płynnością finansową,
 - ograniczone ryzyko w porównaniu z zakupem akcji¹⁶.

¹³ Raiffeisen Bank podaje w swoich materiałach informacyjnych (www.raiffeisenbank.pl/przedsiębiorstwa/bonyd_6.html), że czas pozyskania wynosi zazwyczaj kilka dni. Jest to procedura mniej czasochłonna niż uzyskanie kredytu bankowego, ponieważ nie wiąże się z analizami i procedurami uzyskiwania zgody na kredyt.

¹⁴ Emitent w odróżnieniu od kredytu bankowego nie ponosi konsekwencji z tytułu niewykorzystania części środków. W przypadku KPDP emisja uruchamiana jest na życzenie emitenta.

¹⁵ Polskie przepisy Prawa bankowego dotyczące koncentracji kredytów stanowią, że banki nie mogą udzielać jednorazowo kredytów w wysokości przekraczającej 25% funduszy własnych.

¹⁶ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 124.

Emisja KPDP, mimo licznych pozytywnych aspektów, może przysporzyć emitentowi również pewnych niedogodności, mogących w negatywny sposób oddziaływać na bieżącą działalność przedsiębiorstwa. Zaliczyć można do nich¹⁷:

- **sztywne terminy spłaty pożyczki z tytułu emisji KPDP** – brak elastyczności spłat zapadłych instrumentów, ponieważ zobowiązanie z tytułu emisji KPDP musi być spłacone dokładnie w dniu wymagalności (w przypadku kredytów bankowych możliwe jest negocjowanie przesunięcia terminu spłat, co jednak może wiązać się z określonymi karami umownymi),
- **ujawnianie poufnych informacji** – emisja KPDP wiąże się z koniecznością ujawniania danych finansowych szerszemu gronu inwestorów (nie dotyczy to spółek, których akcje znajdują się w obrocie publicznym, ponieważ ze względu na wymogi informacyjne spółki te muszą regularnie udostępniać tego rodzaju dane),
- **ograniczone grono emitentów** – programy emisji KPDP są dostępne przede wszystkim dla dużych wiarygodnych przedsiębiorstw, o dobrej sytuacji finansowej i uznanej pozycji na rynku finansowym, których ryzyko kredytowe jest stosunkowo niskie.

Z punktu widzenia nabywcy KPDP inwestowanie w te instrumenty finansowe wiąże się z pewnymi zagrożeniami, do których należą:

- wyższy poziom ryzyka niż w przypadku inwestycji w papiery skarbowe,
- sprzedaż zakupionych papierów na rynku wtórnym przed nadejściem terminu zapadalności nie jest atrakcyjna, a może nawet prowadzić do strat ze względu na marżę pobieraną przez agenta emisji,
- rynek wtórny KPDP jest mniej płynny niż rynek wtórny bonów skarbowych¹⁸.

Porównując wskazane powyżej zagrożenia związane z emisją i inwestowaniem w KPDP oraz pozytywne strony tych procesów, należy zauważyć przewagę aspektów dodatnich nad ujemnymi. Oznacza to, że KPDP stanowią atrakcyjny instrument finansowy, zarówno dla emitentów jak i inwestorów, co potwierdziły badania autorki.

¹⁷ Tamże, s. 123.

¹⁸ Tamże, s. 124.

2

Charakterystyka wybranych zagranicznych rynków krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw

2

2.1. Charakterystyka rynku KPDP w Stanach Zjednoczonych

2.1.1. Rozwój rynku KPDP w Stanach Zjednoczonych

Ewolucja rynków KPDP została zapoczątkowana na rynku amerykańskim, który do dzisiaj jest największym rynkiem instrumentów dłużnych. Jego początki sięgają końca XIX wieku. Początkowo małe firmy finansowały w ten sposób zapasy sezonowe, pożyczając pieniądze od innych przedsiębiorców. Stopniowo pod koniec XIX wieku ta wygodna forma finansowania została przejęta przez duże firmy posiadające sezonowe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Przykładem mogą być fabryki tytoniowe, jak American Tobacco Company. Na przełomie wieków aktywnie zaczęły działać na rynku firmy dealerskie, z pochodzącą z Chicago A.G. Becker i s-ka, jako pierwszą. Udział dealerów przekształcił rynki lokalne Stanów Zjednoczonych w rynek krajowy i wprowadził nowe podejście do transakcji. Przy dużej skali rynku krajowego, inwestorzy zaczęli poszukiwać informacji o wiarygodności kredytowej emitentów i polegać na ratingu, który był dokonywany przez Krajowe Biuro Kredytowe oraz Dun & Bradstreet, tj. wywiadownię gospodarczą. Krajowe Biuro Kredytowe dostarczało ocen wszystkich emitentów papierów dłużnych w transakcjach realizowanych w Nowym Jorku.

Rynek KPDP przybrał dosyć duże rozmiary na początku lat dwudziestych obecnego stulecia. Pierwsze statystyki, pochodzące z końca 1922 r. podają, iż było wówczas 2.200 emitentów, a łączne zadłużenie wynikające z emisji tych papierów wynosiło 700 mln USD. Firmy wybierały emisję KPDP ze względu na niższy od kredytu bankowego koszt pieniądza, znacząco poniżej sztucznej stopy procentowej ustanawianej przez banki dla najlepszych klientów (ang. *prime rate*) oraz z powodu załamania się rynku obligacji w 1909 r. Papiery te miały charakter krótkoterminowy, czasem termin wykupu wynosił kilka dni i były emitowane przez znane firmy, uważane za pozbawione ryzyka. Banki pełniły wówczas efektywnie rolę pośredników finansowych.

W latach wielkiej depresji Ustawa U.S. Securities Act z 1933 r. pozwoliła na wyłączenie KPDP z procedury wprowadzania do publicznego obrotu, pod pewnymi jednak warunkami. Nie mogły one mieć zapadalności przekraczającej 270 dni, a środki uzyskane z emisji mogły być przeznaczone tylko na krótkoterminowe potrzeby firmy. Rozdział 4 (2) Ustawy wyłączył z procedury plasowania emisje prywatne, czyli takie, które kierowano do oznaczonej grupy inwestorów instytucjonalnych¹⁹. Nie było to jednak wykorzystywane jako podstawa emisji do późnych lat siedemdziesiątych. Rynek papierów dłużnych był domeną znaczących emitentów określanych przez Krajowe Biuro Kredytowe jako pierwszorzędni. Bardzo niewielu emitentów KPDP miało wówczas niższą wiarygodność²⁰.

Kryzys lat trzydziestych XX wieku powstrzymał rozwój rynku KPDP w USA do lat sześćdziesiątych XX wieku, kiedy to emisje tych walorów ponownie zaczęły cieszyć się dużą popularnością

¹⁹ T.K. Hahn: *Commercial papers*. Federal Reserve Bank of Richmond, Virginia, 1998, s. 105-106, za: <http://www.rich.frb.org/pubs/instruments/ch9.html>

²⁰ *Rating i Analizy. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych*. „Rating & Rynek” Nr 12 z 30.10.1997 r.

z uwagi na wzrost popytu na kredyty konsumpcyjne, generowany przez gospodarstwa domowe. W efekcie przyczyniło się to do ograniczenia możliwości kredytowych banków. Dodatkowo, na rozwój KPDP wpłynęła dosyć restrykcyjna polityka monetarna Rezerwy Federalnej w latach 1966-1967, która spowodowała wzrost poziomu podstawowych stóp procentowych.

Do lat siedemdziesiątych XX wieku grupę emitentów KPDP tworzyły duże firmy publiczne. Przygotowywały one regularne raporty dla akcjonariuszy i Komisji Papierów Wartościowych. Szczegółowe memoranda informacyjne były przygotowywane dla inwestorów, mimo że nie było to wymagane przez prawo. Były one weryfikowane przez biegłych rewidentów i odpowiadały wymogom ujawniania, narzuconym przez instytucje regulujące rynek. Rzetelność danych była skrupulatnie przestrzegana, ponieważ dealerzy sprzedający krótkoterminowe papiery dłużne w oparciu o nieprawdziwe lub niepełne dane ponosili prawną odpowiedzialność wobec inwestorów. Rzetelna informacja stała się podstawową zasadą rynku KPDP. Wartość rynku KPDP w okresie 1960-1970 wzrosła o 844%²¹.

Dalszy rozwój rynku papierów dłużnych w USA przyniosły lata 70. XX wieku. Zmiany w polityce monetarnej, polegające na odejściu od zarządzania przez Zarząd Rezerwy Federalnej stopami procentowymi na rzecz kontroli podaży pieniądza, spowodowały zwiększenie ryzyka zmienności stóp procentowych, a co za tym idzie zmienności kosztów ponoszonych przy pożyczaniu pieniądza. Wybuch kryzysu energetycznego i wzrost cen doprowadziły dodatkowo do wysokiego, jak na warunki amerykańskie, poziomu inflacji i stóp procentowych. KPDP ze swą niską rentownością stanowiły atrakcyjną alternatywę dla kredytów bankowych w sytuacji, gdy stopa kredytu dla najlepszych klientów wynosiła w 1974 r. 14% p.a., a na przełomie 1979/80 20,5% p.a.²² Pożyczki na rynku KPDP zaczęły również zaciągać firmy leasingowe, a nawet ubezpieczeniowe. Pojawiły się również grupy nowych emitentów, tj.: przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, którym zezwolono na finansowanie pomostowe w przedsięwzięciach kapitałowych oraz tzw. emitenci bezpośredni. Tę ostatnią tworzyły firmy zależne od korporacji samochodowych, finansujące pożyczki samochodowe. Posiadały one własne biura, zajmujące się sprzedażą papierów dłużnych. Podobnie jak banki inwestycyjne stworzyły one *dealing rooms* i codziennie prowadziły kwotowania. Inwestorzy mogli kontaktować się bezpośrednio z nimi. Rozliczenia prowadzone były w Nowym Jorku, podobnie jak to czyniły banki inwestycyjne. Dawało to oszczędność od 2 do 8 punktów bazowych. Przy emisjach rzędu miliardów dolarów stanowiło to olbrzymią zachętę dla emitentów KPDP. W ślad za firmami finansującymi kredyty samochodowe poszły duże firmy udzielające pożyczek konsumpcyjnych czy też inne znane firmy, jak np. American Express.

O wysokiej przydatności KPDP świadczył wzrost wartości rynku KPDP w okresie 1970-1980, który wyniósł 337%²³.

Pierwszym poważnym wstrząsem dla amerykańskiego rynku KPDP było bankructwo Penn Central Corporation w czerwcu 1971 r., które nie spłaciło zadłużenia w wysokości 82 mln USD z tytułu wyemitowanych KPDP²⁴. Krajowe Biuro Kredytowe utrzymywało ocenę **pierwszorzędną** (ang. *prima rate*) dla tej firmy ze względu na jej wielkość. Był to pierwszy przypadek niewypłacalności emitenta na skalę krajową. Następstwem tego wydarzenia było włączenie działalności Krajowego Biura Kredytowego do Moody's Investors Service, które utrzymywało spekulacyjny rating dla Penn Central i jego poprzedników poczynając od 1948 r. System ratingu od tego przypadku został zmodyfikowany tak, aby na rynku byli obecni tylko emitenci **pierwszorzędni**, według nowej skali, wzbogaconej o numeryczne klasyfikatory 1, 2, 3, pełniej oddające relatywną jakość emisji. Rynek KPDP został ograniczony tylko do emitentów zakwalifikowanych do tych grup ryzyka. Innym firmom, z niższym poziomem ratingu od wskazanego, pozostały banki jako źródło finansowania. Następny poważny wstrząs zdarzył się, gdy Johns Manville Corporation przestała spłacać zobowiązania z tytułu emisji KPDP w związku z wszczęciem procedury upadłościowej²⁵.

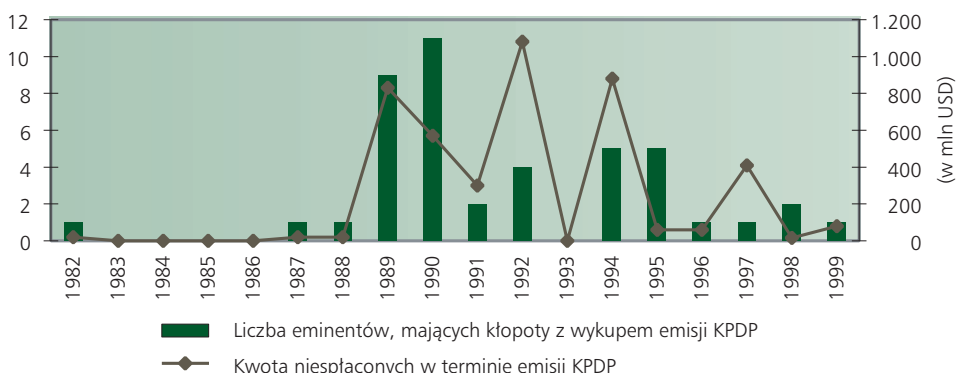
²¹ R. Walkiewicz: *Bankowość inwestycyjna...*, op.cit., s. 121.

²² *Historia rynku krótkoterminowych papierów dłużnych*. Almanach 1997. Warszawa 1998 „Parkiet”, s. 18.

²³ R. Walkiewicz, op.cit., s. 121.

²⁴ T. K. Hahn: *Commercial papers*. op.cit., s. 114.

²⁵ *Ratingi i Analizy. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych*. „Rating & Rynek” Nr 12 z 30.10.1997 r.

Wykres 1. Stan zaangażowań i liczba emitentów, którzy nie wykupili emisji KPDP w terminie, w latach 1982-1999

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Commercial Paper Defaults and Rating Transactions, 1972-2000*, Moody's Investors Service, Global Credit Research, 2000, s. 6.

Poprawę sytuacji na rynku KPDP w Stanach Zjednoczonych przyniosły lata osiemdziesiąte XX wieku. Od roku 1979 do 1990 r. wartość tego rynku wzrastała rocznie o ponad 15%, po czym tempo to zostało zahamowane. W okresie od stycznia 1991 do grudnia 1994 r. wzrost wartości rynku KPDP w USA wyniósł jedynie 3,7%, czyli około 1% rocznie. W 1989 r. ponownie pojawili się emitenci nie wywiązujący się terminowo z zobowiązań. W okresie 1989-1992 było ich 27 (łącznie na rynku USA i rynkach innych krajów), a wartość niespłaconych w terminie zobowiązań osiągnęła kwotę 2,6 mld USD. W okresie od 1982 r. do 2000 r. takich spółek było już 45, w tym również spoza rynku amerykańskiego. Wykres 1 przedstawia kształtowanie się liczby emitentów w latach 1982-1999 oraz kwoty zaangażowań z tytułu KPDP nie wykupionych w terminie.

Tabela 1 zawiera przykłady firm, które w latach 1970-1991 nie uregulowały swoich zobowiązań z tytułu emisji KPDP, wpływając tym samym na zachwianie tempa rozwoju rynku.

Począwszy od stycznia 1995 r. dynamika rozwoju rynku KPDP w USA wzrosła i do grudnia 2000 roku utrzymywała się średnio na poziomie 18% rocznie²⁶. W tym czasie ewolucja rynku związana była z ekspansją funduszy wspólnego inwestowania (ang. *mutual funds*), które znaczną część swoich aktywów przeznaczają na zakup KPDP. Ponadto, oprócz wzrostu liczby krajowych emitentów, w USA widoczny był znaczny wzrost liczby emitentów pochodzenia zagranicznego mających swoje siedziby głównie w Europie.

Na koniec 2000 r. wartość nie zapadłych emisji KPDP wynosiła 1.615,3 mld USD. Z sumy tej 343,4 mld USD przypadało na papiery wyemitowane przez podmioty niefinansowe, a 1.271,9 mld USD na podmioty z sektora finansowego²⁷. Na koniec lipca 2004 r. wartość rynku KPDP w Stanach

Tabela 1. Wybrane spółki w USA, które w okresie 1970-1991 nie wykupiły w terminie wyemitowanych KPDP

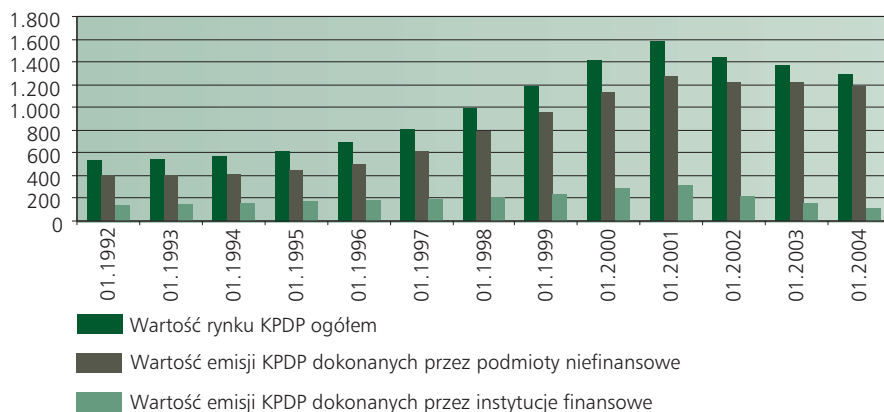
Emitent	Data niewykupienia KPDP w terminie	Kwota niewykupionych KPDP (mIn USD)	Pierwotny rating
Penn Central	6/21/1970	82	NR
Manville Copr.	8/26/1982	15,2	P-2
Integrated Resources	6/15/1989	213,0	NR
Colorado Ute Electric	8/17/1989	19,0	P-1
Equitable Lomas Leasing	9/12/1989	53,0	P-3
Mortgage&Realny Trust	3/15/1990	166,9	NR
Columbia Gas	6/12/1991	268,0	P-2

Źródło: opracowanie własne na podstawie T. K. Hahn: *Commercial papers*. op.cit., s. 120.

²⁶ *Commercial Paper default and rating transitions, 1972-2000*, Moody's Investors Service-Global Credit Research, Special Comment, 2000, s. 6.

²⁷ Federal Reserve Bulletin: *Commercial Paper Outstanding*. 01.03.2003, za: <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/table1.htm>.

Wykres 2 Zadłużenie z tytułu emisji KPDP w Stanach Zjednoczonych w okresie od stycznia 1991 r. do stycznia 2004 r. (mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Federal Reserve Bulletin z 01.09.2004 r.

Zjednoczonych wynosiła około 1.348 mld USD, w tym na instytucje finansowe przypadało 1.200 mld USD (koniec grudnia 2003 r. 1.265 mld USD, zaś instytucje finansowe 1.156 mld USD)²⁸. Z wykresu 2 wynika, iż po 2000 r. nastąpiło wyraźne osłabienie tempa wzrostu rynku KPDP.

Analiza wykresu 2 wskazuje, że w USA dominują emisje dokonywane przez podmioty finansowe, natomiast emisje KPDP przez podmioty niefinansowe stanowią 1/10 ogółu emisji dokonywanych na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych. W Polsce sytuacja jest – jak na razie – odwrotna, bowiem na rynku emitentów KPDP dominują podmioty niefinansowe.

W Stanach Zjednoczonych KPDP emitowane są najczęściej w formie tzw. **skryptów dłużnych**²⁹. W latach 70. wprowadzono na amerykański rynek pieniężny nowy typ papieru dłużnego zabezpieczonego aktywami emitenta. W przeciwieństwie do tradycyjnego papieru wartościowego ta nowa postać jest na ogół zabezpieczona przez przyszłe wpływy finansowe przedsiębiorstwa. Zwiększa to jego pewność i popularność na rynku, a ponadto mogą go również emitować firmy zajmujące dalsze miejsca na liście ratingowej³⁰. Emisja tego rodzaju papierów jest związana z rozwojem **sekurytyzacji**³¹, której zaletą jest m. in. pozyskanie tańszego źródła finansowania działalności i poprawa płynności emitenta. W tym celu wyemitowano *asset backed securities* (ABS), tzn. papiery o zapadalności powyżej 1 roku lub *asset backed commercial papers* (ABCP) – krótkoterminowe papiery dłużne zabezpieczone aktywami³². Pierwsze dostępne dane pochodzą z marca 1992 r., wówczas udział ABCP w rynku KPDP USA stanowiły 7,6%. Na koniec grudnia 2003 r. wartość ABCP wynosiła 717,2 mld USD, zaś na koniec sierpnia 2004 r. – 700,4 mld USD³³.

Po roku 2000 nastąpiło osłabienie tempa rozwoju rynku KPDP w Stanach Zjednoczonych, w zakresie emisji dokonywanych przez podmioty niefinansowe (wykres 2).

Przyczyny obniżenia wartości rynku KPDP mogą mieć charakter zarówno popytowy, jak i podażowy. Szczególnie istotne znaczenie miały:

- pogorszenie oceny wiarygodności kredytowej emitentów KPDP,
- podwyższenie poziomu akceptowanego przez inwestorów poziomu ryzyka.

²⁸ Federal Reserve Bulletin: *Commercial Paper Outstanding*, 11.10.2002, za: <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/histouts.txt>

²⁹ Ang. *promissory notes*

³⁰ W. Dębski: *Rynek finansowy...*, op.cit. s. 35.

³¹ Pojęcie **sekurytyzacja** wywodzi się z prawa amerykańskiego i wiąże się z terminem *securities*, używanym w celu oznaczenia praw majątkowych przeznaczonych do obrotu inwestycyjnego. W szerokim ujęciu **sekurytyzacja** oznacza wystawianie zbywalnych papierów dłużnych w celu pozyskiwania środków finansowych. Zatem jest ona zjawiskiem charakterystycznym dla rynku kredytowego. W literaturze amerykańskiej wyróżnia się trzy typy **sekurytyzacji**. Jeden z nich dotyczy zastępowania zwykłej pożyczki instrumentami inwestorskimi (*securities*), do których należą również KPDP.

³² „Rating & Rynek” nr 14 (102) z 10.08.2001 r., s. 1.

³³ Dane za: Federal Reserve Bulletin: *Commercial Paper Outstanding*, z 01.03.2003 za: <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/histouts.txt>

W krajach wysoko rozwiniętych miarą wiarygodności kredytowej spółki jest rating. W USA pogorszenie sytuacji gospodarczej spowodowało dosyć niespodziewane obniżenie ratingu znacznej części dużych emitentów KPDP, posiadających wysoki rating, m. in. General Motors Acceptance Corporation (GMAC), Ford Motor Credit czy AT&T i, w efekcie, dosyć drastyczne obniżenie wartości zadłużenia z tytułu emisji KPDP. Wiele innych firm, jak Daimler Chrysler, Eastman Kodak, Edison International, The Gap, Hertz czy Disney and Weyerhaeuser, w tym z sektora telekomunikacyjnego, jak: British Telecommunications, Corning, Motorola czy Nortel Networks, korzystających dotychczas z finansowania z wykorzystaniem KPDP, musiało się wycofać z rynku KPDP. Inwestorzy zareagowali na to zwiększając ostrożność i obniżając poziom tolerancji ryzyka, tym samym również wycofując się z rynku. Banki również dość niechętnie udzielały kredytów wskazanym podmiotom³⁴.

Czułość inwestorów wzmogły również dwa przypadki nie wywiązania w terminie ze spłaty zobowiązań z tytułu emisji KPDP przez dwie państwowe kalifornijskie firmy, tj. Pacific Gas and Electricity (PG&E) i Southern California Edison (SCE, a unit of Edison International) na początku 2001 r., postrzegane jako bardzo wiarygodne. W następstwie tego agencje ratingowe znacznie obniżyły ich ratingi. To również przyczyniło się w znacznym stopniu do przeszacowania podejścia przez inwestorów do ryzyka i do rynku KPDP.

Z pewnością do spadku zaufania inwestorów do ryzyka i tym samym rynku KPDP przyczyniły się skandale finansowe, które osłabiły zaufanie do rachunkowości, szczególnie prowadzonej **metodami kreatywnymi**. Pokazały również słabości tkwiące w sferze operacji prowadzonych w firmach, które implikują choćby brakiem płynności emitenta i kłopotami w regulowaniu zobowiązań³⁵. Przykładem może być skandal finansowy wokół Enronu, po którym agencje ratingowe zaczęły wymagać więcej informacji od badanych firm, stając się bardziej ostrożnymi przy nadawaniu ocen wiarygodności kredytowej³⁶. Problemy finansowe innych firm na rynku akcji, jak np. Tyco International, Solectron, Anadarko Petroleum, Calpine, Stillwell Financial, Marriott czy Interpublic, ochładzały chęć inwestorów do podejmowania decyzji w zakresie inwestowania w papiery wartościowe³⁷.

2.1.2. Rynek pierwotny i wtórny KPDP. Emitenci i inwestorzy

W Stanach Zjednoczonych, podobnie jak w innych krajach, rynek pierwotny papierów dłużnych jest kształtowany przez emitentów, inwestorów oraz pośredników. Emisje na rynku pierwotnym przechodzą bezpośrednio w ręce inwestorów lub są sprzedawane przez emitenta pośrednikowi, który z kolei odsprzedaje je inwestorom. Plasowanie bezpośrednie (emitent sam rozprowadza papiery) było powszechnie stosowane tylko w USA. Jeszcze w 1980 r. emisje bezpośrednie reprezentowały 55% ogólnej wartości emisji KPDP, podczas gdy obecnie wartość ta pozostaje na poziomie tylko około 16%³⁸. Operacje KPDP są dokonywane najczęściej przez pośredników, którymi są firmy wyspecjalizowane w obrocie papierami dłużnymi, oddziały banków inwestycyjnych jak: Merrill Lynch, Goldman Sachs czy Shearson Lehman lub podmioty zależne banków, jak Bankers Trust, CitiCorp, J.P. Morgan³⁹. Często są to także instytucje pośredniczące w obrocie dłużnymi papierami skarbowymi. Najważniejszą tego typu instytucją w USA jest *The Depository Trust & Clearing Corporation* (DTCC), holding złożony z kilku współpracujących firm, tj. depozytowej (*The Depository Trust Corporation* (DTC)) i rozliczeniowych (*National Securities Clearing Corporation* (NSCC), *Government Securities Clearing Corporation* (GSCC), *MBS Clearing Corporation* (MBSCC), *Emerging Markets Clearing Corporation* (EMCC)). Mają one swoje oddziały nie tylko na terenie Stanów Zjednoczonych, ale również w 84 innych krajach świata⁴⁰. DTCC współpracuje również z innymi instytucjami tego typu, także na terenie Europy, m.in. z *Clearstream International* i *Euroclear*⁴¹.

³⁴ *Problems in America's most efficient market for money*. „The Economist”, Marz 28th, 2002, s. 6.

³⁵ Na podst. P. Shen, op.cit., s. 63-64.

³⁶ J. Sammer: *Winning the Ratings Game*. „Business Finance”, June 2002, s. 24.

³⁷ *Convertible bombs. A gambit to escape the commercial-paper crunch backfires*. „The Economist”, November 14th, 2002, s.8.

³⁸ *The short term paper market in Europe. Recommendations for the development of a pan-European market*, Consultation Report by the Euribor-ACI short term European Paper Task Force, 2 September 2002, s. 14, http://www.aciforex.com/images/2_acirecommendationfinal2.pdf

³⁹ Na podstawie: http://www.teorien.com/neg_financial-instruments/commercial-paper.htm

⁴⁰ *Leading financial services through the power of ideas*, DTCC, <http://www.dtcc.com/AboutUs/index.htm>

⁴¹ *Messaging Service for European Commercial Paper. Three leading settlement organizations will develop messaging service for European commercial paper*, za: http://www.dtcc.com/press_releases

Najważniejszymi emitentami papierów dłużnych w Stanach Zjednoczonych są instytucje finansowe pozabankowe, których udział we wszystkich dotychczasowych emisjach tych papierów wynosi ponad 70% (udział banków wynosi około 5%, a resztę stanowią firmy z innych sektorów). Według stanu na koniec sierpnia 2004 r. udział ten osiągnął prawie 90% wartości wszystkich nie wykupionych emisji papierów wartościowych⁴². Instytucje te często plasują emisje we własnym zakresie, co pozwala im na obniżenie kosztów związanych z usługami pośredników zajmujących się sprzedażą papierów dłużnych. Jednak powstają wówczas koszty zatrudnienia własnych pracowników.

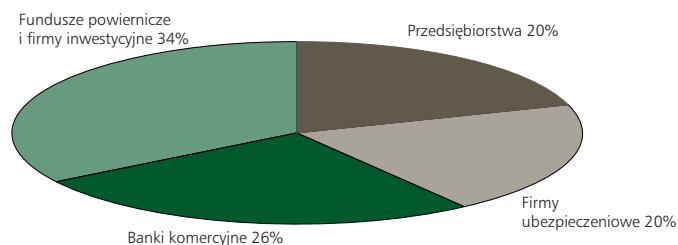
Rola emisji KPDP w źródłach finansowania przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych jest bardzo duża⁴³. W latach 1970-1994 roczne tempo wzrostu kapitalizacji rynku KPDP wynosiło 14%. W 1996 r. kapitalizacja KPDP osiągnęła poziom 600 mld USD, przewyższając kapitalizację jakiegokolwiek innego, poza obligacjami skarbowymi, instrumentu finansowego o stałym oprocentowaniu⁴⁴. Na koniec III kwartału 2000 r. udział pożyczek zaciągniętych w drodze emisji KPDP do kredytów udzielonych przedsiębiorstwom pozostawał na poziomie około 34% (310 mld USD do około 915 mld USD)⁴⁵.

Nabywcami emisji są podmioty posiadające krótkoterminowe nadwyżki finansowe, najczęściej: fundusze emerytalne, fundusze powiernicze rynku pieniężnego, agencje rządowe, banki krajowe, banki zagraniczne oraz przedsiębiorstwa inwestycyjne. Inwestycja w KPDP jest, podobnie jak w Polsce, korzystniejsza pod względem rentowności niż lokata bankowa czy inwestycja w krótkoterminowe papiery skarbowe, jednakże jest obciążona wyższym poziomem ryzyka. Niemniej, KPDP traktowane są jako względnie bezpieczne instrumenty z uwagi na krótki termin zapadalności i płynny rynek wtórny.

KPDP na rynku amerykańskim są krótkoterminowymi papierami wartościowymi bez zabezpieczenia. Zapadalność emisji mieści się w granicach od 1 do 270 dni, jednak najczęściej jest ona krótsza niż 30 dni. Limit zapadalności do 270 dni wynika z regulacji Komisji Papierów Wartościowych (*Securities Exchange Commission*), która zgodnie z przepisami tzw. *Securities Act of 1933*, artykuł 3 (a) 3, zwolniła z obowiązku rejestracji, a także ujawniania wymogów emisji, wszystkie KPDP, które spełniają następujące warunki: termin zapadalności nie przekracza 9 miesięcy, wartość nominalna pojedynczego waloru stanowi co najmniej 100 tys. USD, a emisja otrzymała wysoką ocenę agencji ratingowej. Rejestracji w SEC nie podlegają także emisje przeprowadzone przez spółki zależne od banków lub posiadające gwarancje bankowe. W praktyce zapadalność KPDP na rynku amerykańskim waha się w granicach od 5 do 45 dni ze średnią zapadalnością 30 dni. Papiery te mogą być także sprzedawane w ofercie publicznej, ale wówczas ich nabywcami powinny być tylko podmioty instytucjonalne.

W USA KPDP mogą być sprzedawane w nominałach 100 tys. USD, lecz zazwyczaj jest to kwota przekraczająca 1 mln USD⁴⁶.

Wykres 3 Podział amerykańskiego rynku KPDP między inwestorów



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Commercial Papers*. DC Gardner Workbook PLC 1991.

⁴² Federal Reserve Bulletin: *Commercial Paper Outstanding*. 20.09.2004, za: www.federalreserve.gov/releases/cp/histouts.txt.

⁴³ R.H. Gamble: *Revolving Credit Strategies You Can Bank On*. „Controller Magazine”, July 1997, s. 73.

⁴⁴ W. Dębski: *Rynek finansowy...*, op.cit.

⁴⁵ R. Walkiewicz: *Bankowość inwestycyjna...*, op.cit., s. 119 i dalsze.

⁴⁶ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce...*, op.cit. s. 36; W. Dębski: *Rynek finansowy...*, op.cit., s. 36.

2.1.3. Charakterystyka emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w Stanach Zjednoczonych pod względem wielkości emisji, rentowności i kosztów emisji

Wielkość rynku KPDP w Stanach Zjednoczonych, biorąc pod uwagę wartość wszystkich emisji, jest większa od rynku bonów skarbowych⁴⁷.

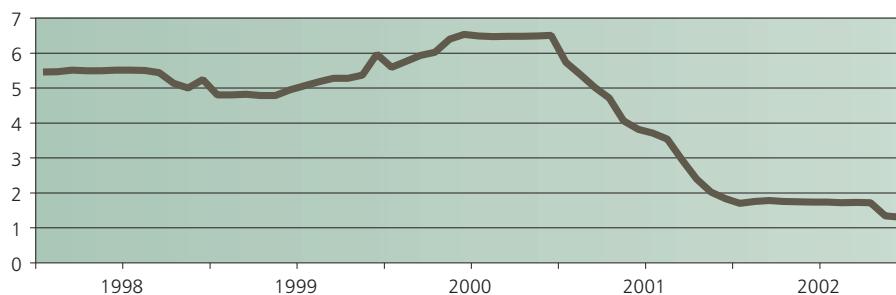
Dzięki emisji KPDP przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych są w stanie pozyskiwać środki finansowe w wysokości 200 mld USD rocznie⁴⁸. Uplasowanie emisji KPDP we własnym zakresie średnio obniża koszt emisji o 1/8 punktu procentowego wartości emisji, czyli 125 tys. USD na każde 100 mln USD pozyskiwanych środków⁴⁹.

Przy określaniu poziomu rentowności KPDP brane są pod uwagę: okres zapadalności instrumentu oraz rating jaki otrzymał emitent⁵⁰. KPDP nie są instrumentami odsetkowymi albo dyskontowymi (podobną praktykę przyjęto w Polsce). Rentowność KPDP w Stanach Zjednoczonych odnosi się do rentowności papierów skarbowych (*US Treasury Bills*) o takim samym terminie wykupu. W latach 1984-1990 średnia rentowność 3-miesięcznych KPDP przewyższała rentowność bonów skarbowych o około 15 punktów bazowych, tj. 0,15%, dla papierów o ratingu A2 lub P2 i 10 punktów bazowych dla papierów o ratingu najwyższym A1 lub P1⁵¹. Inne źródła szacują rentowność KPDP emitowanych na świecie na wyższą o około 1 do 2 punktów procentowych w porównaniu do rentowności bonów skarbowych. Rentowność ta jest zbliżona do rentowności pożyczek na światowych rynkach międzybankowych⁵². Pogorszenie sytuacji gospodarczej w USA i związane z tym obniżenie ratingów znacznej części emitentów, m. in. GMAC, Ford Motor Credit czy AT&T spowodowało, że marże za ryzyko zwiększyły się z 15-20 punktów bazowych do nawet około 100 punktów bazowych powyżej stawki LIBOR⁵³.

W okresie od stycznia 1997 r. do grudnia 2002 r. rentowność KPDP w Stanach Zjednoczonych początkowo osiągała wartości od 5,2% dla instytucji o ratingu AA i około 5,4% dla ratingu A2/P2. Na początku 1998 r. wartości te wzrosły odpowiednio do 6% i 6,25%, aby stopniowo obniżyć się i na koniec 1998 r. osiągnąć poziom około 5% i 5,4%. W połowie 2000 r. rentowność KPDP wzrosła do 6,5%; 6,9%, aby od II połowy 2001 r. zacząć sukcesywnie obniżać się. W II połowie 2004 r. rentowność KPDP kształtuje się na poziomie 1,7% dla instytucji o ratingu AA, do około 2,2% dla instytucji o ratingu A2/P2⁵⁴. Średni poziom rentowności KPDP z 30-dniowym terminem wykupu przedstawia wykres 4.

Rentowność poszczególnych emisji KPDP zależy w dużym stopniu od oceny ryzyka inwestycyjnego. Firmy otrzymujące najwyższe oceny ratingowe mogą liczyć na wysoki popyt na emitowane instrumenty finansowe, inwestorzy zaś otrzymują gwarancję wypłacalności emitenta i tym samym wykupu papierów dłużnych.

Wykres 4. Średni poziom rentowności KPDP o 30-dniowym terminie wykupu w okresie 1998–2002 (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.federalreserve.gov/releases/data/m/cp3m.txt>

⁴⁷ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce...*, op.cit., s. 36.

⁴⁸ M. Jakubek, J. Mojak: *Prawo papierów wartościowych*, op.cit., s. 46.

⁴⁹ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce...*, op.cit., s. 37.

⁵⁰ D. Wieczorek: *Commercial papers – skrypty dłużne...*, op.cit., s. 7.

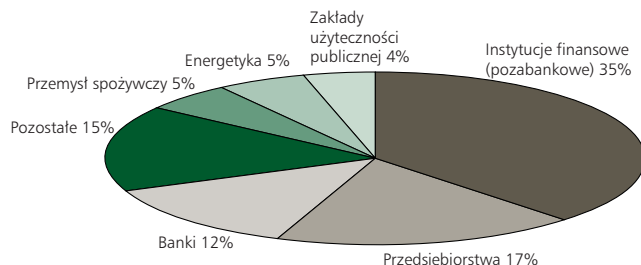
⁵¹ *Corporate Bonds and Commercial Papers. Debt and Equity Markets Series*, BPP Financial Publishing 1993.

⁵² D. Dziawgo: *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym...*, op.cit., s. 5.

⁵³ A. Wicik: *Spadek wartości rynku KPDP*. za: <http://www.fitcpolska.com.pl/komunikaty.htm>

⁵⁴ Na podstawie: www.federalreserve.gov/releases/cp/histrates.txt; R.H. Gamble: *The long and the short of debt*, *Business Finance*. October 2002, s. 25.

Wykres 5. Podmioty emitujące KPDP w Stanach Zjednoczonych i mające rating agencji Moody's, według sektora działalności (sierpień 2000 r.)



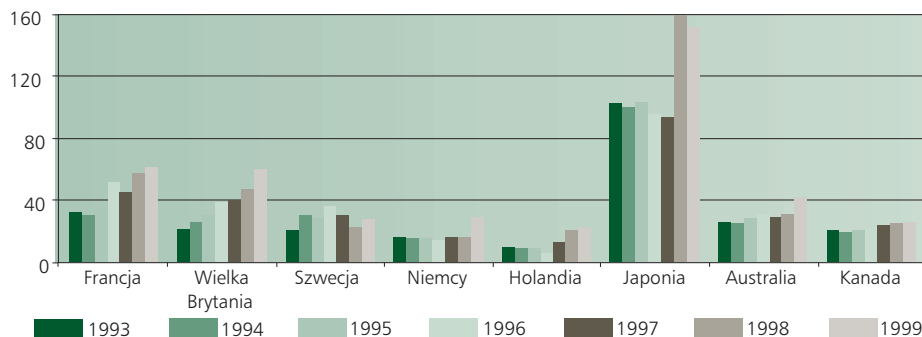
Źródło: opracowanie własne na podstawie *Commercial Paper Defaults and Rating Transactions, 1972-2000*, Moody's Investors Service. Global Credit Research, 2000, s. 8.

Elementem kosztu pozyskiwania środków pieniężnych drogą emisji KPDP poza dyskontem są także koszty administracyjne emisji. Jest to przede wszystkim opłata dla agencji ratingowej, porady prawne, opłata zabezpieczająca linię kredytową i koszty dystrybucji emisji. W przypadku dużych emisji całość kosztów administracyjnych wynosi około 0,15% wartości emisji. Łącznie całkowity koszt, jaki ponosi emitent KPDP w USA o wysokim standingu jest o 0,3-0,5 punktu procentowego wyższy niż oprocentowanie obligacji rządowych⁵⁵.

2.2. Wybrane rynki KPDP poza Stanami Zjednoczonymi ze szczególnym uwzględnieniem rynku europejskiego

W latach osiemdziesiątych XX wieku w ramach rynków pieniężnych stopniowo zaczęły się rozwijać rynki KPDP w poszczególnych krajach Europy, m.in. we Francji, Szwecji, Hiszpanii, Niemczech, Holandii, Finlandii, Włoszech (wykres 6). W tym okresie powstał także europejski rynek KPDP (*Euro Commercial Papers Market*) w wyniku ewolucji *Note Issuance Facility* (NIF) oraz *Revolving Underwriting Facility* (RUF), na bazie istniejących już średnioterminowych konstrukcji finansowych, pozwalających na emisję krótkoterminowych papierów wartościowych, zwanych *euro commercial papers*⁵⁶. Jest to wyrazem procesu integrowania krajowych rynków finansowych w jeden wielki rynek unijny, bowiem zgodnie ze strategią przyjętą przez Radę Europejską w 2000 r. w Lizbonie, Unia Europejska zmierza do tego, aby w 2010 r. stać się najbardziej dynamiczną gospodarką na świecie. Rynek finansowy zatem, a z nim również rynek KPDP, mają do odegrania ogromną rolę w tym procesie, realizowanym zgodnie z planem *Financial Services Action Plan* (SAP)⁵⁷.

Wykres 6. Kształtowanie się wybranych rynków KPDP poza Stanami Zjednoczonymi w latach 1993-1999 (mld USD)

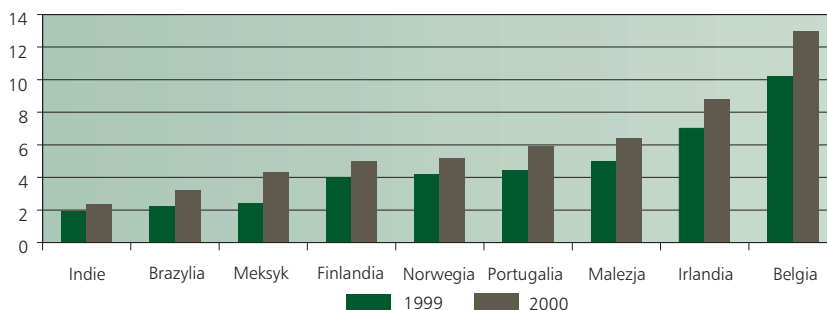


Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów jak przy wykresie 5.

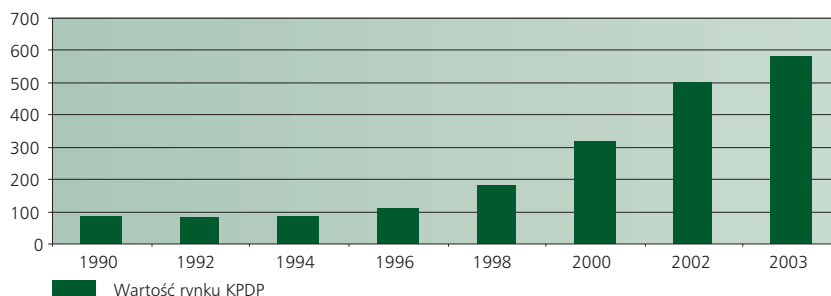
⁵⁵ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 38.

⁵⁶ Walory te są denominowane w innej walucie niż waluta kraju, z którego pochodzi emitent i sprzedawane na rynkach zagranicznych.

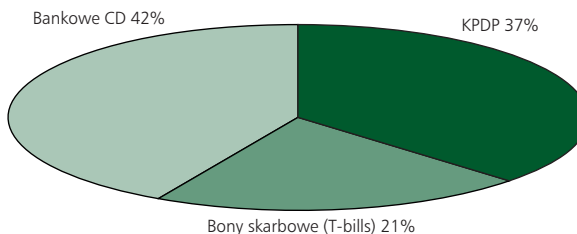
⁵⁷ L. Oręziak: *Kierunki zmian w funkcjonowaniu rynku finansowego Unii Europejskiej*. „Bank i Kredyt” nr 7/2003, s. 15.

Wykres 7. Rozwój najkrócej funkcjonujących rynków KPDP poza Stanami Zjednoczonymi w latach 1999-2000 (mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów jak przy wykresie 6.

Wykres 8. Kształtowanie się europejskiego rynku KPDP w latach 1984-2003 (mld USD)

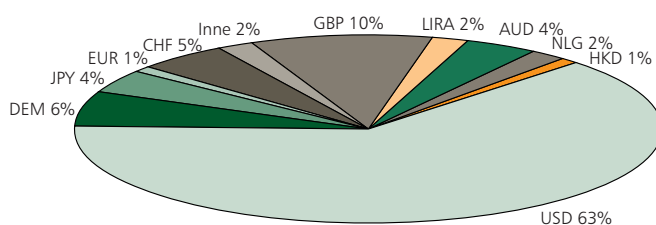
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2003.

Wykres 9. Udział poszczególnych instrumentów finansowych w rynku pieniężnym Europy (stan na koniec czerwca 2002 r.)

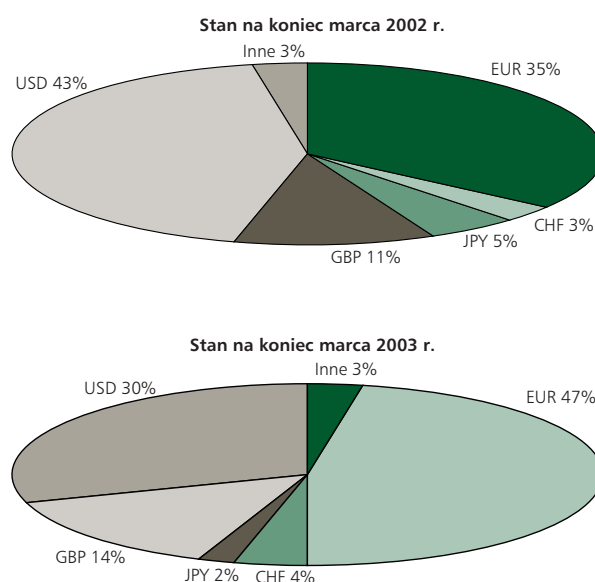
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn, 06.2002.

Poza tym zaczęły się kształtować również rynki lokalne w innych częściach świata, np. w Japonii czy Australii. Pod koniec lat 90. pojawiły się też inne, nowe rynki KPDP, o niewielkich jeszcze rozmiarach (wykres 7). Z uwagi na rozmiary opracowania rynki spoza Europy nie będą szczegółowo charakteryzowane.

Kształtowanie się europejskiego rynku KPDP według wartości emisji przedstawia wykres 8. Zauważa się, że dynamiczny rozwój Eurorynku nastąpił w ostatnich latach i aktualnie przypomina on rynek amerykański z początku lat dziewięćdziesiątych. Dynamiczny wzrost liczby przeprowadzanych transakcji jest związany z wejściem na ten rynek funduszy rynku pieniężnego oraz wprowadzeniem wspólnej waluty EUR, które przysporzyło rynkowi nowych inwestorów wraz z przełamaniem w 1999 r. granic pomiędzy tzw. „krajowymi” rynkami Europy. Wielu emitentów, którzy posiadali wyemitowane KPDP w rodzimych walutach, zastąpiło je walutą EUR. Wykres 9 przedstawia udział bonów skarbowych, *euro commercial papers* i bankowych certyfikatów depozytowych w europejskim rynku pieniężnym, którego wartość na koniec czerwca 2002 r. kształtowała się na poziomie 1.070 mld USD.

Wykres 10. Udział poszczególnych walut w emisjach KPDP na Eurorynku według stanu na koniec 1998 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2002.

Wykres 11. Udział poszczególnych walut w emisjach KPDP ogółem na Eurorynku według stanu na koniec marca 2002 r. i na koniec marca 2003 r.

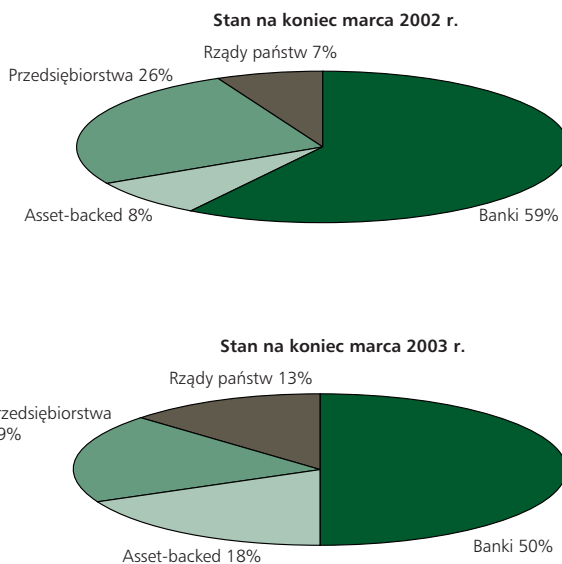
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2002; 06.2003.

KPDP na Eurorynku są aktualnie denominowane głównie w pięciu walutach, tj.: USD, EUR, GBP, CHF i JPY. Znikomy udział mają również inne waluty. Około 35% transakcji KPDP zawiera opcje przewalutowania w celu zabezpieczenia ryzyka kursowego (65% przed wprowadzeniem EUR). W roku 1998 udział programów emisji w dolarach amerykańskich na Eurorynku wynosił 63%, a w 1992 r. aż 83%⁵⁸.

EUR jest w ostatnich kilku latach dominującą walutą na rynku KPDP w Europie, jednak duży udział ma również USD, co zostało przedstawione na wykresie 11. Potrzeby emitentów w rozbiću na poszczególne waluty obecnie kształtują się następująco: 47% EUR, 30% USD, 14% GBP, 4% CHF i 2% JPY. Wśród emitentów dominują banki oraz przedsiębiorstwa lokalne. W grupie tej znajdują się również rządy państw, korporacje międzynarodowe, a także firmy zabezpieczające emisje KPDP aktywami (*asset-backed*). Analizując wykres 12 można dostrzec, iż znacząco wzrasta udział podmiotów AB oraz rządów państw wśród emitentów KPDP.

Termin zapadalności KPDP w Europie jest dłuższy niż w USA i wynosi zazwyczaj od 60 do 180 dni, natomiast średni termin zapadalności wynosi 60-65 dni. Wyjątkiem są niektóre emisje w Hiszpanii, Szwecji, Holandii i Niemczech, gdzie terminy zapadalności czasami przekraczają 1 rok. Preferencje w zakresie terminu wykupu KPDP w latach 2002-2003 przedstawia wykres 13.

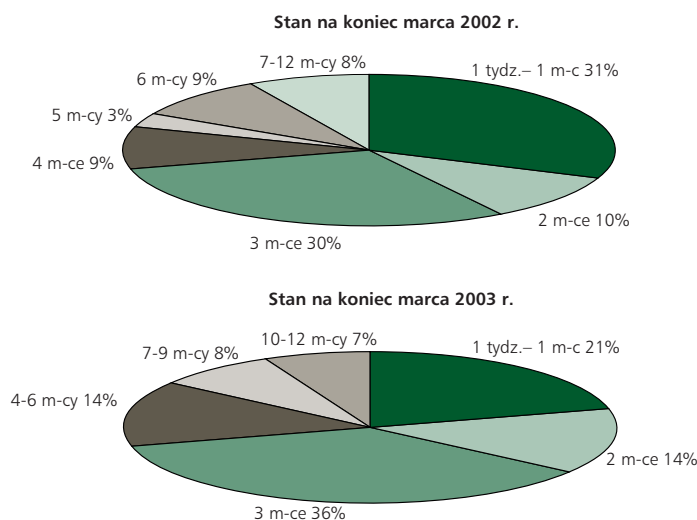
⁵⁸ J. Onoszko: *Zarys historii rozwoju wybranych rynków krótkoterminowych papierów dłużnych*. „Bank i Kredyt” nr 2/2004.

Wykres 12. Udział poszczególnych grup emitentów w Eurorynku według stanu na koniec marca 2002 i na koniec marca 2003 r.

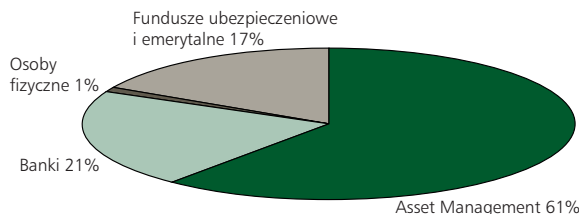
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2002; 06.2003.

Struktura inwestorów na Eurorynku, stwierdzona na podstawie wybranej emisji KPDP, przedstawia się jak na wykresie 14. Zauważa się dominujący udział firm zarządzających aktywami (*asset management*), ale znaczną rolę banków oraz funduszy emerytalnych i firm ubezpieczeniowych.

Wartość nominalna KPDP w większości omawianych krajów stanowi kilka tysięcy dolarów. Najniższe nominały występują w Hiszpanii (równowartość 2,2 tys. USD), Australii (równowartość 70 tys. USD), Kanadzie (równowartość 80 tys. USD), zaś największe w Japonii (równowartość 800 tys. USD). Wartość nominalna KPDP decyduje o tym, iż mogą je nabywać przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni, poza Hiszpanią, w której niska wartość nominalna pojedynczego waloru dopuszcza do rynku również inwestorów indywidualnych.

Wykres 13. Struktura terminów zapadalności KPDP emitowanych na Eurorynku (stan na koniec marca 2002 i na koniec marca 2003 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2002; 06.2003.

Wykres 14. Struktura inwestorów na Eurorynku na podstawie wybranej emisji KPDP

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2003.

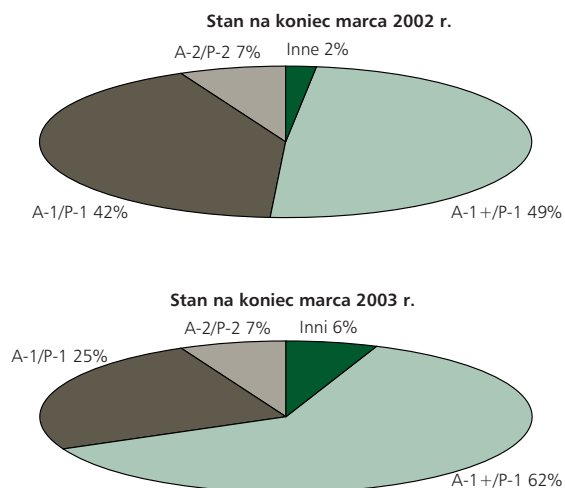
KPDP są prawie wszędzie emitowane na bazie dyskonta. Wyjątek stanowi Norwegia, gdzie – podobnie jak przy obligacji, płacone są kupony odsetkowe. Na Eurorynku i Wielkiej Brytanii oprocentowanie, które otrzymują inwestorzy, jest funkcją stawki LIBID lub LIBOR, teraz również EURIBOR. Oprocentowanie KPDP w Europie jest wyższe od oprocentowania w USA, z uwagi na mniejszą ilość emisji posiadających rating oraz wyższe stopy procentowe na rynku pieniężnym. Tabela 2 zawiera porównanie kształtowania się oprocentowania KPDP w USA i na Eurorynku w zależności od ratingu emitenta.

Posiadanie odpowiedniego ratingu wpływa na możliwość przyciągnięcia większego kręgu inwestorów. Jedynie globalnie znani emitenci, cieszący się dobrą opinią wśród inwestorów mają możliwość uplasowania KPDP bez uzyskania ratingu. Jego posiadanie nie jest w Europie obligatoryjne, w przeciwieństwie do restrykcyjnego pod tym względem rynku amerykańskiego. Jednak w celu uzyskania lepszych warunków emisji emitenci na ogół mają odpowiedni rating nadany przez Standard & Poor's lub Moody's.

Tabela 2. Oprocentowanie KPDP w zależności od ratingu emitenta w Stanach Zjednoczonych i na Eurorynku

Rating	Stany Zjednoczone	Eurorynek
A-3/P-3 i pozostałe	LIBOR +10 do +500	EURIBOR +10 do +500
A-2/P-2	LIBOR +10 do +30	EURIBOR +7,5 do 25
A-1/P-1	LIBOR +2 do -6	EURIBOR +2 do -5
A-1+/P-1	LIBOR -3 do -8	EURIBOR -2 do -6

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2003.

Wykres 15. Udział emitentów o określonym ratingu w Eurorynku (stan na 30 marca 2002 r. i na koniec marca 2003 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2002; 06.2003.

Wykres 15 przedstawia strukturę udziałową w Eurorynku emitentów o określonym ratingu. A-1+ i A-1 są najwyższymi ocenami przyznawanymi przez Standard & Poor's.

Podczas gdy w USA 95% wszystkich emisji ma ocenę agencji ratingowej, w Europie posiada ją tylko 40%. Powodem tego jest fakt, że na początku funkcjonowania rynku KPDP w Europie, głównymi dealerami byli inwestorzy bankowi, będący w stanie ocenić ryzyko emisji na bazie analiz swoich komórek kredytowych.

2.3. Regulacje prawne dotyczące emisji KPDP na wybranych rynkach poza Stanami Zjednoczonymi.

W niektórych państwach, jak np. Japonii, Francja, Wielkiej Brytanii, Norwegii czy Belgii, rynki KPDP są normowane przez oddzielne regulacje, które definiują instrument i określają sposób jego obrotu. W niektórych państwach nie ma regulacji prawnych, bezpośrednio odnoszących się do KPDP. Przykładowo w Szwecji i Australii brak jest oficjalnych ograniczeń w stosunku do uczestników rynku tych papierów jak i samego instrumentu.

Na Eurorynku (w mniejszym zakresie w Hiszpanii) podstawowe cechy KPDP są zwykle determinowane przez konieczność dostosowania się do takich kryteriów, które pozwolą uniknąć rejestracji emisji KPDP w Komisji Papierów Wartościowych, a co za tym idzie dodatkowych kosztów.

Na wszystkich rynkach, gdzie KPDP są normowane oddzielnymi przepisami, istnieje określona minimalna wartość nominalna jednego waloru, o czym było wspomniane w poprzednim podrozdziale. Rozwiązanie to służy wyeliminowaniu z rynku inwestorów detalicznych. Rynki KPDP mają zatem charakter hurtowy, przeznaczony głównie dla inwestorów instytucjonalnych. Przykładem może być Belgia, gdzie prawo zabrania dokonywania inwestycji inwestorom indywidualnym.

Na niektórych rynkach dochodzi jeszcze ograniczenie dotyczące maksymalnego (czasami minimalnego) okresu zapadalności tych papierów.

2.3.1. Regulacje na Eurorynku dotyczące emisji KPDP

Regulacje brytyjskie pozwalają przeprowadzać emisje KPDP tylko podmiotom, których aktywa netto wynoszą co najmniej 25 mln funtów. Emitentem mogą być firmy, które wyemitowały już obligacje lub ich akcje notowane są na giełdzie londyńskiej, a także te, których obligacje lub akcje są przedmiotem obrotu na giełdach zagranicznych. Emisje może przeprowadzać także spółka, która ma gwarancje firmy spełniającej wymóg posiadania minimalnych aktywów netto. Prawo brytyjskie nie wymaga, aby przy emisjach krótkoterminowych papierów dłużnych sporządzany był prospekt emisyjny.

W Norwegii uzyskanie upoważnienia na przeprowadzenie emisji KPDP jest obowiązkowe. Bank centralny musi sprawdzić czy warunki emisji są zgodne z obowiązującymi regulacjami. Emitent zobowiązany jest do opublikowania prospektu emisyjnego (co nadzoruje giełda w Oslo) wówczas, gdy emisja ma charakter publiczny. Jednak te stanowią tylko niewielką część rynku norweskiego.

We Francji uprawnionymi podmiotami do emisji KPDP są tylko te, które istniały przez dwa lata przed datą emisji oraz spełniają wymogi nałożone przez prawo (dotyczące m.in. minimalnej wartości opłaconego kapitału firmy). Do lutego 1992 r. wszystkie emisje omawianych walorów musiały być zarejestrowane miesiąc przed ich uruchomieniem, bowiem spółka musiała uzyskać pozwolenie Komisji Operacji Giełdowych i Banku Francji. Emitent był ponadto zobowiązany poinformować inwestorów o swoich planach i kondycji finansowej. Od lutego 1992 r. o emisji KPDP firma musi na dwa tygodnie wcześniej zawiadomić jedynie Bank Francji. Od 1989 r. przy emisji KPDP obowiązkowe jest wzmocnienie płynności finansowej emitenta, np. przyznaną linią kredytową.

W Hiszpanii regulacje prawne wprowadzone w kwietniu 1992 r. zwalniają z obowiązku rejestracji emitenta będącego instytucją finansową wtedy, gdy walory są sprzedawane inwestorom instytucjonalnym, a okres zapadalności KPDP nie przekracza 1 roku. W innych przypadkach dla emisji KPDP prowadzone są rejestry i każda musi uzyskać zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych.

W Niemczech tamtejsze fundusze powiernicze posiadają ograniczenie do inwestowania w KPDP nie posiadające ratingu.

2.3.2. Regulacje w Japonii dotyczące emisji KPDP

W Japonii KPDP mogą emitować tylko te spółki, które są już notowane na giełdzie lub przez co najmniej 3 lata spełniały wymagania nałożone przez prawo z zakresu papierów wartościowych. Rating w Japonii jest obligatoryjny, a obowiązek poddania się ocenie jest nałożony ustawowo. Informacje na temat emitenta, gwaranta oraz warunków emisji KPDP znajdują się w memorandum informacyjnym, które co pewien czas (zwykle co pół roku) jest uaktualniane.

W pozostałych krajach nie ma uregulowań prawnych, które bezpośrednio określałyby charakter KPDP i obowiązek rejestracji ich emisji w Komisji Papierów Wartościowych. O warunkach emisji i sposobie jej przeprowadzenia decyduje rynek⁵⁹.

2.4. Program emisji KPDP i jego rola na zagranicznych rynkach tych instrumentów finansowych

Większość emisji jest przeprowadzana w specjalnie przygotowanych do tego celu programach, uruchamianych po podpisaniu umowy agencyjnej z dealerem. Program określa maksymalną kwotę zadłużenia, której emitent nie może przekroczyć oraz terminy zapadalności kolejnych emisji. W wielu programach pułapy zadłużenia zapisane w programie emisji KPDP ustalane są powyżej aktualnego zapotrzebowania firmy na środki pieniężne. Czas trwania programu emisji KPDP wynosi co najmniej 1 rok do 3 lat. Oprocentowanie KPDP jest wypadkową: *credit-ratingu* emitenta, daty zapadalności papierów oraz dealera. Wartość programu emisji (im wyższa tym lepiej), terminy zapadalności poszczególnych transz i możliwości ich dostosowania do zmian stóp procentowych, a także umiejętności dealera w plasowaniu emisji, decydują o ostatecznej efektywności emisji KPDP dla indywidualnego podmiotu⁶⁰.

Do przygotowania programu emisji niezbędne są następujące dokumenty:

- umowa dealerska,
- umowa agencyjna o emisji i płatności,
- globalna ocena (rating) jako część umowy agencyjnej,
- gwarancje,
- memorandum informacyjne.

Przygotowanie programu emisji KPDP trwa około 35 dni. Czas niezbędny do przygotowania umów i memorandum informacyjnego to około 5 dni, następnie około 10 dni trwają dyskusje z emitentem. Ogólny przegląd całej dokumentacji programu emisji z innymi dealerami i agentami trwa również około 15 dni. Przez okres przygotowywania dokumentacji trwa współpraca z agencjami ratingowymi. Po 30 dniach następuje dzień podpisania umowy programowej przez strony transakcji, po których następuje przekazanie pełnej informacji o programie wszystkim dealerom i emisja dochodzi do skutku⁶¹.

W wielu krajach w emisjach uczestniczy więcej niż jeden dealer. Umowa zawierana jest z wybranym pośrednikiem, podczas gdy dalej tworzy się grupa tzw. *subagentów*, którzy razem zajmują się plasowaniem emisji na rynku. Ta procedura najlepiej dostosowana jest do dużych wartości emisji oraz aktywnych pożyczkobiorców i pozwala na dywersyfikowanie bazy inwestorów. Jest często stosowana na rynku międzynarodowym, również na Eurorynku. Dealer w pierwszym etapie nabycia całej wartości papierów wystawionych na sprzedaż, a następnie sprzedaje je inwestorom.

⁵⁹ D. Wieczorek: *Commercial papers – skrypty...*, op.cit., s. 2-3.

⁶⁰ R.H. Gamble: *The front doors of the CP market swing open only for borrowers with good credit ratings and sufficient appetite for debt*. „Controller Magazine”, June 1997, s. 39.

⁶¹ Opracowano na podstawie materiałów Citigroup, czerwiec 2002.

W zależności od umowy agencyjnej, pośrednik może być zobowiązany do gwarantowania emisji, czyli objęcia na własny rachunek części papierów, które nie zostały uplasowane na rynku (*underwriting*).

Pośrednictwo przy emisjach KPDP w większości krajów jest skoncentrowane. Dane wskazują na to, że czterech największych dealerów plasuje ponad 70% wszystkich emisji. Ze względu na większą konkurencję udział ten jest niższy na Eurorynku i wynosi około 50%.

Większość kosztów związanych z emisją KPDP zależy od warunków rynkowych oraz od typu emitenta i wielkości emisji. Na rynku brytyjskim administracyjne koszty przygotowania programu emisji KPDP, które podał Citibank, są następujące:

- prowizja przygotowawcza (wysokość ma indywidualny charakter),
- opłata za sporządzenie zewnętrznej opinii prawnej (od 15 do 20 tys. funtów),
- wydrukowanie memorandum informacyjnego i przekazanie go w formie elektronicznej (około 3 tys. funtów)⁶².

Opinia prawna jest kosztowna, ale niezbędna, ponieważ programy emisji KPDP są oparte na prawie kontraktowym, czyli do każdego programu są przygotowywane odrębne umowy, regulujące każdy szczegół programu (bardzo obszerne), w Polsce zaś znaczna część programu jest regulowana ustawami⁶³.

Na większości rynków około 30% wartości nominalnej emisji KPDP jest zabezpieczone otwartą linią kredytową w banku, która zostaje uruchomiona z chwilą, gdy emitent ma trudności z wykupem zapadalnych właśnie walorów. Pozwala to firmie zachować płynność w momencie braku synchronizacji terminu wpływu środków pieniężnych na rachunek z terminem płatności zobowiązania. Dodatkowe zabezpieczenie w postaci kredytu jest szczególnie ważne dla programów, w ramach których emitowane są KPDP z bardzo krótkim terminem zapadalności.

Posiadanie przez emitenta alternatywnego źródła, z którego mógłby on skorzystać w sytuacji wystąpienia kłopotów z płynnością, jest brane pod uwagę przez agencje ratingowe przy wystawianiu oceny i traktowane jako ważny czynnik, który pozwala na zwiększenie wiarygodności i podniesienie oceny firmy. W Ameryce Północnej prawie wszystkie programy emisji KPDP są wspierane bankowymi liniami kredytowymi. Staje się to również coraz bardziej powszechne na Eurorynku. Takie zabezpieczenie pozwala emitentom wynegocjować niższą cenę pozyskiwanego kapitału. W Japonii natomiast, gdzie rating emitentów KPDP jest obligatoryjny, przedsiębiorstwa przeprowadzające emisję KPDP bardzo rzadko korzystają z zabezpieczenia w formie przyznanej linii kredytowej.

Emisje KPDP mogą być gwarantowane, a rodzaje gwarancji różnią się w zależności od rynku. Powszechnie stosowane są gwarancje spółek – matek udzielane firmom zależnym, decydującym się na emisję KPDP. Innymi podmiotami udzielającymi gwarancji są banki.

Wykup KPDP następuje zwykle w dniu zapadalności papierów lub z datą waluty *spot*. Rozliczenia z datą waluty *spot* dokonywane są na Eurorynku oraz w Szwecji, niektóre w Finlandii i Norwegii. KPDP denominowane w funtach brytyjskich powinny być rozliczone z datą waluty tego samego lub następnego dnia (pod warunkiem, że transakcja została zawarta przed godziną 13:00).

Dealerzy i ważni inwestorzy posiadają otwarte rachunki rozliczeniowe w przynajmniej jednym z poniższych centrów rozliczeniowych:

- w Brukseli – Euroclear,
- w Luksemburgu – Clearstream,
- w Londynie – Bank One Clearing Centre⁶⁴.

Sytuacja w zakresie organizacji emisji KPDP w Europie może ulec w najbliższym czasie zmianie, ponieważ trwają prace nad ujednoczeniem tego rynku pod względem zawartości i układu tre-

⁶² D. Wieczorek, op.cit., s. 2-3.

⁶³ Opracowano na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2002, 06.2003.

⁶⁴ Opracowano na podstawie materiałów przygotowanych przez Citigroup.

ści memorandum informacyjnego, czasu rozliczeń papierów, ustawodawstwa (jednolity tekst umowy programowej dla wszystkich emitentów na Eurorynku oraz dealerów)⁶⁵. Umożliwi to swobodne zawieranie transakcji również na rynku amerykańskim.

Od 1984 r. zostało uruchomionych około 3000 emisji *euro commercial papers*. Na koniec marca 2003 r. na Eurorynku były aktywne 333 programy.

2.4.1. Banki dealerzy w zakresie emisji KPDP na Eurorynku

W 1985 r. w Europie było 55-60 dealerów KPDP. Obecnie najważniejszymi są: Citigroup (zajmuje 1 pozycję na Eurorynku, jest zorientowany na strategię globalną), Deutsche Bank, Barclays, Goldman Sachs (rywal Citigroup w prowadzeniu globalnej strategii), J.P. Morgan Chase, Credit Suisse First Boston, Lehmans⁶⁶.

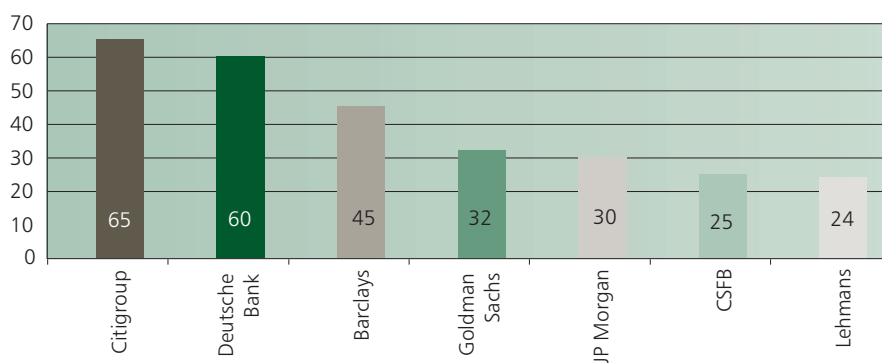
Wykres 16 przedstawia udział poszczególnych banków-liderów na rynku emisji KPDP w Europie. Łącznie wyemitowały KPDP na kwotę 281 mld USD, podczas gdy wartość wszystkich emisji na Eurorynku na koniec marca 2003 r. wynosiła 380 mld USD.

Citigroup należy do liderów na Eurorynku w dziedzinie świadczenia usług z tytułu KPDP, dlatego też poniżej przedstawiono szerzej jego działalność w tym zakresie.

Obroty Citigroup na Eurorynku wynoszą 60 mld USD (stan na 31.12.2001 r.) i istnieją plany ich zwiększenia do 100 mld USD w ciągu najbliższych dwóch lat. Ważny udział w ofercie produktów banku stanowią instrumenty krótkoterminowe. KPDP są oferowane w sposób globalny, zarówno poprzez centra finansowe znajdujące się w Londynie i Hong Kongu jak również poprzez lokalne oddziały Citibanku. Omawiany bank podchodzi kompleksowo do finansowania zadłużenia i problemu pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa, w której to strategii KPDP są bardzo ważnym instrumentem krótkoterminowego finansowania i zapewnienia płynności firmy.

Citigroup ma podpisanych ponad 600 umów dealerskich, w tym 21 podpisanych od początku 2002 r. (według stanu na koniec czerwca 2002 r.). Aktywne programy dotyczą 187 banków i instytucji finansowych, 151 przedsiębiorstw (korporacji) oraz 42 państwa i agencje państwowe. Wiele programów emisji łączy kilku emitentów (z jednym gwarantem emisji) i może działać w różnych strefach czasowych. Wraz ze znacznym obniżeniem ocen firm, nastąpiło zainteresowanie się Citigroup firmami o obniżonym poziomie ratingu (Tier 2), oznaczanym A2/P2, w którym to sektorze Citigroup jest bardzo aktywny.

Wykres 16. Udział banków liderów w europejskim rynku emisji KPDP (stan na 30 marca 2003 r.) według wartości przeprowadzonych emisji (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2003.

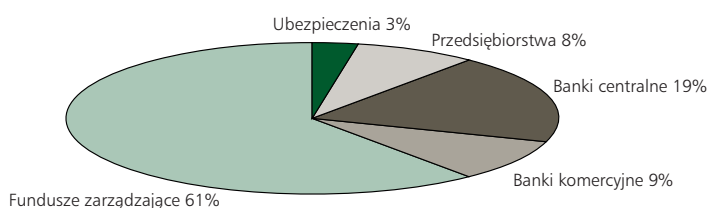
⁶⁵ Press release. *The bond market association launches first-ever Model Global Commercial Papers Dealers Agreement with the International Primary Market Association*, za: http://www.bondmarkets.com/PR/2002/CP_Agreement.shtml

⁶⁶ *Citigroup Fixed Income. Euro Commercial Paper Market Overview*, Citigroup. April 2003, s. 7.

Wykres 17 przedstawia bazę klientów Citigroup w podziale branżowym według stanu na koniec marca 2003 r. Przewaga funduszy zarządzających wskazuje na dominację w światowych finansach trendu, polegającego na powierzaniu wyspecjalizowanym firmom zarządzania środkami finansowymi przedsiębiorstw. Wykres 18 ilustruje udział inwestorów Citigroup w układzie geograficznym.

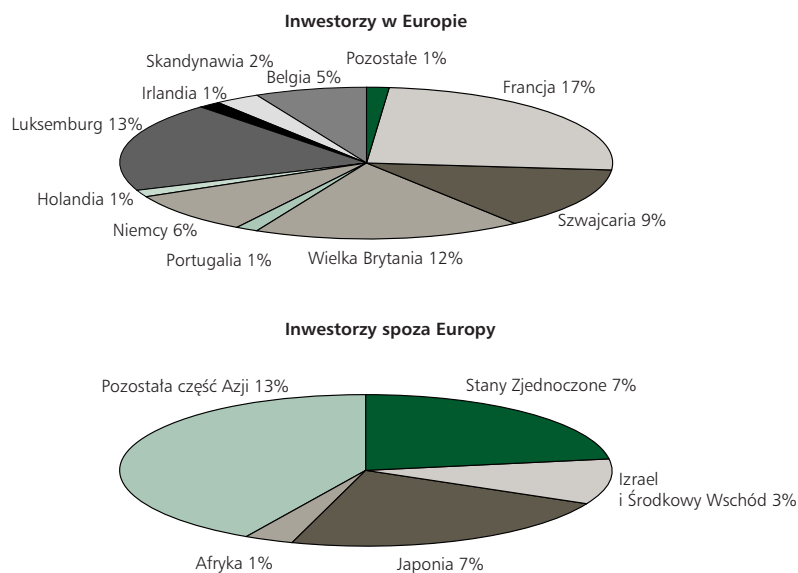
Z wykresu 18 można zorientować się, iż inwestowaniem w papiery wartościowe typu KPDP są najbardziej zainteresowane podmioty gospodarcze z takich krajów europejskich, jak: Francja, Wielka Brytania i Luksemburg oraz spoza Europy: Stany Zjednoczone i Japonia.

Wykres 17. Struktura klientów – inwestorów KPDP Citigroup (stan na koniec marca 2003 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2003.

Wykres 18. Inwestorzy Citigroup według układu geograficznego (stan na koniec marca 2003 r.)



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup, Londyn 06.2003.

3

Charakterystyka polskiego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw

3.1. Rozwój rynku KPDP w Polsce

Rozwój rynku KPDP w Polsce nastąpił w konsekwencji urynkwienia polskiej gospodarki. Budowa infrastruktury organizacyjnej rynku kapitałowego sprzyjała upowszechnianiu się instrumentów finansowych rynku pieniężnego, będącego ważnym źródłem kapitału krótkoterminowego dla intensywnie powstających lub przekształcających się podmiotów gospodarczych. Mimo to rynek KPDP w Polsce nadal znajduje się w fazie rozwoju, podczas gdy rynki krajów rozwiniętych mają ten etap dawno za sobą, co zostało przedstawione w poprzednim rozdziale. Z doświadczeń tych krajów możemy korzystać w celu budowy ważnego elementu rynku finansowego, jakim jest rynek KPDP, którego rola wzrasta, ale rozmiary nadal pozostają niewielkie w porównaniu do potrzeb zainteresowanych nim przedsiębiorstw.

3.1.1. Początki rozwoju rynku KPDP ze szczególnym uwzględnieniem roku 1996

Pierwszą instytucją w Polsce, która zaproponowała swoim klientom finansowanie za pomocą KPDP był Polski Bank Rozwoju SA. W 1992 r. włączył on do swoich produktów KPDP, które nazwał bonami komercyjnymi. Produkt ten był skierowany przede wszystkim do spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz dużych niepublicznych przedsiębiorstw o silnej kondycji finansowej. PBR przeprowadził wówczas 7 emisji KPDP o wartości nominalnej 34,6 mln PLN, w tym pierwszą emisję dla spółki Próchnik SA. Początkowo KPDP były emitowane na podstawie cesji wierzytelności na mocy prawa cywilnego. Jednak nie znalazły naśladowców, PBR zastąpił kodeks cywilny przepisami prawa wekslowego. KPDP były emitowane później w postaci **weksła własnego** emitenta z określonym miejscem płatności, czyli domicylowanego w PBR.

Polski Bank Rozwoju zapoczątkował funkcjonowanie rynku KPDP w Polsce. Od 1992 r. do końca 1995 r. był on liderem, pośrednicząc przy 229 emisjach na łączną kwotę 1,1 mld PLN. Ich emitentami mogły być spółki prawa handlowego, spółki giełdowe oraz przedsiębiorstwa państwowe.

W 1993 r. liczba emisji wzrosła do 42, a ich wartość do 554,3 mln PLN. W następnym roku KPDP wyemitowano 56 razy, a ich wartość nominalna przekroczyła 1,5 mld PLN. W 1994 r. do grona dealerów dołączyły: ING Bank Warszawa i Citibank Polska. We wrześniu 1994 r. polskie firmy Pepsico za pośrednictwem ING Bank Warszawa wyemitowały KPDP jako KWIT-y. Potem do grona emitentów dołączyły Lever, Fiat i AGA Gaz. Nieco później KPDP za pośrednictwem Citibanku wyemitowała firma Tchibo, a po kilku miesiącach dołączył do niej Henkel.

1 lutego 1995 r. wśród emitentów KPDP znalazło się Elbrewery Company Ltd. Sp. z o. o. (EB). Program emisji KPDP (jako KWIT-ów) przygotowany dla EB stanowił novum w porównaniu z poprzednimi programami tego rodzaju. Poprzednio emisje gwarantowane były przez firmy macierzyste. Program dla EB wsparty został kredytem konsorcjalnym, którego organizatorem był ING Bank Warszawa, w którego skład weszły również Bank Gdański i Bank Śląski. Uruchomienie kredytu miało nastąpić w sytuacji braku popytu na KPDP⁶⁷.

⁶⁷ P. Żukowski: *Commercial papers – krótkoterminowe papiery dłużne*. „Bank i Klient” nr 12/1995, s. 42.

Można zauważyć występującą niespójność dotyczącą danych na temat ilości i wartości nominalnej przeprowadzonych emisji KPDP w latach 1992–1995. Niektórzy podają, iż w 1992 r. przeprowadzono 8 emisji, a w 1993 r. 9 emitentów dokonało 42 emisji na łączną kwotę 55,6 mln PLN. W 1994 r. 12 emitentów dokonało 55 emisji o wartości ponad 150 mln PLN. Rok 1995 zakończył się przeprowadzeniem 177 emisji o łącznej wartości (według różnych źródeł) od 0,9 mld PLN do 1,5 mld PLN⁶⁸. Wartość ta stanowiła jedynie około 7,6% kredytów udzielonych podmiotom niefinansowym przez sektor bankowy (prawie 51 mld PLN, stan na grudzień 1995 r.).

Jak wskazuje M. Nowak⁶⁹ sytuacja powyższa była wynikiem tego, iż „...w początkowym okresie w statystykach podawano wartość limitu zadłużenia wynikającą z podpisanych umów programów emisji”. W późniejszym okresie zaczęto uwzględniać jedynie wartość faktycznego zadłużenia przedsiębiorstw z tytułu uruchomionych i jeszcze nie zapadłych transz programów emisji. Mimo znaczącego wzrostu wartości emisji w roku 1995 tylko 2,1% środków na rynku pieniężnym było ulokowanych w KPDP⁷⁰.

Należy odnotować również, że w 1995 r. wprowadzono Ustawę o obligacjach, która stała się trzecią wykładnią wielu emisji papierów dłużnych.

We wstępnej fazie rozwoju rynku KPDP ich emitentami były jedynie spółki giełdowe lub działające na terenie Polski filie koncernów międzynarodowych. Pierwszą w Polsce spółką nie notowaną na giełdzie i nie będącą filią spółki zagranicznej, która dokonała emisji w październiku 1995 r., była Fabryka Elektrolitów z Pszczyny. Później nastąpiły emisje innych podmiotów, m.in. Stoczni Szczecińskiej.

Rok 1996 był okresem dalszego już znacznie przyspieszonego, dynamicznego rozwoju rynku KPDP w Polsce. Łączna wartość programów emisji wyniosła 5 mld PLN. Według M. Lasockiego, ówczesnego dyrektora Wydziału Rynku Pierwotnego w Raiffeisen Capital & Investment Polska, w 1996 r. faktyczne zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji KPDP wyniosło ponad 1 mld PLN⁷¹. Omawiany rok 1996 przyniósł istotne zmiany jakościowe na rynku KPDP. Niektórzy emitenci nie wywiązali się z zobowiązań i nie wykupili KPDP w terminie (ESPEBEPE SA ze Szczecina oraz Swarzędz SA). Wzrosła maksymalna wartość programu KPDP, która do 1996 r. nie przekraczała 100 mln PLN (największa dla Elbrowery w kwocie 90 mln PLN). W czerwcu 1996 r. Elektrim podpisał umowę z Bankiem PEKAO SA na emisję KPDP (przy emisji pomagał amerykański bank inwestycyjny Merrill Lynch), a wartość tego programu wynosiła 150 mln PLN. W lipcu 1996 r. Ford Credit Europe plc. przystąpił do emisji KPDP w ramach programu o wartości 200 mln PLN. Agentem tej emisji było ówczesne Centrum Operacji Kapitałowych Banku Handlowego w Warszawie SA, wspierane przez ABN-AMRO Bank (Polska) SA Emisja Forda – pierwszej zagranicznej firmy na polskim rynku KPDP była możliwa po kwietniowej nowelizacji ogólnego zezwolenia dewizowego⁷².

W 1996 r. po raz pierwszy jako agenci emisji pojawiły się inne banki wyłonione w 1989 r. w wyniku wydzielenia ich z NBP, tj.: Bank Śląski SA, Bank Gdański SA, Bank Przemysłowo-Handlowy SA oraz Powszechny Bank Kredytowy SA. Podział rynku między głównych agentów emisji w 1996 r. ilustruje tabela 3.

Tabela 3. Główni agenci emisji KPDP w 1996 r.

Nazwa agenta	Wartość emisji (w mln PLN)
ING	2.325,00
Citibank	800,00
PBR	752,40
Bank Handlowy	503,27
Bank Pekao SA	484,00
Raiffeisen Bank	250,00
BRE	119,70

Źródło: Ł. Knap: *Czarny koń*. „Gazeta Bankowa” nr 1/1997, s. 6.

⁶⁸ M. Nowak: *Rynek papierów komercyjnych w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 3/1998, s. 53.

⁶⁹ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 42.

⁷⁰ A. Sławiński, J. Osiński: *Polski rynek pieniężny '95*. „Bank i Kredyt”, nr 7-8/1996, s. 34.

⁷¹ M. Lasotki: *Pora na obligacje przedsiębiorstw*, „Nowa Europa” z dnia 21 lutego 1997 r.

⁷² D. Wiczorek: *Commercial papers...*, op.cit., s. 14.

3.1.2. Rozwój rynku KPDP w latach 1997-2000

Lata 1997–2000 przyniosły znaczny wzrost liczby emitentów KPDP. Przedsiębiorstwa szukając źródeł finansowania coraz chętniej i częściej decydowały się na emisję papierów dłużnych o zapadalności poniżej 1 roku.

Według stanu na koniec 1997 r., emisji KPDP dokonało 113 podmiotów, a wartość rynku wynosiła 2 544,2 mln PLN⁷³. Największe programy emisji KPDP w 1997 r. zostały zorganizowane m. in. dla: Telekomunikacji Polskiej SA (limit 350 mln PLN) przez Bank Handlowy SA, Elektrimu SA (limit 200 mln PLN) przez Bank Pekao SA, Makro (limit 130 mln PLN) przez Societe Generale, Impe-xmetalu SA (limit 100 mln PLN) przez Raiffeisen Bank SA, PLL LOT (limit 100 mln PLN) przez Bank Pekao SA oraz Elbrewery (limit 100 mln PLN) przez Societe Generale.

W 1997 r. trend wzrostowy nowych emisji KPDP został zahamowany. Nie jest to zjawisko łatwe do statystycznego wykazania ze względu na płytkość rynku, która powoduje, iż uruchomienie dużego programu gwałtownie zmienia obraz liczbowy. Przyczyn tego stanu upatrywano po stronie wysokiej rentowności bonów skarbowych, która podwyższała cenę pieniądza uzyskiwanego drogą emisji KPDP. Jednocześnie banki uaktywniły ofertę sprzedaży bonów skarbowych ze swego portfela inwestorom niefinansowym, co osłabiło popyt na papiery dłużne i uniemożliwiło obniżenie ich rentowności⁷⁴. Ponadto oprocentowanie kredytów dla podmiotów gospodarczych było względnie tanie.

Mimo dynamicznego wzrostu liczby i wartości programów emisyjnych w okresie od 1992 do 1997 r., rynek KPDP nie odnotował postępu w swej organizacji z uwagi na:

- istniejącą atomizację rynku, wynikającą z różnorodnych podstaw prawnych (konstrukcje typu hybrydowego),
- różnorodność podstaw prawnych prowadzących do ograniczania bazy inwestorów głównie do klientów korporacyjnych banku-agenta lub samych organizatorów emisji i nieporównywalności ofert poszczególnych organizatorów emisji pod względem ryzyka dla inwestora,
- ograniczenia prawne dotyczące potencjalnych inwestorów instytucjonalnych (ustawowy zakaz inwestowania w weksle dotyczący instytucji ubezpieczeniowych),
- brak cech płynnego rynku wtórnego,
- dominację niepublicznych emisji (*private placement*),
- brak możliwości obrotu instrumentami różnych organizatorów, w efekcie dług emitenta miał różne ceny w zależności od organizatora (cena to wynik relacji popytu i podaży zgłaszanej przez klientów organizatora emisji, nie odzwierciedla rzeczywistego ryzyka emisji),
- niechęć emitentów do ujawniania danych finansowych (sprzedaż oparta głównie o memoranda informacyjne)⁷⁵.

Na koniec 1998 r. zadłużenie z tytułu emisji KPDP stanowiło 9% ogólnego zadłużenia z tytułu papierów krótkoterminowych, co stanowiło wzrost w porównaniu z 1997 rokiem o 3 punkty procentowe (zadłużenie z tytułu emisji bonów skarbowych wynosiło 45%, a bonów pieniężnych NBP – 46%). Według danych CERA SA⁷⁶, wartość rynku KPDP ukształtowała się w omawianym roku na poziomie 5,6 mld PLN, co stanowiło wzrost o 120,5% w stosunku do wyniku na koniec 1997 r. Na rynku było 176 spółek emitujących KPDP.

Do największych programów emisji KPDP, uruchomionych w 1998 r. należy zaliczyć emisję dla: Elektrimu za pośrednictwem Pekao SA (limit programu podwyższono ze 100 mln PLN do 200 mln PLN)⁷⁷, Europejskiego Funduszu Leasingowego Bank Handlowy SA uruchomił pro-

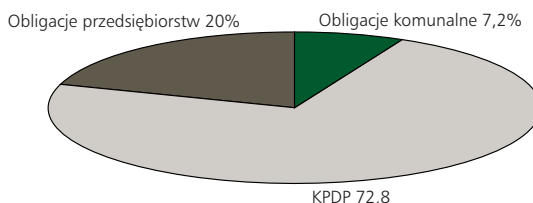
⁷³ Rok 1999 na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych, „Rating & Rynek” nr 01 (65) z dnia 14.01.2000 r., s. 2.

⁷⁴ „Rating & Rynek” nr 2 z dnia 30.05.1997 r., s. 2.

⁷⁵ Rynek pozarządowych papierów wartościowych w 1997 roku, „Rating & Rynek”, nr 2(18) z dnia 30.01.1998, s. 2.

⁷⁶ Obecna nazwa to Fitch Polska SA

⁷⁷ „Rating & Rynek” nr 9 (25) z dnia 15.05.1998.

Wykres 19. Struktura krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych według stanu na 31.12.1999 r.

Źródło: *Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 1999*. „Rating & Rynek”, marzec 1999, s. 3.

gram z limitem 130 mln PLN⁷⁸, Daewoo-FSO Motor Bank Handlowy SA zorganizował program o limicie 180 mln PLN⁷⁹, Nałęczowianki i Toruń Pacyfik limit programu gwarantowanego przez Nestle, a zorganizowanego przez Citibank i ING Barings, został podwyższony ze 150 mln PLN do 250 mln PLN⁸⁰ oraz podwyższenie limitu programu emisji bonów handlowych dla TP SA do 800 mln PLN⁸¹.

W 1998 r. nastąpiła fuzja PBR z BRE i wszystkie programy zorganizowane przez PBR zostały przejęte przez Bank BRE SA. Nowym organizatorem emisji papierów dłużnych zostali: DM Penetrator oraz LG Petro Bank SA.

Wyraźne wyhamowanie tempa wzrostu liczby emisji w 1999 r. było spowodowane niekorzystną sytuacją gospodarczą Polski, która nadal odczuwała konsekwencje kryzysu rosyjskiego i azjatyckiego. Problemy strukturalne odzwierciedliły się między innymi we wzroście inflacji, czego efektem było podniesienie stóp procentowych przez NBP i spadku zainteresowania podmiotów gospodarczych finansowaniem za pomocą KPDP.

Od 1997 r. liczba emitentów podwoiła się i na koniec 1999 r. wynosiła 229 (1997 rok – 113) z uwagi na wzrost liczby banków agentów emisji. Jednakże wartość zadłużenia z tytułu „wyemitowanych KPDP w 1999 r. wzrosła jedynie o 19% w stosunku do końca 1998 r. i wynosiła 6,6 mld PLN⁸². KPDP nadal dominowały w strukturze rynku pozaskarbowych papierów dłużnych (72,8%), którego wartość na koniec 1999 r. kształtowała się na poziomie 9,1 mld PLN.

Wśród 252 programów zorganizowanych w 1999 r., największą liczbę emisji przeprowadzono w branży budowlanej (43) i leasingowej (36). Pod względem wartości programów dominowała branża spożywcza (1840 mln PLN) i teleinformatyczna (1697 mln PLN). W 2000 r. zainteresowanie podmiotów finansowaniem poprzez emisje KPDP wyraźnie wzrosło pomimo utrzymujących się wysokich stóp procentowych, będących efektem rozluźnienia polityki pieniężnej w II połowie 1998 r. i I połowie 1999 r. oraz ekspansywnej polityki fiskalnej. Tempo wzrostu PKB wyniosło 4%. Obniżało się również tempo wzrostu nakładów na środki trwałe, głównie w wyniku zmniejszenia dynamiki nakładów inwestycyjnych w sektorze przedsiębiorstw⁸³.

Tabela 4. Największe programy emisji KPDP na koniec grudnia 1999 r.

Lp.	Emitent	Organizator	Limit programu (mln PLN)
1.	Telekomunikacja Polska	BH 1400	
2.	Fiat Polska	BH/ING Barings/Citibank	500
3.	Petrochemia Polska	BH	350
4.	Polskie Sieci ElektroEnergetyczne	PKO BP	350
5.	Nestle/Goplana/Winiary/Toruń Pacific/Nałęczowianka	Citibank/ING Barings	300

Źródło: „Rating & Rynek” nr 02 (66) z dnia 31.01.2000, s. 2.

⁷⁸ „Rating & Rynek” nr 8 (24) z dnia 30.04.1998.

⁷⁹ „Rating & Rynek” nr 2 (18) z dnia 30.01.1998.

⁸⁰ „Rating & Rynek” nr 17 (33) z dnia 15.09.1998.

⁸¹ „Rating & Rynek” nr 5 (21) z dnia 16.03.1998.

⁸² „Rating & Rynek”: *Rok 1999 na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych*. Nr 02 (66) z dnia 31.01.2000, s. 2.

⁸³ *Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2000 roku*. Warszawa 2001, s. 9; *Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2000 roku*. Warszawa 2001, s. 173-175.

Tabela 5. Największe programy emisji KPDP aktywne na koniec grudnia 2000 r.

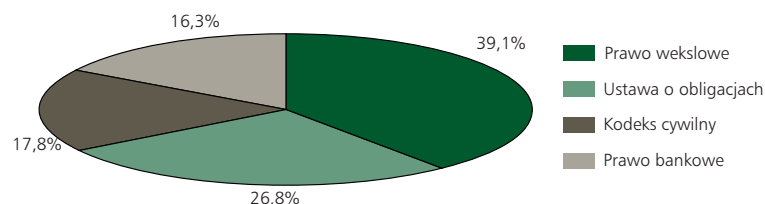
Lp.	Emitent	Organizator	Limit programu (mln PLN)
1.	Elektrim	Pekao SA	778
2.	Grupa Volkswagen	BRE Bank/Citibank	600
3.	Pekao Faktoring	Pekao SA	550
4.	Fiat Polska	BH/ING Barings/Citibank	500
5.	PKN Orlen	BH	350
6.	Polkomtel	BH/Deutsche Bank/ABN AMRO	350

Źródło: Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2000 roku. „Rating & Rynek”, styczeń 2001, s. 2.

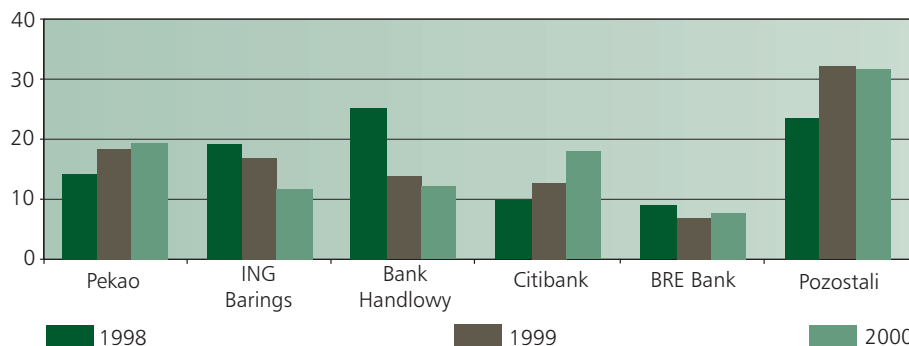
Według danych polskiej agencji ratingowej, na koniec grudnia tego roku wartość krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych wynosiła 14,3 mld PLN i była o 56% wyższa od wartości na koniec grudnia 1999 roku (22%). W 2000 r. liczba emitentów wzrosła do 328 spółek (do 251 w I kwartale 2000 r., do 272 w I półroczu 2000 r., do 291 na koniec III kwartału 2000 r.). Zadłużenie z tytułu KPDP ukształtowało się na poziomie 10,9 mld PLN, czyli wzrosło o ponad 64% w porównaniu do roku poprzedniego.

Wśród podmiotów emitujących KPDP najczęściej w 2000 r. było spółek z branży budowlanej, leasingowej, sektora energetycznego i branży spożywczej. Natomiast programy o największej łącznej wartości dotyczyły budownictwa (1,9 mld PLN) i branży samochodowej (1,8 mld PLN), zaś najbardziej wzrosła wartość programów emitowanych przez firmy leasingowe oraz spółki z branży samochodowej⁸⁴.

Ważnym wydarzeniem 2000 r. było uchwalenie i wejście w życie nowej ustawy o obligacjach. Zliberalizowała ona przepisy dotyczące emisji obligacji i ich upubliczniania oraz obrotu wtórnego obligacjami. Do roku 2000 najczęściej programów emisji KPDP było opartych na prawie wekslowym, jednak nowelizacja ww. ustawy i wprowadzenie limitów inwestycyjnych części inwestorów instytu-

Wykres 20. Programy krótkoterminowych papierów dłużnych w zależności od podstawy emisji według stanu na koniec 2000 r. (struktura liczona według limitów programów)

Źródło: Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie roku 2000. „Rating & Rynek”, styczeń 2001, s. 2.

Wykres 21. Udział organizatorów w rynku KPDP według kwoty zadłużenia w okresie od 1998 r. do 2000 r. (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Raport o stanie rynku. „Rating & Rynek”, marzec 2000, styczeń 2001.

⁸⁴ Tamże.

cyjonalnych dotyczących nabywania krótkoterminowych papierów dłużnych, wyemitowanych wyłącznie jako obligacje, spowodowała wyraźny wzrost znaczenia KPDP w ww. formie.

Biorąc pod uwagę udział w rynku według wartości uplasowanych przez banki KPDP stwierdza się, że do najaktywniejszych organizatorów emisji w 2000 r. należały: ING Barings (8,6 mld PLN), Bank Pekao SA (8,1 mld PLN), Bank Handlowy SA (7 mld PLN), Citibank (6,4 mld PLN), Societe Generale (4,7 mld PLN) oraz Bank BRE (4,5 mld PLN)⁸⁵. Poniższy wykres obrazuje tendencje na rynku KPDP w zakresie udziału w rynku głównych organizatorów emisji.

3.1.3. Rozwój rynku KPDP w okresie 2001-2003 i w I półroczu 2004 r.

W 2001 r. najważniejszymi czynnikami zewnętrznymi mającymi wpływ na rynek pozaskarbowych papierów dłużnych były:

- pogarszająca się sytuacja gospodarcza kraju,
- znaczny spadek rynkowych stóp procentowych podyktowany potrzebą ustabilizowania inflacji na niskim poziomie, której roczna stopa na koniec 2001 r. wyniosła 3,6%.

Rozwój sytuacji makroekonomicznej w latach 1998-2001, odbiegający od oczekiwań spowodował, iż proces dezinflacji okazał się wolniejszy, a tempo wzrostu PKB osiągnęło w 2001 r. jedynie 1,1% wobec 5% prognozowanych w *Założeniach polityki pieniężnej na rok 2001*. Niekorzystna sytuacja ekonomiczna Polski jest jednak powiązana z poważnym pogorszeniem koniunktury światowej, przejawiającym się zwłaszcza osłabieniem dynamiki popytu inwestycyjnego, wyraźnie nasilonym w II kwartale 2001 r. Załamanie popytu i produkcji wystąpiło najwcześniej w gospodarce USA i było efektem wzrostu światowych cen ropy naftowej, dekoniunktury w sektorze teleinformatycznym oraz zaostrzenia amerykańskiej polityki pieniężnej w latach 1999-2000. Dodatkowymi impulsami tłumiącymi aktywność gospodarczą w USA były: atak terrorystyczny we wrześniu 2001 r., problemy strukturalne w gospodarce japońskiej i problemy sektora teleinformatycznego w Azji Południowo-Wschodniej, silnie powiązane z rynkiem amerykańskim⁸⁶.

Trudne uwarunkowania zewnętrzne i zmniejszenie popytu krajowego wskutek nakładów inwestycyjnych wpłynęły na ograniczenie aktywności gospodarczej i spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce. Mimo to wartość rynku papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa, banki i samorządy wzrosła w ciągu 2001 r. z 14,3 mld PLN do 17,4 mld PLN, co odpowiada wzrostowi o 22%, podczas gdy w 2000 r. wzrost ten wyniósł 56%. W sytuacji pogarszającej się koniunktury podmioty gospodarcze ograniczały zadłużenie, pomimo zmniejszania kosztów obsługi długu (Rada Polityki Pieniężnej obniżyła poziom stóp procentowych w 2001 r. łącznie o 7,5 punktów⁸⁷). Kilka przypadków niespłacenia zobowiązań z tytułu papierów dłużnych wpłynęło na zwrócenie przez inwestorów większej uwagi na ryzyko związane z danym emitentem, preferując walory o niższym poziomie ryzyka. Na uwagę zasługiwał również fakt rosnącego udziału należności zagrożonych w należnościach od sektora niefinansowego, który na koniec 2001 r. wynosił 17,9%⁸⁸.

Wartość zadłużenia z tytułu emisji KPDP na koniec 2001 r. ukształtowała się na poziomie 12,7 mld PLN. W porównaniu z końcem 2000 r. było ono wyższe o 16,4%. Natomiast wartość sprzedanych bonów skarbowych wzrosła o ponad 25%. Na koniec 2001 r. udział KPDP przedsiębiorstw w rynku papierów krótkoterminowych (obejmującym ponadto bony skarbowe i bony pieniężne NBP) wyniósł niecałe 14,9%, co oznaczało obniżenie o 4,7% w stosunku do końca ubiegłego r.⁸⁹. Nadal największym segmentem rynku pozaskarbowych papierów dłużnych pozostawał rynek KPDP (dane o jego strukturze zawiera tabela 10).

Warto zauważyć, że w ciągu ostatnich dwóch lat na rynku KPDP widoczna była odwrotna zależność. W 2000 r. wartość rynku wzrosła o ponad 60% przy rosnących stopach procentowych. Na-

⁸⁵ Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Raport o stanie rynku. „Rating & Rynek”, styczeń 2001, s. 2-3.

⁸⁶ Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego, op.cit., s. 24-25.

⁸⁷ Sprawozdanie z działalności Narodowego Banku Polskiego w 2001 roku, Warszawa 2002, s. 11; Sprawozdanie z wykonania założeń polityki pieniężnej w 2001 roku, Warszawa 2002, s.3.

⁸⁸ P. Szubański: Bankowa walka o przetrwanie. „Magazyn finansowy” nr 4/2002.

⁸⁹ A. Szczecińska: Rekordowe zadłużenie. „Rzeczpospolita” nr 2 (6079) z dnia 03.01.2002 r.

Tabela 6. Największe programy emisji KPDP (stan na 31 grudnia 2001 r.)

Lp.	Emitent	Organizator emisji	Limit programu (mln PLN)
1.	Elektrociepłownie Warszawskie	Bank Handlowy	1.000
2.	Fiat Polska	Bank Handlowy/ING Bank	1.000
3.	Telefonia Lokalna	Bank Pekao SA	915
4.	Elektrim	Pekao SA	800
5.	PKN Orlen	Bank Handlowy	700
6.	Nestle Polska	Bank Handlowy/ING Bank	550

Źródło: Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku, „Rating & Rynek”, styczeń 2001, s. 2.

tomiast w 1999 r. dynamika wzrostu wartości rynku wyniosła niewiele ponad 15% w warunkach dużego spadku stóp procentowych.

Pogarszająca się kondycja finansowa przedsiębiorstw w 2001 r. wpłynęła na obniżenie liczby emitentów KPDP. Jak podawały źródła polskiej agencji ratingowej, liczba spółek finansujących się emisją KPDP zmniejszyła się z 344 na początku roku do 309 według stanu na koniec grudnia 2001 r.⁹⁰. Inne źródła wskazują, iż w ciągu 2001 r. ubyłoby 37 emitentów KPDP. Tylko w czwartym kwartale liczba ta zmniejszyła się o 18⁹¹. Część spółek miała kłopoty z wykupem KPDP, w związku z czym banki nie przedłużyły im programów emisji lub je zamknęły. Sytuacja ta dotyczyła zwłaszcza podmiotów z branży leasingowej, która w największym stopniu odczuła spowolnienie gospodarcze. Liczba programów emisji KPDP prowadzonych przez spółki leasingowe zmniejszyła się w 2001 r. z 42 do 20. W omawianym okresie kilku emitentów zostało postawionych w stan upadłości, m.in. Beton Stal, ST Group, Centrum Leasingu i Finansów CLIF⁹².

Pomimo zmniejszenia się liczby emitentów, wartość rynku w 2001 r. wzrosła, co było spowodowane pojawieniem się na rynku kilkunastu nowych programów o znacznej wartości, uruchomione przez następujące podmioty: Elektrociepłownie Warszawskie, Fiat Polska, Telefonia Lokalna, PKN Orlen oraz spółki z Grupy Nestle. Wskazane programy należą do największych na rynku w historii rozwoju rynku KPDP. Ich stan na koniec 2001 r. przedstawia tabela 11. Na koniec 2001 r. funkcjonowało 274 programów, a łączna wartość wynosiła 19,3 mld PLN. Wśród podmiotów emitujących KPDP przeważały spółki z branży teleinformatycznej, budowlanej, leasingowej (mimo wskazanych powyżej problemów) i sektora energetycznego.

Na koniec 2001 r. liczba organizatorów emisji KPDP wynosiła 25. Obniżenie liczby agentów emisji było spowodowane kilkoma fuzjami w sektorze bankowym: Banku Handlowego SA z Citiban-kiem Poland SA, WBK SA z Bankiem Zachodnim SA oraz ING Barings z Bankiem Śląskim SA.

Emisja KPDP nadal opierała się na kilku podstawach prawnych, przy czym znacznie wzrosła liczba programów opartych na ustawie o obligacjach od czasu jej nowelizacji, tj. od sierpnia 2000 r.. Na koniec 2001 r. udział obligacji w całkowitej wartości programów KPDP wynosił ponad 60%. W tym samym czasie zmniejszyło się znaczenie emisji opartych na prawie wekslowym do około 30% i kodeksie cywilnym do 8%⁹³.

Rok 2002 nie był zbyt korzystny dla rynku KPDP. Utrzymywało się spowolnienie gospodarcze w Polsce, pogarszała się sytuacja finansowa części emitentów oraz rosła ostrożność inwestorów nabywających KPDP. Pojawiły się bariery wejścia na krajowy rynek długu dla przedsiębiorstw o niższej wiarygodności kredytowej. Wydarzenia ubiegłego roku, w tym niespłacenie przez kilka przedsiębiorstw zobowiązań z tytułu wyemitowanych KPDP (m.in. Elektrim i Netię) zwiększyły awersję inwestorów do ryzyka. Nie bez znaczenia były również napływające z zagranicy informacje na temat bankructwa Enronu oraz obniżenia ratingu wielu renomowanym przedsiębiorstwom. Inwestorzy oczekiwali wyższych marż za ryzyko, ale niska przejrzystość polskiego rynku nie pozwalała na precyzyjne określenie poziomu marż. Największym zainteresowaniem ze strony inwestorów cieszyły się KPDP mające gwarancję zagranicznych spółek matek. Banki organizujące emisje KPDP rezygnowały ze współpracy z emitentami o niskiej wiarygodności⁹⁴.

⁹⁰ Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku, „Rating & Rynek”, styczeń 2002, s. 2.

⁹¹ A. Szczecińska: Rekordowe zadłużenie. op.cit.

⁹² Ibidem.

⁹³ Dane za: Polska agencja ratingowa.

⁹⁴ Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie I kwartału 2002 r., „Rating & Rynek”, kwiecień 2002, s. 1.

Tabela 7. Największe programy emisji KPDP w IV kwartale 2002 r.

Lp.	Emitent	Limit programu (w mln PLN)	Nominał (w tys. PLN)
1.	Polskie Sieci Elektroenergetyczne SA	BPH PBK	400,00
2.	Elektrownia Bełchatów	PKO BP	300,00
3.	SCA Packaging Sp. z o. o., SCA Hygiene Products Sp. z o. o.	BH	200,00

Źródło: Fitch Polska SA.

Na koniec 2002 r. wartość rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych wynosiła 19,8 mld PLN, co oznaczało wzrost o 14% w porównaniu z 2001 r. Największy udział w rynku posiadał niezmiennie segment KPDP (stanowił 58,2% wartości całego rynku). Wartość zadłużenia z tytułu emisji KPDP zmniejszyła się nieznacznie o 0,5% i wyniosła 11,5 mld PLN, natomiast liczba emitentów obniżyła się z 280 do 272. Pojawiło się jednak kilkanaście nowych programów KPDP. Tabela 7 zawiera 3 największe programy pod względem ich wartości, rozpoczęte w IV kwartale 2003 r. Organizowaniem programów i sprzedażą KPDP zajmowały się 23 podmioty, niezmiennie 5 największych (wg kwot zadłużenia) miało około 70% udziału w rynku, tj. Bank Handlowy, Bank Pekao SA, Bank BRE, PKO BP oraz ING Bank Śląski.

W 2002 r. po raz pierwszy zanotowano ujemną dynamikę rynku KPDP w skali rocznej, na poziomie -9,2%. Nie należy tego faktu traktować jako kryzysu rynku KPDP, ale jako zmianę tendencji wśród jego uczestników. Inwestorzy dostrzegli ryzyko związane z tymi instrumentami, dlatego „...coraz trudniej znaleźć nabywców na papiery mniejszych spółek, które nie mają gwarancji ani nie należą do międzynarodowych koncernów”⁹⁵. Banki coraz bardziej rygorystycznie traktowały oceny firm, potencjalnych emitentów KPDP, wnikliwie analizowały swoje portfele, przeprowadzały powtórne wyceny spółek i zamykały programy tych, których sytuacja finansowa budziła obawy. Niekorzystne wyniki ekonomiczne spółek w wielu branżach spowodowały, iż na rynku KPDP pozostały tylko najbardziej wiarygodne podmioty.

Rok 2003 charakteryzował się ujemną dynamiką rynku KPDP. Wartość rynku KPDP obniżyła się sukcesywnie w stosunku do końca 2002 r., natomiast liczba emitentów co prawda również obniżyła się w stosunku do końca 2002 r., jednak od II kwartału 2003 r. liczba emitentów KPDP wzrosła z 225 do 232. Regres na rynku KPDP tylko częściowo można tłumaczyć stabilizacją stóp procentowych, ograniczającą atrakcyjność tej formy finansowania. Wynikał on w dużym stopniu z dalszego ograniczania skłonności do podejmowania ryzyka przez agentów emisji KPDP. W omawianym okresie rynek KPDP stanowił 52% rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Na rynku KPDP pojawiło się 39 nowych programów emisji. Do największych należą: program zorganizowany dla Browarów Żywiec o wartości 500 mln PLN, dla Unilever Polska o wartości 400 mln PLN oraz dla Carrefour Polska o wartości 300 mln PLN i Geant Polska o wartości 300 mln PLN. Organizowaniem programów emisji KPDP zajmowało się już tylko 20 podmiotów, wśród których pozycja czołowych agentów emisji KPDP nie zmieniła się. Nadal na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych najaktywniejszymi inwestorami były banki i przedsiębiorstwa. Udział podmiotów zagranicznych oscyluje na poziomie 10%. Najmniejsze zainteresowanie KPDP wykazują nadal towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne⁹⁶.

Brak danych w tabeli 8 wynika z braku pełnych informacji na temat wskazanych zjawisk. Ponadto należy zaznaczyć, iż badanie rynku KPDP w Polsce rozpoczęto dopiero od 1997 r., kiedy gromadzeniem informacji zajęła się polska agencja ratingowa, ówczesna CERA SA. Do tego czasu na temat rynku KPDP pojawiały się jedynie pojedyncze artykuły w prasie. Dlatego też dane w okresie 1994-1997 mają charakter szacunkowy.

Na koniec II kwartału 2004 r. rynek pozaskarbowych papierów dłużnych ukształtował się na poziomie 23,4 mld PLN, co oznacza wzrost o około 3% w stosunku do końca 2003 r. Wartość rynku KPDP wzrosła w stosunku do końca 2003 r. i wynosiła 11,27 mld PLN. Liczba emitentów ob-

⁹⁵ A. Cwalina, BRE Bank S.A. W., A. Myczkowska: *Pieniądże tylko dla dużych*. „Rzeczpospolita” nr 256 z 4.11.2002 r.

⁹⁶ „Rating & Rynek”: *Podsumowanie roku 2003*. Za: http://www.fitchpolska.com.pl/raporty/2003_podsum_pol.pdf, 21.09.2004

Tabela 8. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych w latach 1994-2002

Nazwa	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw										
Wartość rynku (mln zł)	150	850	1.200	2.544,2	5.610,7	6.657,8	10.931,0	12.719,8	11.543,5	11.055,2
Dynamika w skali roku (%)		466,7	47,1	112,1	120,5	18,7	64,2	16,4	-9,2	-4,2
Liczba emitentów	b.d.	b.d.	b.d.	113	176	229	328	309	272	232
Obligacje przedsiębiorstw i banków (pow. 1 roku)										
Wartość rynku (mln zł)	b.d.	b.d.	b.d.	563,5	1.378,8	1.830,9	2.492,8	3.052,4	6.074,3	5.288,2
Dynamika w skali roku (%)	b.d.	b.d.	b.d.		144,7	32,8	36,2	22,4	99,0	16,8
Liczba emitentów	b.d.	b.d.	b.d.	19	47	46	52	56	59	59
Obligacje komunalne (pow. 1 roku)										
Wartość rynku (mln zł)	b.d.	b.d.	b.d.	296,9	526,1	653,6	859,6	1.628,6	2.218,8	2.639,1
Dynamika w skali roku (%)	b.d.	b.d.	b.d.		77,2	24,2	31,5	89,5	36,2	18,9
Liczba emitentów	b.d.	b.d.	b.d.	28	40	53	89	149	192	201
Wartość rynku KPDP (mln zł)										
Wartość rynku (mln zł)	150	850	1.200	3.404,6	7.515,6	9.142,3	14.283,4	17.400,8	19.836,6	21.771,1
Dynamika w skali roku (%)		466,7	47,1	183,7	120,7	21,6	56,2	21,8	14,0	9,8

Źródło: Polska agencja ratingowa.

niżyła się do 207 podmiotów. Organizowaniem emisji KPDP zajmuje się już tylko 18 agentów emisji. Na rynku KPDP pojawiły się nowe programy emisji, wśród największych są: dla Europejskiego Funduszu Europejskiego o wartości 600 mln PLN oraz dla Franfinance o wartości 200 mln PLN⁹⁷.

3.2. Znaczenie ratingu w Polsce

Fitch Polska SA jest pierwszą w całej Europie Środkowej i Wschodniej oraz jedyną polską agencją ratingową.

W październiku 1995 r. powstał wspólny projekt Związku Banków Polskich oraz amerykańskiej Agencji ds. Rozwoju Międzynarodowego (US AID), dotyczący założenia agencji ratingowej w Polsce. Pierwsze zgromadzenie założycielskie odbyło się w listopadzie 1996 roku. Agencja rozpoczęła swoją działalność jako CERA SA w styczniu 1997 r.

Jej statutowym przedmiotem działalności jest przygotowywanie i publikowanie analiz systemu gospodarczego kraju, przedsiębiorstw, banków i innych podmiotów gospodarczych i samorządowych, w celu nadania ogłaszanego publicznie ratingu. Fitch Polska SA wspiera także rozwój rynku kapitałowego w Polsce i w innych krajach Europy Środkowej i Wschodniej przez nadawanie niezależnych, obiektywnych i profesjonalnych ratingów oraz przygotowywanie analiz rynkowych dla wszystkich uczestników rynku dłużnych papierów wartościowych⁹⁸. Agencja jest instytucją pionierską, stanowiącą niezależne źródło informacji i analiz oraz pełniącą rolę o ogromnym znaczeniu dla rozwoju polskich rynków finansowych.

Organizacją CERA SA zajęło się 17 instytucji, w tym 13 największych polskich banków⁹⁹. W maju 1997 r. agencja wydała pierwszy numer biuletynu „Rating & Rynek”, ukazujący się do dzisiaj. W lipcu tego samego roku CERA SA podpisała pierwszą umowę o nadanie ratingu. 16 października 1997 r. został nadany przez agencję pierwszy rating dla miasta Ostrów Wielkopolski.

⁹⁷ Na podstawie: „Rating & Rynek”: *Podsumowanie I kwartału 2004 oraz Podsumowanie II kwartału 2004 roku*, http://www.fitchpolska.com.pl/raporty/1_kw_2004_podsum_pol.pdf oraz http://www.fitchpolska.com.pl/raporty/11_kw_2004_podsum_pol.pdf; 20.09.2004

⁹⁸ Materiały promocyjne CERA SA.

⁹⁹ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce...*, op.cit. s. 138.

¹⁰⁰ Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz SA, <http://www.cera.com.pl/historya.htm>

Tabela 9. Akcjonariat Fitch Polska SA

Lp. Akcjonariusz	Udział w kapitale akcyjnym (%)
1. Fitch Ratings	91,97
2. Fundusz Górnośląski SA	2,12
3. Agencja Rozwoju Przemysłu SA	2,12
4. ComputerLand SA	1,76
5. Bank Ochrony Środowiska SA	0,61
6. Kredyt Serwis Sp. z o. o.	0,61
7. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie	0,53
8. Dom Maklerski Penetrator SA	0,30

Źródło: <http://www.fitchpolska.com.pl/akcjonariat.htm>

W styczniu 1998 r. zostało przygotowane pierwsze studium sektorowe Raport o finansach gmin. W 1998 r. udziały w CERA SA objęła amerykańska agencja ratingowa Thomson Financial Bank Watch¹⁰⁰. Nowy inwestor wpłynął na wzrost prestiżu agencji oraz zwiększył wiarygodność nadawanych ocen. W systemie ocen ratingowych przyjęto wzorce wypracowane przez agencje Moody's i Standard & Poor's. W lipcu 1999 r. agencja nadała rating dla pierwszej transakcji sekurytyzacji, natomiast w czerwcu 2000 r. – rating dla pierwszej emisji listów zastawnych.

W 2001 r. sytuacja się zmieniła, bowiem już pod koniec 2000 r. głównym udziałowcem polskiej agencji ratingowej została amerykańska agencja ratingowa Fitch Investors Service Inc. Tym samym w listopadzie 2001 r. zmieniała się nazwa agencji z CERA SA na Fitch Polska SA.

Struktura akcjonariatu polskiej agencji ratingowej kształtuje się jak w tabeli 9.

Rating może dotyczyć papierów wartościowych długo- lub krótkoterminowych. Różnica pomiędzy nimi jest zasadnicza, ponieważ w przypadku papierów długoterminowych ocenie podlega konkretna emisja, zaś w odniesieniu do papierów krótkoterminowych wnikliwej analizie poddany jest emitent.

Krótkoterminowe ratingi Fitch Polska SA są opiniami o zdolności emitentów krótkoterminowych papierów dłużnych i certyfikatów depozytowych do terminowej spłaty niepodporządkowa-

Tabela 10. Definicje krótkoterminowych ocen ratingowych CERA SA

Ocena	Charakterystyka emitenta
CP-1	<p>Emitenci (lub gwarantujące im instytucje) mają najwyższą zdolność do spłaty nie podporządkowanych zobowiązań krótkoterminowych. Tej klasy zdolność spłaty zobowiązań będzie przejawiać się w występowaniu przynajmniej kilku poniższych cech:</p> <ul style="list-style-type: none"> • uznanych produktów w ustabilizowanych branżach oraz wiodącej pozycji na rynku i w rozwoju produktów, • wysokich zysków i pozytywnego trendu ich wzrostu, • wysokiego kapitału, umiarkowanego zadłużenia i wysokich norm ostrożnościowych, • wysokich i stałych marginesów bezpieczeństwa płatności, • relatywnie wysokich poziomów przychodów, • zagwarantowanego dostępu do rynków finansowych, zapewnionych alternatywnych źródeł płynności.
CP-2	<p>Emitenci (lub gwarantujące im instytucje) mają wysoką zdolność do spłaty nie podporządkowanych zobowiązań krótkoterminowych. Występować będą wymienione poprzednio cechy, jednak w mniejszym natężeniu. Wskaźniki rentowności i pokrycia długu, chociaż też oceniane pozytywnie, mogą podlegać niewielkim zmianom. Wskaźniki kapitałowe mogą być bardziej wrażliwe na wydarzenia rynkowe. Istnieje szeroka baza alternatywnego finansowania płynności.</p>
CP-3	<p>Emitenci (lub gwarantujące im instytucje) mają zadawalającą zdolność do spłaty nie podporządkowanych zobowiązań krótkoterminowych. Niestabilność branży i potencjalna możliwość zmiany profilu finansowego czynią tych emitentów bardziej podatnymi na niekorzystne wydarzenia na rynku i stwarzają potrzebę bardzo ostrożnego zarządzania programami finansowymi. Istnieje baza alternatywnego zarządzania finansowania, która powinna w razie trudności pozwolić na zakończenie programu pożyczkowego.</p>
NK	<p>Emitenci oceniani jako „niekwalifikowani” nie wchodzą do żadnej z opisanych wyżej kategorii.</p>

Źródło: Fitch Polska SA, <http://www.fitchpolska.com.pl/skale4.htm>

¹⁰¹ Ratingi i Analizy. Definicje krótkoterminowych ratingów CERA S.A. „Rating & Rynek”, nr 3 z 15.06.1997 r., s. 3.

nych zobowiązań krótkoterminowych. Ratingi te dotyczą zobowiązań o terminach zapadalności nie przekraczających jednego roku (chyba, że zaznaczono inaczej). Fitch Polska SA dla określenia relatywnej zdolności płatniczej ocenianych podmiotów korzysta z oznaczeń podanych poniżej, które za wyjątkiem oceny „niekwalifikowany” oznaczają zobowiązania klasy inwestycyjnej¹⁰¹. Oceny pozostały takie same jakie ustanowiła CERA SA.

Niezależność i obiektywność nadawanych ratingów osiąga się w Fitch Polska SA dzięki stosowaniu następujących zasad:

- rozproszenie akcjonariatu,
- analityk wiodący jest jedyną osobą z ramienia agencji upoważnioną do kontaktowania się z emitentem,
- decyzja o nadaniu ratingu jest ostatecznie podjęta przez komitet ratingowy¹⁰².

Usługi nadawania ratingu są w Polsce nadal mało popularne. Istnieje przynajmniej kilka powodów niechęci polskich przedsiębiorstw emitujących instrumenty dłużne do korzystania z usług agencji ratingowych. Jednym z nich jest niewątpliwie brak jakiegokolwiek formalnego obowiązku nałożonego przez prawo na tychże emitentów. Trudno przypuszczać, że polskie przedsiębiorstwa, wcześniej nie korzystające z podobnych usług, w obliczu braku formalnego nakazu uzyskiwania ratingu dla swoich emisji, a jednocześnie przy braku wyraźnych korzyści finansowych związanych z jego posiadaniem, będą decydowały się na poniesienie dodatkowych kosztów, wiążących się z usługami agencji. Należy także podkreślić, że w przypadku tak młodego rynku papierów dłużnych przedsiębiorstw, jakim jest polski rynek, brak jest stymulatora jakim są sami inwestorzy. W sytuacji, gdy istnieje duża przewaga popytu na papiery dłużne nad ich podażą inwestorzy gotowi są inwestować w emisje bez ratingu. Należy liczyć, że wyrównanie stosunku popytu i podaży wpłynie na większą selektywność inwestorów oraz obudzi świadomość potrzeby ratingu w przedsiębiorstwach emitujących instrumenty dłużne.

Można przypuszczać, że znaczącą przyczyną niskiej popularności ratingu w Polsce jest brak ukształtowania się bezpośredniego wpływu oceny ratingowej na koszt pozyskiwanego kapitału. W Stanach Zjednoczonych ratingiem obejmowane jest 95% emisji papierów wartościowych. W Europie zachodniej odsetek ten jest mniejszy, ale ocenie poddaje się około 40% emisji¹⁰³. Tak duża przewaga emisji mających rating w krajach o rozwiniętych rynkach finansowych związana jest z istniejącą tendencją do różnicowania popytu inwestorów w zależności od wyniku oceny ratingowej. Emisje posiadające rating są częstszym obiektem inwestycji. Dodatkowo emitent uzyskujący wysoką ocenę może liczyć na niższy koszt pozyskania środków niż w przypadku słabej oceny czy całkowitego jej braku¹⁰⁴. W krajach zachodnich posiadanie ratingu staje się czasem warunkiem pozyskania inwestora z uwagi na przepisy zabraniające części inwestorów instytucjonalnych, takich jak na przykład fundusze emerytalne, inwestowanie w emisje bez ratingu. Główną korzyścią posiadania ratingu jest zatem niższy koszt pozyskiwania środków.

Przyszły rozwój ratingu w Polsce jest ściśle związany z rozwojem polskiego rynku finansowego. Proces ten zależy od rozwoju czterech elementów tego rynku. Po pierwsze, rozwój ten będzie powiązany z rosnącą liczbą oraz pojawiającymi się nowymi rodzajami inwestorów., Fundusze emerytalne, jakkolwiek mające w Polsce krótką historię, jako naczelné instytucje będą miały wpływ na dalsze losy ratingu. Drugim elementem są instytucje emitujące papiery wartościowe, w tym przypadku emitenci KPDP. Ich dotychczasowa mała liczba w porównaniu do ilości potencjalnych inwestorów powodowała znaczną przewagę popytu na KPDP nad ich rynkową podażą. W efekcie był to czynnik hamujący rozwój ratingu. Przypuszczalnie, wraz ze zwiększającą się liczbą emitentów KPDP oraz wykształceniem się bezpośredniego wpływu oceny ratingowej na koszt pozyskiwania środków pieniężnych, będzie rosła liczba emisji poddawanych analizie agencji ratingowych. Kolejnym elementem rynku finansowego, który będzie miał wpływ na przyszłość ratingu w Polsce jest grupa podmiotów pośredniczących w przepływie kapitału na rynku, czyli w przypadku KPDP agentów

¹⁰² M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 142.

¹⁰³ Dane według CERA SA.

¹⁰⁴ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 144.

emisji oraz agencji ratingowych. Powstanie nowych agencji, a przez to zwiększenie się konkurencji, pozwoli obniżyć koszty nadawania ratingu i zachęci emitentów do korzystania z tych usług. Ostatnim czynnikiem decydującym o przyszłości polskiego ratingu będzie prawdopodobnie rozwój samych instrumentów rynku finansowego – dłużnych papierów przedsiębiorstw, ich ewolucji oraz dążenia ustawodawcy do stworzenia jednolitego systemu prawnego regulującego obrót tymi instrumentami.

Rozpowszechnienie się usług agencji ratingowych oraz zwiększony popyt na tego typu usługi ze strony emitentów będzie miał duży wpływ na zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego związanego z inwestowaniem w papiery dłużne przedsiębiorstw¹⁰⁵. Dzięki ratingowi wzrośnie także dostępność informacji na temat spółek – emitentów. Emisje poddane ratingowi stanowią bezpieczniejszą inwestycję niż emisje bez takiej oceny. Rating pozwoli na eliminację papierów o dużym ryzyku inwestycyjnym oraz powiększenie grona emitentów. Fakt ten może mieć wpływ na wzrost liczby inwestorów zainteresowanych inwestowaniem w papiery dłużne oraz ogólny rozwój rynku KPDP.

3.3. Prawno-organizacyjne aspekty polskiego rynku KPDP

Podstawa prawna emisji KPDP, podobnie jak wymogi informacyjne związane z emisją, nie jest w Polsce jednoznacznie uregulowana.

W Polsce obowiązują różne akty prawne, stanowiące podstawę emisji KPDP¹⁰⁶. Podstawowe i jednocześnie najważniejsze znaczenie mają:

- prawo wekslowe z 1936 r.,
- kodeks cywilny z 1964 r.,
- Ustawa o obligacjach z 1995 r. wraz z późniejszymi zmianami¹⁰⁷.

Pierwsze emisje KPDP były oparte na Kodeksie cywilnym, natomiast obecnie najbardziej popularną podstawą prawną emisji KPDP jest Ustawa o obligacjach. Na koniec 2000 r. 39% programów emisji KPDP (według wartości) było opartych na prawie wekslowym. Do tego czasu najczęstsze były emisje KPDP oparte na konstrukcji weksla. W 1999 r. około 80% emisji opierało się na prawie wekslowym, a w I kwartale 2001 r. już tylko dla 38% programów bazę stanowił kodeks wekslowy¹⁰⁸. W ostatnim okresie wyraźnie wzrosła ilość emisji w formie obligacji i aktualnie stanowi ponad 60% całkowitej wartości polskich emisji KPDP. Na wzrost emisji KPDP w formie obligacji wpłynęły następujące czynniki:

- **nowelizacja ustawy o obligacjach z dnia 29 czerwca 2000 r.**, w zakresie której zniesiono obowiązek zabezpieczania emisji (obecnie ma ono charakter fakultatywny), określania celu emisji, wprowadzono możliwość dematerializacji obrotu obligacjami nie znajdującymi się w obrocie publicznym oraz możliwość wyłączenia z publicznego obrotu emisji w trybie oferty publicznej obligacji krótkoterminowych, opiewających na świadczenie pieniężne oraz o jednostkowej wartości nominalnej podwyżek kwoty określonej w art. 5c ust. 1 ww. ustawy (aktualnie 40 tys. EUR),
- **zakazy obowiązujące niektórych inwestorów dotyczące inwestowania w papiery dłużne inne niż obligacje.** Przykładem podmiotu, wobec którego obowiązuje zakaz inwestowania w papiery dłużne inne niż obligacje, są towarzystwa ubezpieczeniowe (art. 63 ust. 5 pkt 3 *u.dz.ub.*). Z uwagi na posiadaną wartość aktywów, towarzystwa ubezpieczeniowe należą do kategorii inwestorów, której pozyskanie jest wyjątkowo ważne dla emitentów KPDP.

¹⁰⁵ Tamże, s. 151.

¹⁰⁶ J. Olszewski: *Papiery wartościowe w świetle nowych ustaw*. Warszawa 1998, INFOR, s. 132-136.

¹⁰⁷ Patrz rozdział 2.

¹⁰⁸ Dane z raportów CERA SA.

- **brak obciążeń podatkowych dla inwestorów będących płatnikami podatku VAT przy dokonywaniu wtórnego obrotu obligacjami** (zwolnienie od podatku od czynności cywilnoprawnych),
- **rezygnacja z restrykcji dotyczącej emitentów, którzy musieli składać sprawozdania finansowe za kolejne trzy lata obrachunkowe.**

Brak jednolitej wykładni prawnej dotyczącej emisji KPDP wpływa na niejednorodność wskazanych instrumentów finansowych, począwszy od ich nazwy i definicji, poprzez ich charakter a kończąc na prawach i obowiązkach zaangażowanych w emisję stron.

W polskim prawie funkcjonuje zasada *numerus clausus*, co w odniesieniu do papierów wartościowych oznacza, że papierami wartościowymi są tylko te, które zostały zdefiniowane przez ustawodawcę. Wyznając zasadę *numerus clausus* kodeks cywilny występuje jako źródło w przypadku zagadnień nieunormowanych w ustawach szczegółowych, mających pierwszeństwo przed Kodeksem cywilnym (Tytuł XXXVII, dział II traktuje o papierach wartościowych, jednak nie określa, czym jest papier wartościowy).

Brak jednolitości ustawodawczej w stosunku do KPDP stwarza pewne możliwości dla emitentów. Celem niektórych organizatorów emisji jest uniknięcie rygorów, jakie nakłada na emitentów papierów wartościowych oferowanych publicznie Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹⁰⁹. Dzięki temu, że KPDP są wystawiane na okresy krótsze niż 1 rok, cel ten jest osiągnięty¹¹⁰.

Sprzedaż KPDP emitowanych na bazie kodeksu cywilnego (*umowy pożyczki*) przez podmiot inny niż bank podlega na rynku pierwotnym opłacie skarbowej w wysokości 2% od ceny sprzedaży (wartości pożyczki). Obowiązek podatkowy wynika z art. 1 ust. 1 Ustawy z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych¹¹¹. Kwestia opłaty na rynku wtórnym została rozwiązana w ten sposób, że jeżeli pośredniczeniem w obrocie tymi papierami zajmują się banki, to zgodnie z art. 68 ust. 1 ww. Rozporządzenia, obrót KPDP nie podlega obowiązkowi podatkowemu.

Przy emisji weksla na rynku pierwotnym pobierana jest opłata skarbową od wystawienia weksla w wysokości 0,1% od sumy wekslowej. Opłata ta obowiązuje również przy każdorazowym rolowaniu emisji KPDP. Opłatę tę uiszcza emitent albo nabywca. Od opłaty tej zwolnieni są inwestorzy mający siedzibę poza Polską. Opłata skarbową od weksli wystawionych w ramach programu jest w pełni opłacana przed ich doręczeniem inwestorowi. Na rynku wtórnym, przy kolejnych zmianach posiadacza weksla, unika się opłaty skarbowej poprzez indosowanie weksla. Poręczenie wekslowe jest zwolnione z podatku od czynności cywilnoprawnych¹¹².

Przy emisji obligacji nie ma opłaty skarbowej na rynku pierwotnym, natomiast w niepublicznym obrocie wtórnym każdorazowa zmiana posiadacza obciążona jest opłatą skarbową w wysokości 1% od wartości nominalnej obligacji¹¹³, ponieważ traktowane to jest jako sprzedaż praw majątkowych¹¹⁴.

Podsumowując, emitent przy podejmowaniu decyzji o wyborze podstawy prawnej emisji KPDP może porównywać różne ich elementy i kierować się różnymi kryteriami jak¹¹⁵: planowany termin emisji, zakres obowiązków informacyjnych, rodzaj potencjalnych inwestorów. Porównanie wszystkich wcześniej opisanych podstaw prawnych, o które emitent może oprzeć emisję KPDP w Polsce znajduje się w poniższej tabeli 11.

¹⁰⁹ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r., *Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi*, Dz.U. 97.118.754 wraz z późniejszymi zmianami.

¹¹⁰ L. Sobolewski: *Obligacje i inne papiery dłużne*. Warszawa 1999, Wyd. C.H.Beck, s. 121.

¹¹¹ Art. 9 pkt. 12 a ustawy z dnia 9 września 2000 roku o podatku od czynności cywilnoprawnych.

¹¹² Art. 7 ustawy z dnia 9 września 2000 r. o podatku od czynności cywilnoprawnych, Dz.U.00.86.959.

¹¹⁴ Art. 1 ust. 1 ww. ustawy.

¹¹⁵ I.D. Czechowska: *Zmiany ilościowe i jakościowe na rynku ...*, op.cit., s. 23.

Tabela 11. Podsumowanie podstaw prawnych emisji KPDP w Polsce

Forma prawna	Weksel	Obligacja	Pożyczka
Podstawa prawna	Prawo wekslowe z 1936 r.	Ustawa o obligacjach z 1995 r.	Kodeks cywilny z 1964 r.
Zaklasyfikowanie do papierów wartościowych	Papier wartościowy	Papier wartościowy	Nie jest papierem wartościowym
Obowiązki informacyjne	Brak przepisów regulujących obowiązek informacyjny	Obowiązek informacyjny w przypadku emisji publicznej	Brak przepisów regulujących obowiązek informacyjny
Cel emisji	Brak określonego celu emisji	Cel emisji może być określony	Brak określonego celu emisji
Oplaty			
a) rynek pierwotny	0,1% wartości nominalnej opłacanej przez wystawcę	Brak	Brak
b) rynek wtórny	Nie dotyczy weksli własnych	Brak klarownego stanowiska Ministerstwa Finansów co do 2% opłaty skarbowej za przeniesienie praw własności (gdy instytucją sprzedającą nie jest bank)	Zwolnione z 2% opłaty skarbowej, jeśli obrót odbywa się za pośrednictwem instytucji finansowych
Dochodzenie roszczeń	Łatwe dochodzenie roszczeń, postępowanie nakazowe	Szybkie i łatwe odzyskiwanie długu	Postępowanie z powództwa cywilnego
Forma	Materialna	Zdematerializowana lub materialna	Zdematerializowana lub materialna
Zabezpieczenie	Poręczenie wekslowe	Zastaw, hipoteka, gwarancja bankowa lub innego podmiotu	Poręczenie według prawa cywilnego
Adresat oferty	Osoby prawne i fizyczne z wyłączeniem ubezpieczycieli	Osoby prawne i fizyczne	Osoby prawne i fizyczne

Źródło: opracowanie na podstawie: I.D. Czechowska: *Zmiany ilościowe i jakościowe na rynku commercial papers ze szczególnym uwzględnieniem roli banku*. „Bank i Kredyt” nr 3/1999, s. 22 i 23.

3.3.1. Proces emisji KPDP

Warunkiem wstępnym i niezbędnym do wszczęcia procesu emisji KPDP jest zgodność interesów trzech rodzajów podmiotów: emitenta, banku i grupy inwestorów.

W początkach rozwoju rynku KPDP inicjatorem procesu emisji był najczęściej bank, proponujący emisję KPDP jako alternatywne źródło finansowania w stosunku do kredytu. Obecnie jest to coraz częściej samodzielna decyzja przedsiębiorstwa.

W procesie przygotowania emisji KPDP odbywa się ocena sytuacji finansowo-ekonomicznej przedsiębiorstwa na podstawie przedstawionych bankowi danych finansowych. Następnie przygotowywane jest **memorandum informacyjne**, które przypomina nieco prospekt emisyjny i zawiera niezbędne informacje na temat przedsiębiorstwa oraz na temat warunków organizowanego programu emisji. Służy ono przede wszystkim zaspokojeniu potrzeb informacyjnych inwestorów, bowiem prawo polskie nie nakłada na emitenta papierów wartościowych nie będących papierami w obrocie publicznym obowiązku udostępniania informacji na swój temat.

Memorandum informacyjne zawiera informacje na temat **programu emisji**, który określa kwotę, jaką maksymalnie może osiągnąć zadłużenie emitenta z tytułu danego programu w dowolnym momencie. Typowa wartość programu emisji KPDP zawiera się w przedziale pomiędzy 20 a 50 mln PLN. Przeciętne rzeczywiste zadłużenie waha się w granicach 50% wartości programu emisji¹¹⁶. Naj-

¹¹⁶ M. Nowak: *Pozabankowy rynek pieniężny*. W: Z. Pogański: *Rynek pieniężny w Polsce w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych: stan i perspektywy*. „Transformacja gospodarki” nr 96, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Warszawa 1998, s. 49.

większe z programów opiewają na kilkaset milionów PLN. W dotychczasowej historii rozwoju rynku KPDP największym programem emisji jest program zorganizowany w 1999 r. przez Bank Handlowy SA dla Telekomunikacji Polskiej SA o wartości limitu 1,4 mld PLN. Najniższą wartość programu KPDP, jaką udało się ustalić miała pierwsza emisja KPDP w Polsce dla spółki Próchnik SA, która wynosiła 1,6 mln PLN.

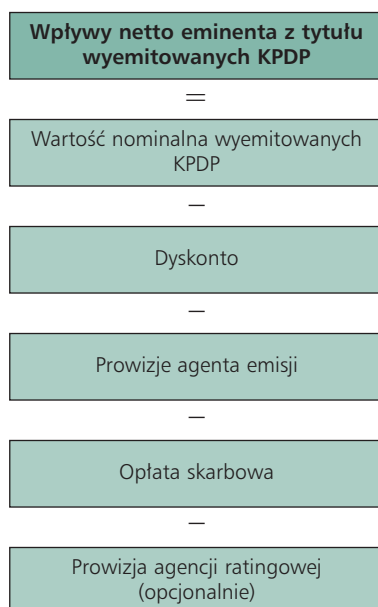
Wszelkie parametry przyszłej emisji, a przede wszystkim takie kwestie jak: wielkość zamierzonej emisji, datę emisji, terminy wykupu, daty emisji kolejnych transz, szczegółowo określa **umowa programowa**, zawarta pomiędzy emitentem a agentem organizującym emisję. Jest ona efektem pracy agenta emisji poprzedzona negocjacjami z emitentem. Umowy programowe mają najczęściej charakter ograniczony do 2 lub 3 lat i posiadają sprecyzowaną wielkość maksymalnego zadłużenia, wynikającego z emisji poszczególnych transz¹¹⁷. W umowie zostają również sprecyzowane takie parametry emisji jak: nominały KPDP, wartość emisji, nazwy dealerów, formuła prawna instrumentu i wynikające z niej konsekwencje. Umowa programowa może przewidywać ewentualne poręczenia emisji, uruchomienie otwartej linii kredytowej w banku w celu ochrony emitenta przed ryzykiem płynności w momencie realizacji terminów wymagalności lub też skorzystanie z usługi określanej jako underwriting, co polega na objęciu części nie uplasowanych KPDP na własny rachunek przez bank.

W umowie programowej zawarte są również obowiązki stron. Ponadto zawiera ona informacje na temat kosztów uruchomienia i obsługi emisji KPDP, które mają charakter indywidualny. Koszty związane z pozyskiwaniem środków w wyniku przeprowadzonej emisji papierów można podzielić na dwie grupy:

1. Koszty przygotowania programu emisji, na które składają się;

- prowizja banku za przygotowanie programu emisji,
- prowizja dla agencji ratingowej za przygotowanie krótkoterminowej oceny wiarygodności emitenta,
- inne prowizje.

Schemat 5. Kalkulowanie efektywnej wartości emisji KPDP



Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Nowak: *Emisja papierów...*, op. cit., s. 86.

¹¹⁷ M. Nowak: *Rynek papierów komercyjnych w Polsce*, „Bank i Kredyt” nr 3/1998.

2. Koszty proporcjonalne do wysokości zaciągniętych zobowiązań, na które składają się:

- koszt dyskonta,
- opłata skarbową,
- prowizja banku za plasowanie emisji.

W związku z powyższym przedsiębiorstwo emitujące KPDP efektywnie pozyskuje mniej środków niż wynosi wartość nominalna wyemitowanych walorów, co przedstawia schemat 5.

Informacje przedstawione poniżej na temat kosztów dotyczących programu emisji KPDP mają charakter orientacyjny.

1. Prowizja banku za przygotowanie programu emisji.

Prowizja ta jest uiszczana jednorazowo za cały okres funkcjonowania programu, przeważnie w wysokości poniżej 0,25% wartości nominalnej emisji. Jej elementami składowymi są: opłaty za porady prawne, opłaty dla agentów płatności, opłaty za gwarancje, za uplasowanie emisji (w formie procentu od wartości nominalnej uplasowanej emisji). W przypadku programów o wysokiej wartości prowizja wyrażona procentowo jest niższa¹¹⁸.

2. Prowizja dla agencji ratingowej

Koszt uzyskania ratingu w polskiej agencji ratingowej Fitch Polska SA wynosi zazwyczaj około 0,5% wartości emisji, ale nie więcej niż 50 tys. PLN. Na razie w Polsce jeszcze nie upowszechnił się zwyczaj starania się emitentów KPDP o nadanie ratingu, w przeciwieństwie do krajów rozwiniętych. Przeprowadzone badania wskazują, że istnieje związek między ocenami nadawanymi emitentom przez agencje ratingowe a prawdopodobieństwem niespłacenia zobowiązania przez emitenta¹¹⁹, chociaż zdarzają się wyjątki od tej reguły, np. bankructwo Enronu.

3. Inne prowizje

Niektórzy agenci emisji pobierają prowizje z tytułu uczestnictwa w transakcjach, za powiernictwo lub stałe opłaty od każdej przeprowadzonej transakcji.

W trakcie trwania programu emisji, emitent ponosi jedynie koszty rzeczywistego wykorzystania środków. Są one proporcjonalne do wysokości zaciągniętych zobowiązań.

4. Koszt dyskonta

Procentowa wielkość dyskonta, w tym oprocentowanie KPDP, czyli koszt pozyskania środków, zależy od: wartości emisji, okresu zapadalności papierów, relacji popytu i podaży oraz posiadanej oceny ratingowej lub jej braku.

5. Koszt opłaty skarbowej

Koszty wymaganych opłat skarbowych ponosi emitent.

6. Prowizja banku za plasowanie emisji

Wysokość prowizji za plasowanie emisji jest obliczana od wartości nominalnej uplasowanej emisji i oscyluje w przedziale od 0,1% do 1,0%¹²⁰. Koszt ten jest obliczany w skali roku, co oznacza, że jeżeli emisja została dokonana na okres trzech miesięcy, spółka zapłaci 3/12, czyli 1/4 tej kwoty.

Suma prowizji za uruchomienie i przeprowadzenie programu emisji KPDP może wynosić od 0,15% do 4,0%. W Stanach Zjednoczonych w zależności od wielkości programu, koszty administracyjne (porady prawne, opłaty dla agenta i agencji ratingowej, prowizja za gwarancje), wyrażone w punktach bazowych wartości emisji wynoszą odpowiednio: dla emisji o wartości 100 mln USD około 6 punktów bazowych (0,06%), a dla emisji o wartości 500 mln USD około 2 punkty bazowe (0,02%)¹²¹.

¹¹⁸ J. Onoszko: *The market of non-treasury commercial papers in Poland with special comment to situation on the commercial papers market*. V International Conference of Doctoral Students, Toruń 12-13 June 2001, s. 217.

¹¹⁹ M. Nowak: *Rynek papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 54.

¹²⁰ D. Wieczorek: *Commercial papers – skrypty dłużne...*, op.cit., s. 17.

¹²¹ Tamże, s. 7.

Głównym składnikiem kosztów programu emisji KPDP jest oprocentowanie, za które płaci emitent. Jest ono sumą popytu i podaży, cech programu emisji oraz specyfiki emitenta i jego kondycji finansowej. Dodatkowe koszty stanowią różnego rodzaju prowizje, pobierane przez banki – agentów emisji KPDP, jednak te (banki) najczęściej nie podają do publicznej wiadomości informacji na ten temat. Są one zawarte w umowie programowej, której szczegóły znają jedynie strony transakcji. Wysokość prowizji jest ustalana indywidualnie z emitentem i zależy od wielu czynników, do których z pewnością należą:

- wartość programu emisji,
- nakład pracy związany z uruchomieniem programu,
- liczba podmiotów zaangażowanych w proces emisji od strony technicznej,
- stopień skomplikowania kwestii prawnych.

Po ustaleniu warunków programu i umowy programowej rozpoczyna się proces plasowania emisji KPDP wśród wyselekcjonowanej grupy inwestorów. Najczęściej emisje mają charakter niepubliczny z uwagi na niższe koszty emisji oraz mniejsze wymogi formalne w porównaniu z emisją o charakterze publicznym.

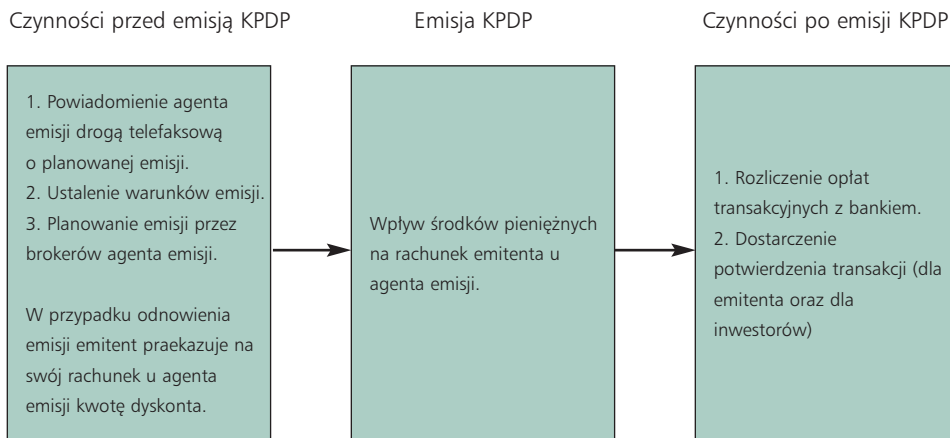
Proces oferowania KPDP przez agentów emisji może mieć różny charakter:

- *emisji na zasadzie dokożenia najlepszych starań ze strony agenta emisji/dealera (best effort basis),*
- *emisji KPDP z gwarancją sprzedaży,*
- *emisji KPDP z gwarancją wykupu,*
- *emisji KPDP połączona z finansowaniem pomostowym,*
- *emisji KPDP połączona z rokowaniami*
- *emisji KPDP z gwarancją objęcia walorów nie objętych w ofercie na rynku pierwotnym.*

Tabela 12. Podstawowe funkcje realizowane w procesie emisji KPDP przez banki

Funkcja	Zakres czynności
Organizator emisji Aranżer emisji (koaranżer, współaranżer, współorganizator)	Podejmuje działania mające doprowadzić do uruchomienia programu emisji, prowadzi rozmowy z potencjalnym emitentem, negocjuje i podpisuje umowę programową.
Agent emisji Agent ds. emisji Agent emisyjny Pełnomocnik ds. emisji	W wąskim rozumieniu: przeprowadza emisję KPDP, wystawia papiery za emitenta, znajduje nabywców emitowanych papierów. Doradza emitentowi w trakcie trwania programu. W szerokim rozumieniu: agent emisji pełni wszystkie funkcje wymienione w tej tabeli. Jego rola zostanie szerzej omówiona poza tabelą, w następnym podrozdziale.
Agent płatniczy <i>(główny i dodatkowy)</i> Agent ds. płatności (subagent ds. płatności) Pełnomocnik ds. płatności	Prowadzi ewidencję KPDP i zmian w stanie ich posiadania. W praktyce ewidencja obligatariusza prowadzona jest przez depozyt, jak również zmiany posiadaczy papierów i praw z nich płynących.
Dealer <i>(główny i dodatkowy oraz współdealer)</i> Agent ds. sprzedaży Pełnomocnik ds. sprzedaży	Nabywa papiery od emitenta w celu ich dalszej odsprzedaży inwestorom, którzy złożyli oferty zakupu papierów na rynku pierwotnym. Sprzedaje, plasuje KPDP oraz oferuje je inwestorom, kupuje i sprzedaje na rynku wtórnym. Odpowiada za utrzymanie płynności na rynku wtórnym.
Depozytariusz Agent depozytowy Kustosz Powiernik emisji	Przyjmuje i przechowuje KPDP w imieniu inwestorów. Znakomita większość papierów znajdujących się w obrocie to papiery zdematerializowane, dlatego też przechowywane są w formie zapisu elektronicznego. Tak jest z większością obligacji, natomiast papiery oparte na innych podstawach prawnych, mające formę materialną, przechowywane są przez depozytariusza, który również prowadzi ewidencję posiadaczy KPDP.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op. cit., s. 70 oraz informacji uzyskanych w bankach zajmujących się pośrednictwem w emisjach KPDP.

Schemat 6. Proces plasowania kolejnych transz w ramach programu emisji KPDP

Źródło: M. Nowak: *Emisja papierów...*, op.cit., s. 79.

Przy dużych wartościowo emisjach pojawia się dodatkowa strona umowy – inny bank, występujący w roli subagenta, pozwalającego uplasować emisję wśród szerszej grupy inwestorów lub też organizowane jest konsorcjum banków w celu rozłożenia ryzyka.

Bank pełni wiele funkcji w procesie emisji KPDP. Czasami są one rozłożone pomiędzy kilka banków. Zostały one przedstawione w tabeli 12,

Organizowanie rynku pierwotnego emisji KPDP ma charakter znacznie skoncentrowany. W Polsce liderami na rynku organizacji emisji jest pięć banków: Pekao SA, Bank Handlowy w Warszawie SA, ING Barings SA, Raiffeisen Bank SA i BRE Bank S. A. Podobnie jest w krajach wysoko rozwiniętych.

W zależności od potrzeb finansowych emitenta, w ramach programu emisji mają miejsce uruchomienia poszczególnych transz, co przedstawia schemat 6.

W Polsce każdy agent emisji tworzy rynek wtórny dla KPDP emitowanych za swoim pośrednictwem. Inwestor ma możliwość sprzedaży zakupionych papierów przed terminem płatności, jednak w praktyce nie może ich odsprzedać innemu bankowi niż temu, który pośredniczył w emisji jego KPDP. Rynek wtórny ma zatem charakter fragmentaryczny. Skutkiem tego jest sytuacja, w której KPDP jednego emitenta wprowadzone na rynek przez różnych agentów emisji charakteryzują się zróżnicowaną rentownością. Powoduje to utratę związku pomiędzy stopą zwrotu a ryzykiem, który to związek jest podstawowym kryterium podejmowania decyzji przez racjonalnego inwestora. Cena KPDP zależy więc między innymi od zaufania do danego agenta emisji. Głównym kryterium kształtowania się ceny może stać się relacja podaży emisji danego agenta do popytu wynikającego z nadmiaru wolnych środków, występującego u jego inwestorów.

Stworzenie jednolitego rynku wtórnego byłoby możliwe pod warunkiem wprowadzenia jednolitych podstaw prawnych emisji KPDP, standaryzacji umów programowych i utworzenia izby rozliczeniowej lub systemu rozliczeniowego w ramach CeTO.

3.3.2. Uczestnicy procesu emisji KPDP

Proces emisji KPDP łączy interesy ekonomiczne kilku grup podmiotów gospodarczych.

Pierwszą z nich są **emitenci**, czyli podmioty zainteresowane pozyskaniem bezpośrednio na rynku pieniężnym. Początkowo, w miarę powstawania rynku KPDP w Polsce emitentami były spółki funkcjonujące na giełdzie i spółki córki koncernów międzynarodowych działające w Polsce¹²². Wraz z rozwojem rynku KPDP do ich grona dołączyły inne polskie przedsiębiorstwa produkcyjne, handlowe i usługowe nie notowane na giełdzie, a także osoby fizyczne prowadzące działal-

¹²² D. Dziawgo: *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym- wybrane aspekty w działalności bankowej*, „Bank i Kredyt” nr 4/1998, s. 4.

ność gospodarczą, np. firma Tworzywa Sztuczne Krystyna Koelner (jak dotąd są jednak nieliczne). Zatem grupa emitentów KPDP w Polsce składa się z następujących podmiotów:

- spółek publicznych notowane na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych,
- polskich spółek zależnych od koncernów zagranicznych oraz
- pozostałych podmiotów między innymi takich jak: spółki akcyjne niepubliczne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością¹²³.

Na poszerzenie grupy podmiotów emitujących KPDP z pewnością miał wpływ wzrost liczby agentów, oferujących usługi w zakresie organizacji programów emisji KPDP oraz coraz większy popyt na ten rodzaj papierów dłużnych, zgłaszany przez inwestorów.

W Polsce jak dotąd nie istnieją wyraźne kryteria podmiotowe, które eliminowałyby określone grupy przedsiębiorstw z grona potencjalnych emitentów KPDP. Należy jednak zauważyć, iż Ustawa o obligacjach definiuje podmioty, które mogą je emitować, tj.:

- podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną,
- gminy, związki międzygminne (związki komunalne) oraz miasto stołeczne Warszawa,
- inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw, zwane dalej emitentami.

Ustawodawca, ograniczając krąg podmiotów uprawnionych do emisji obligacji, miał na celu dopuszczenie do zaciągania długu u społeczeństwa jedynie podmiotów zdolnych do jego spłacenia z uwagi na brak – z założenia – zabezpieczenia emisji KPDP. Kryterium przyjęte w *u.o.* stanowi wyraz postrzegania podmiotów mających osobowość prawną oraz podmiotów publicznych generalnie jako kategorię wiarygodnych pożyczkobiorców, którzy zwykle dysponować będą majątkiem potrzebnym do zaspokojenia wierzycieli. Ocena agencji ratingowej pozwoli w danym przypadku zweryfikować to ogólne założenie¹²⁴.

Grupa potencjalnych emitentów jest jednak nadal bardzo duża, mimo że wyklucza osoby fizyczne prowadzące działalność gospodarczą oraz osoby prawne nie posiadające osobowości prawnej. Warunkiem koniecznym, jaki bezwzględnie należy spełnić, aby zostać emitentem KPDP jest posiadanie odpowiedniej wiarygodności kredytowej¹²⁵ oraz zagwarantowanie odpowiedniej wielkości emisji. Wiarygodność kredytowa stanowi gwarancję spłaty zaciągniętego długu, natomiast odpowiednia wielkość emisji to taka, jaką podejmie się zorganizować bank – agent emisji.

W kontekście nienajlepszych wyników polskiej gospodarki i na tle pogarszającej się sytuacji polskich przedsiębiorstw, należy zauważyć, że na polskim rynku KPDP „...pozostaną prawdopodobnie tylko duże, solidne, zagraniczne firmy o stabilnej sytuacji finansowej. Natomiast małe polskie firmy nie będą mogły korzystać z możliwości pozyskiwania pieniędzy poprzez emisję papierów dłużnych¹²⁶.” Prezes Banku Handlowego SA, S. Sikora potwierdza, że „Rynek papierów dłużnych stracił swoją atrakcyjność przede wszystkim dla małych spółek, których ocena wiarygodności kredytowej jest trudniejsza. Chodzi tu przede wszystkim o firmy, które nie mają niezależnego ratingu, a szacunek ich wiarygodności, której miałby się podjąć ewentualny nabywca papierów, jest zbyt trudna.” Ponadto kryzysy występujące w wielu branżach polskiej gospodarki doprowadziły do tego, że niektórzy emitenci nie wykupili wyemitowanych KPDP, m. in. Stocznia Szczecińska, STGroup, Elektrim, Polskie Przedsiębiorstwa Wydawnictw Kartograficznych (PPWK), a wcześniej Swarzędz, Universal, Hortex czy Espebepe. W związku z tym papiery mniej znanych instytucji lub emitowane przez spółki, z którymi rynek ma negatywne skojarzenia, nie znajdują nabywców, a banki agencji emisji często decydują się na zamknięcie programów emisji takim podmiotom gospodarczym.

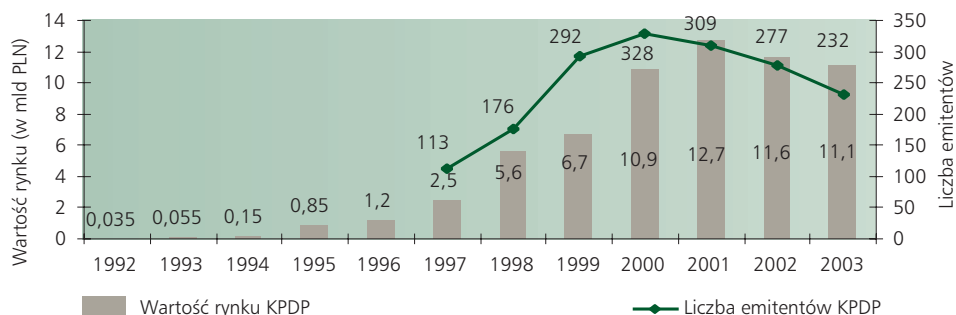
¹²³ Tamże.

¹²⁴ A. Waclawik: *Prawo krótkoterminowych papierów...*, op.cit., s. 36-37.

¹²⁵ J. Onoszko: *Wybrane aspekty dotyczące rynku bonów komercyjnych ze szczególnym uwzględnieniem sytuacji na polskim rynku commercial papers*. Zeszyt Naukowy Doktorantów Nr II, Toruń 2000, s. 121.

¹²⁶ A. Myczkowska: *Pieniądze tylko dla dużych*. „Rzeczpospolita” nr 256 z dnia 4.11.2002, s. 3.

Wykres 22. Zadłużenie z tytułu emisji KPDP oraz ilość emitentów w latach 1992-2003 w Polsce



Źródło: opracowanie własne.

Inwestorzy to druga grupa uczestników rynku KPDP, którą tworzy zróżnicowana grupa podmiotów dysponujących krótkoterminowymi nadwyżkami środków pieniężnych, które mogą i chcą korzystnie ulokować nabywając papiery dłużne.

Grupa inwestorów nie jest ograniczona podmiotowo. Nabywcami KPDP mogą być instytucje finansowe, podmioty gospodarcze spoza sektora finansowego oraz osoby fizyczne. Najczęściej do grona nabywców KPDP należą: przedsiębiorstwa, fundusze inwestycyjne, departamenty inwestycyjne banków, towarzystwa ubezpieczeniowe, Narodowe Fundusze Inwestycyjne, fundacje, inwestorzy zagraniczni, jednostki nie posiadające osobowości prawnej. Dostęp osób fizycznych do inwestowania w KPDP w praktyce jest ograniczony. Dzieje się tak ze względu na wysokie nominały pojedynczych KPDP. Niektóre programy emisji z założenia kierowane są do określonych inwestorów. Największy udział w grupie nabywców KPDP mają przedsiębiorstwa i banki, natomiast najmniejszy inwestorzy instytucjonalni, chociaż z uwagi na wzrost ich aktywów udział ten powinien być dominujący. W krajach wysoko rozwiniętych sytuacja wygląda odwrotnie. Na polskich inwestorów instytucjonalnych ustawodawca nałożył różnego rodzaju limity inwestycyjne, które w znacznym stopniu ograniczają ich dostęp do rynku KPDP. Ponadto brak ratingu KPDP poważnie ogranicza chęci do zakupu KPDP, co zostało potwierdzone w ramach przeprowadzonych badań autora.

Fundusze inwestycyjne w państwach o rozwiniętych rynkach finansowych należą do najbardziej popularnych form lokowania oszczędności¹²⁷. Dysponują zatem ogromnymi aktywami, które mogą lokować w papiery dłużne. Największą popularność fundusze inwestycyjne zdobyły w Stanach Zjednoczonych, ich prawdziwy boom rozpoczął się tamże w latach 90. XX wieku, kiedy to w okresie 1991-1992 do amerykańskich funduszy wpłynęło więcej pieniędzy niż w ciągu poprzednich 52 lat¹²⁸. Najstarszą instytucją wspólnego inwestowania w Polsce, która rozpoczęła swoją działalność w lipcu 1992 r. jest Pierwszy Polski Fundusz Powierniczy Pionier. Na koniec 2003 r. wartość aktywów polskich funduszy inwestycyjnych wynosiła 33,2 mld PLN, zaś na koniec czerwca 2004 r. 34,9 mld PLN¹²⁹. Jednak nadal ich zaangażowanie w rynek KPDP jest zbyt małe.

Towarzystwa ubezpieczeniowe są podstawowym rodzajem pozabankowych instytucji finansowych. Odegrały one kluczową rolę w mobilizacji kapitału i przyczyniły się do rozwoju gospodarczego krajów zachodnich. W Polsce zauważalny rozwój sektora ubezpieczeniowego nastąpił wraz z przemianami ustrojowymi, które polegały na demonopolizacji działalności ubezpieczeniowej. Na koniec 2003 r. pozwolenie na prowadzenie działalności ubezpieczeniowej posiadało 74 zakłady i 4 oddziały główne. Aktywa zakładów ubezpieczeniowych na koniec 2003 r. wyniosły 65,7 mld PLN. Główną pozycją aktywów stanowiły lokaty zakładów ubezpieczeń, które na koniec 2003 r. wyniosły 52,7 mld PLN, tj. 80% wartości aktywów¹³⁰. Towarzystwa ubezpieczeniowe mogą jedynie 5% rezerw techniczno-ubezpieczeniowych funduszu ubezpieczeniowego przeznaczyć na inwestycje w papiery dłużne emitowane przez spółki pu-

¹²⁷ M. Al.-Kaber: *Rozwój działalności funduszy inwestycyjnych (powierniczych) w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 10/2000, z. 37.

¹²⁸ D. Dziawgo, L. Dziawgo: *Fundusze powiernicze*. Toruń 1994 Dom Organizatora TNOiK, s. 123 i nast.

¹²⁹ Aktywa funduszy inwestycyjnych, za: www.analizy.pl, z 07.07.2004.

¹³⁰ Na podstawie *Rynek ubezpieczeń 2003*. Urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Departament Komunikacji i Integracji Europejskiej, Warszawa 2004; http://www.knuife.gov.pl/ubezpieczenia/publikacje/rynek_zu_2003.pdf, 20.09.2004.

¹³¹ Ustawa z dnia 29 lipca 1990 roku o działalności ubezpieczeniowej, Dz. U. Nr 11, z 1996r., poz. 62 z późn. zm.

bliczne, które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu (art. 64 ust. 1 pkt 5 *u.dz.ub.*)¹³¹. Limit ustawy w poważnym stopniu ogranicza możliwości angażowania się ww. podmiotów w rynek KPDP.

Reforma systemu emerytalnego w Polsce wprowadziła nowe podmioty, jakimi są otwarte fundusze emerytalne, które rozpoczęły działalność w 1999 r. Ich strategicznym zadaniem jest transformacja oszczędności osób ubezpieczonych w inwestycje stymulujące rozwój gospodarczy. Aktywa otwartych funduszy emerytalnych będą dynamicznie rosły w najbliższych latach. Sektor ten w perspektywie kilkunastu lat powinien stać się pod względem aktywów drugim, po sektorze bankowym, segmentem polskiego rynku finansowego. Na koniec grudnia 2001 r. obowiązkowe otwarte fundusze emerytalne z aktywami na poziomie 19,4 mld PLN (około 2,5% PKB portfelach roku 2001) stanowiły wciąż nieznaczny, chociaż dynamicznie rozwijający się segment rynku finansowego. Na koniec 2003 r. jego aktywa wynosiły już ponad 44,8 mld PLN (na koniec 2002 r. 31,5 mld PLN). Jak dotychczas OFE inwestują głównie w obligacje (60%) i akcje (29%). Liczba członków wynosi 11,5 miliona Polaków¹³². Prognozuje się, iż w 2010 r. wartość aktywów OFE wzrośnie do 100 mld PLN¹³³. Podobnie jak ww. inwestorzy instytucjonalni, również fundusze emerytalne mają nałożone limity na poszczególne rodzaje lokat. OFE mogą lokować:

- 10% w papiery emitowane przez inne podmioty niż wymienione w ustawie, ale które są dopuszczone do publicznego obrotu,
- 5% w obligacje zabezpieczone całkowicie, lecz nie dopuszczone do publicznego obrotu,
- 5% w obligacje i inne dłużne papiery wartościowe emitowane przez spółki publiczne, które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu.

Rola banku w procesie emisji KPDP została omówiona w poprzednim podrozdziale.

3.3.3. *Opodatkowanie dochodów z tytułu posiadania i obrotu krótkoterminowymi papierami dłużnymi przedsiębiorstw*

W odniesieniu do osób prawnych zarówno ich dochody z wykupu (z dyskonta), jak i ze sprzedaży KPDP wchodzi do podstawy opodatkowania i podlegają opodatkowaniu na zasadach ogólnych.

Inwestorzy zagraniczni mogą podlegać obowiązkowi odprowadzenia w Polsce podatku dochodowego od dochodów uzyskanych z KPDP, jeśli umowa o unikaniu podwójnego opodatkowania między Polską a ich krajem ojczystym nie zwalnia ich z obowiązku zapłacenia podatku dochodowego w Polsce.

Dochody osób fizycznych z wykupu (z dyskonta) KPDP nie są łączone z dochodami z innych źródeł i są opodatkowane w formie ryczałtu, w wysokości 20 % uzyskanego dochodu.

Dochody z tytułu sprzedaży KPDP są wliczone do podstawy opodatkowania i w zależności od osiągniętych dochodów w całym roku nalicza się podatek na zasadach ogólnych, zgodnie ze skalą określoną w ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych. Inwestorzy zobowiązani są wpłacać zaliczki na podatek dochodowy w wysokości 19% dochodu uzyskanego ze sprzedaży, w terminie do 20 dnia miesiąca następującego po miesiącu, w którym uzyskali dochody i w tym terminie muszą składać urzędowi skarbowemu deklaracje o wysokości uzyskanych dochodów (na druku PIT-5)¹³⁴.

3.3.4. *Wycena KPDP*

Ewidencja dłużnych instrumentów finansowych w księgach rachunkowych podmiotów gospodarczych musi być zgodna z wymogami zawartymi w Ustawie z 29 września 1994 roku o rachunkowości¹³⁵ oraz Rozporządzeniu Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r.¹³⁶

¹³² Na podstawie *Rynek otwartych funduszy emerytalnych 2003*, Urząd Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych, Departament Komunikacji i Integracji Europejskiej, Warszawa 2004; http://www.knuife.gov.pl/publikacje/raporty/rynek_ofe_2003.pdf, 20.09.2004.

¹³³ W. Dębski, *Fundusze emerytalne szansą zabezpieczenia przyszłości i rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, w: „Bank Kredyt” nr 10/2001, s. 15-17.

¹³⁴ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych ...*, op.cit., s. 66.

¹³⁵ Dz.U. nr 121, poz. 591 ze zmianami.

¹³⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z 12 grudnia 2001 r. w sprawie szczegółowych zasad uznawania, metod wyceny, zakresu ujawniania i sposobu prezentacji instrumentów finansowych; Dz.U. nr 149, poz. 1674.

Na uwagę powinien zasługiwać fakt, iż aktualna wersja ustawy o rachunkowości nie definiuje dłużnych papierów wartościowych. Na podstawie ww. rozporządzenia, dłużne instrumenty finansowe można określić jako **kontrakt**, który powoduje powstanie **aktywów finansowych** u jednej ze stron oraz **zobowiązania finansowego** u drugiej ze stron pod warunkiem, że z kontraktu zawartego między dwiema lub więcej stronami jednoznacznie wynikają skutki gospodarcze. Charakterystyczną cechą tych instrumentów finansowych jest istnienie wierzytelności, która podlega spłacie wraz z wynagrodzeniem należnym za jej udzielenie w formie i technikach, które przewiduje umowa¹³⁷.

Dłużne instrumenty finansowe cechuje duża różnorodność. Instrumenty krótkoterminowe na potrzeby bilansu powinny one być ujęte w podziale na:

- **inne papiery wartościowe**, do których zaliczane są przede wszystkim obligacje, bony, weksle, czeki o terminie wykupu powyżej 3 miesięcy,
- **inne aktywa finansowe**, wśród których można wymienić weksle, czeki, bony itp. o terminie wykupu do 3 miesięcy.

Niezależnie od przepisów ustawy rozporządzenie nakłada dodatkowe wymagania w zakresie sposobu ujmowania instrumentów finansowych, zgodnie z którym (§5 ust. 1 rozporządzenia) powinny one być ewidencjonowane w następującym podziale:

- aktywa i zobowiązania finansowe przeznaczone do obrotu,
- pożyczki udzielone i należności własne,
- aktywa finansowe utrzymywane do terminu wymagalności,
- aktywa finansowe dostępne do sprzedaży.

Klasyfikacja dłużnych instrumentów finansowych (DIF) do poszczególnych grup uzależniona jest od celu nabywania poszczególnych składników. Jeżeli jednostka udziela lub zaciąga zobowiązanie z chęcią osiągnięcia krótkoterminowego zysku w wyniku ich odsprzedaży – winna ujmować DIF w kategorii **aktywów i zobowiązań finansowych przeznaczonych do obrotu**. DIF utrzymywane do terminu wymagalności stanowią natomiast składnik **pożyczek udzielonych i należności własnych** bądź **aktywów finansowych utrzymywanych do terminu wymagalności**. Jeśli wierzytelność została przekazana bezpośrednio dłużnikowi (rynek pierwotny), to zostaje ujęta w grupie pożyczek udzielonych i należności własnych. Nabycie aktywu na rynku wtórnym wymaga ujęcia go w kategorii aktywów finansowych utrzymywanych do terminu wymagalności. Aktywa finansowe nie ujęte w żadnej z wymienionych grup są klasyfikowane do **aktywów finansowych dostępnych do sprzedaży**¹³⁸.

Ze względu na różnorodność podstawy prawnej emitowanych w Polsce KPDP, można je ewidencjonować w następujący sposób. **Obligacje nabyte** mogą być klasyfikowane do czterech ww. grup, natomiast **obligacje wyemitowane** w księgach emitenta są ewidencjonowane jako aktywa i zobowiązania finansowe przeznaczone do obrotu. KPDP oparte na bazie weksla z uwagi na ich krótki termin od daty wystawienia do daty wykupu, powinno się wyceniać w kwocie wymagającej zapłaty, aczkolwiek z punktu widzenia celu nabycia weksle klasyfikuje się z reguły jako aktywa lub zobowiązania finansowe przeznaczone do obrotu lub aktywów finansowych utrzymywanych do terminu wymagalności, jeżeli są spełnione warunki stawiane tej kategorii w rozporządzeniu. Sumę wekslową dla weksla terminowego można wyznaczyć według następującego wzoru:

$$W = K \times 100 \div \left(100 - \frac{d \times t}{365}\right)$$

gdzie:

W – suma wekslowa

K – kwota pierwotnego zobowiązania

d – roczna stopa procentowa

t – liczba dni od daty wystawienia do daty wymagalności wykupu weksla

¹³⁷ A. Bachorz, W. Gos: *Wycena i ewidencja dłużnych instrumentów finansowych*. „Rachunkowość finansowa” Nr 1 (88) z 1-15 stycznia 2003, s. 4.

¹³⁸ Tamże, s. 5-6.

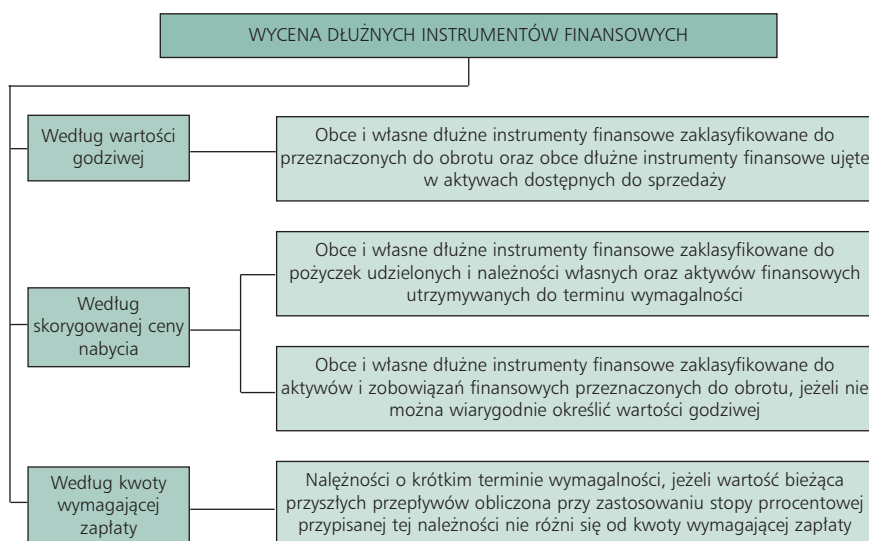
KPDP zwane bonami komercyjnymi, należy ewidencjonować w aktywach i zobowiązaniach finansowych przeznaczonych do obrotu.

W zależności od kwalifikacji dłużnych instrumentów finansowych do poszczególnych grup przewidzianych rozporządzeniem następuje dalsza ich wycena według:

- wartości godziwej,
- skorygowanej ceny nabycia,
- kwoty wymagającej zapłaty.

Międzynarodowe Standardy Rachunkowości 39 (MSR 39) zawierają opis metod wyceny instrumentów finansowych i możliwości ich stosowania do konkretnych aktywów finansowych, co w znacznym stopniu pokrywa się z wyżej przedstawionymi zagadnieniami opartymi na polskich przepisach¹³⁹.

Schemat 7. Metody wyceny stosowane w ewidencji dłużnych instrumentów finansowych



Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Bachorz, W. Gos: *Wycena i ewidencja dłużnych instrumentów finansowych*. Rachunkowość. Komentarze do ustawy, Nr 1 (88) z 1-15 stycznia 2003, s. 8.

¹³⁹ Szerzej: T. Bakalski, R. Naczyński: *Rodzaje instrumentów finansowych w świetle Międzynarodowych Standardów Rachunkowości Nr 32 i 39*. „Rynek terminowy” nr 15/2002.

4

Rola krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w operacjach finansowych przedsiębiorstwa – na podstawie wyników badań ankietowych

Decyzje dotyczące finansowania warunkują funkcjonowanie wszystkich obszarów działania danego przedsiębiorstwa. W warunkach gospodarki rynkowej szczególnego znaczenia nabiera kształtowanie finansów¹⁴⁰, w tym odpowiednie zarządzanie kosztami¹⁴¹. Poszukiwanie najlepszych źródeł finansowania należy do podstawowych zadań dobrze funkcjonującej firmy. Proces zarządzania finansami przedsiębiorstwa obejmuje dwie zasadnicze sfery i sprowadza się do konieczności podejmowania dwóch grup decyzji: *decyzji inwestycyjnych*, zwanych także rzeczowymi oraz *decyzji finansowych*. Decyzje inwestycyjne to takie, które kształtują wielkość i strukturę aktywów niezbędnych do prowadzenia działalności gospodarczej. Decyzje finansowe z kolei są związane ze źródłami finansowania aktywów, a szczególnie ich rozmiarami, rodzajami i strukturą. Są to więc decyzje o gromadzeniu (pozyskiwaniu) kapitału¹⁴².

Celem niniejszego rozdziału jest zwrócenie uwagi na możliwości, jakie daje przedsiębiorstwom stosowanie KPDP w ich działalności bieżącej zarówno w zakresie poszukiwania dodatkowych, relatywnie tanich źródeł finansowania, jak i w zakresie efektywnego lokowania nadwyżek finansowych na krótki okres czasu.

Podstawą tej części opracowania są przeprowadzone badania własne autorki w okresie luty-marzec 2003 r., które miały charakter sondaży bezpośrednich, przeprowadzonych metodą ankiety pocztowej i metodą wywiadu telefonicznego. Dobór próby przedsiębiorstw miał charakter celowy. Wybrano 100 emitentów KPDP, 130 inwestorów KPDP i 20 banków-agentów emisji KPDP. Grupę emitentów utworzono spośród podmiotów gospodarczych, posiadających największe programy emisji KPDP w okresie od stycznia 2000 r. do grudnia 2002 r., na podstawie danych źródłowych podawanych przez polską agencję ratingową Fitch Polska SA oraz informacji uzyskanych od banków – agentów emisji KPDP. Inwestorów wybrano z listy 1000 największych polskich przedsiębiorstw¹⁴³, po wcześniejszym wyeliminowaniu z niej emitentów KPDP, i następnie po konsultacjach z przedstawicielami banków, zajmującymi się bezpośrednio operacjami KPDP bądź na podstawie bezpośrednich rozmów telefonicznych z przedstawicielami określonych przedsiębiorstw, które autorka wytypowała jako potencjalnych posiadaczy większych zasobów środków pieniężnych. Grupa inwestorów została podzielona na trzy części ze względu na udział w rynku KPDP, tj. przedsiębiorstwa inwestujące w KPDP, fundusze inwestycyjne i fundusze emerytalne. Lista banków została sporządzona na podstawie informacji zamieszczanych przez Fitch Polska SA w jej biuletynie „Rating & Rynek”, dotyczących banków pośredniczących w organizowaniu emisji KPDP w okresie bezpośrednio poprzedzającym okres badań autorki.

Zwrotność ankiety ukształtowała się na poziomie 32%. Wyniki badań uznaje się za reprezentatywne, bowiem odpowiedzi uzyskano od podmiotów gospodarczych, którym banki-agenci emisji KPDP zorganizowali największe programy emisji ww. instrumentów finansowych¹⁴⁴ oraz od największych przedsiębiorstw w Polsce, angażujących wolne środki pieniężne w KPDP.

¹⁴⁰ M. Zawadzki: *Analiza źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw i kosztu kapitału (Aspekty zadłużeniowe)*. Working Papers nr 17, INE PAN, Warszawa 1999, s. 3.

¹⁴¹ Szerzej A. Jarugowa, W.A. Nowak, A. Szycha: *Zarządzanie kosztami w praktyce światowej*. ODDK, Gdańsk 1997.

¹⁴² J. Czekaj, Z. Dresler: *Podstawy zarządzania finansami firm*. Warszawa 1996 PWN, s. 11-13.

¹⁴³ „Rzeczpospolita” nr 231 z dnia 03.10.2002.

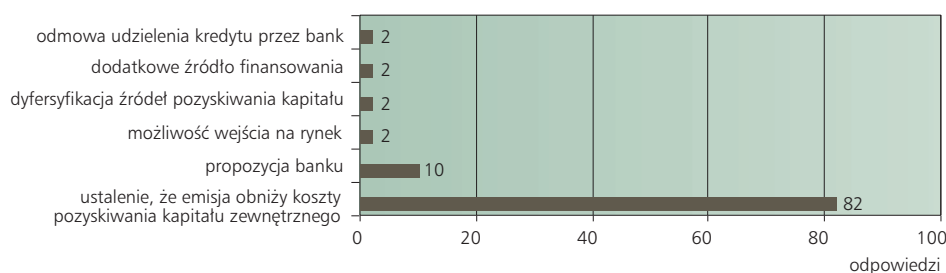
¹⁴⁴ 41% odpowiedzi pochodziło od spółek, których programy emisji przekraczały wartość 100 mln PLN; poza tym badane podmioty stanowiły 39% badanej populacji polskich emitentów KPDP.

4.1. Ocena przydatności KPDP w finansowaniu bieżącym firm w porównaniu z kredytem bankowym w świetle przeprowadzonej ankiety

4.1.1. Prezentacja wybranych wyników badań

Objęci badaniem emitenci KPDP jako główną przyczynę podjęcia decyzji o emisji KPDP wskazywali ustalenie, iż emisja obniży koszty pozyskiwania kapitału zewnętrznego (80% populacji). Inne powody emisji KPDP to: propozycja banku, odmowa udzielenia kredytu przez bank, możliwość wejścia na rynek, dywersyfikacja źródeł pozyskiwania kapitału zewnętrznego, dodatkowe źródło finansowania poprawiające płynność oraz wewnętrzna decyzja firmy. Stosunek procentowy odpowiedzi przedstawia wykres 23.

Wykres 23. Najczęstsze przyczyny podejmowania przez przedsiębiorstwa w Polsce decyzji o emisji KPDP (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 13. Charakterystyka programów emisji KPDP na podstawie badań ankietowych według wybranych kryteriów

	PROGRAM EMISJI KPDP	%
Cel emisji KPDP	Bieżąca działalność operacyjna	68
	Finansowanie majątku trwałego	19
	Splata kredytów bankowych	9
	Inwestycje kapitałowe	2
	Akwizycja	2
Charakter emisji	Emisja niepubliczna	81
	Emisja publiczna	19
Charakter programu	Zabezpieczony	54
	Niezabezpieczony	46
Charakter zabezpieczenia	Gwarancja spółki matki	52
	Gwarancja banku	8
	Kredyt	8
	Weksle	8
	Poręczenie	4
	Underwriting	4
	Ubezpieczenie wykupu obligacji	4
	Cesja wierzytelności	4
	Hipoteka	4
	Umowa z inwestorem	4
Rolowanie emisji	Tak	95
	Nie	5

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników badań ankietowych.

Głównym celem emisji KPDP jest **finansowanie bieżącej działalności**, którą podało 68% badanych spółek, w mniejszym stopniu emisje KPDP służą finansowaniu majątku trwałego (19% odpowiedzi respondentów). Nieznaczny odsetek pytanym wskazał spłatę kredytów (9%) i inwestycje kapitałowe (2%) oraz prowadzenie akwizycji (2%). U zdecydowanej większości respondentów – emitentów KPDP (65%) emisja miała charakter programu, który rozpoczął się w określonym roku i trwa aktualnie. Część odpowiedzi emitentów (28%) wykazała, iż emisje miały charakter kolejno organizowanych programów.

Tabela 13. zawiera najważniejsze informacje na temat programów emisji KPDP uzyskanych w drodze badań ankietowych.

Wszystkie badane przedsiębiorstwa analizowały wpływ emisji KPDP na poziom kosztów finansowych swojej firmy. U większości respondentów (90% odpowiedzi) emisja KPDP spowodowała obniżenie poziomu kosztów finansowych. Największa liczba podmiotów wskazała, że dzięki emisji KPDP udało się im obniżyć koszty finansowe nie więcej niż o 10% ich dotychczasowego poziomu.

76% spółek wskazało, iż zobowiązania z tytułu emisji KPDP stanowią do 50% ich zadłużenia. Biorąc pod uwagę całość zbiorowości, to znaczna część podmiotów (44%) przyznała, iż udział KPDP w ogólnym poziomie zadłużenia zawiera się w przedziale do 25%. Trzecia część respondentów wskazała na wyższy udział KPDP w zadłużeniu firmy.

Część spółek nie obniżyła poziomu zadłużenia kredytowego wraz z organizacją programu emisji KPDP, który potraktowano jako dodatkowe źródło finansowania. Większa część respondentów (59%) zastąpiła kredyty środkami pochodzącymi z emisji KPDP. Efektem tego było to, iż 31% spółek obniżyło zobowiązania z tytułu kredytów w granicach od 10 do 20%, natomiast 28% – w przedziale od 30 do 40%.

Opinie przedsiębiorstw dotyczące porównania emisji KPDP z kredytem bankowym były dość zróżnicowane. Największe odczuwane korzyści to:

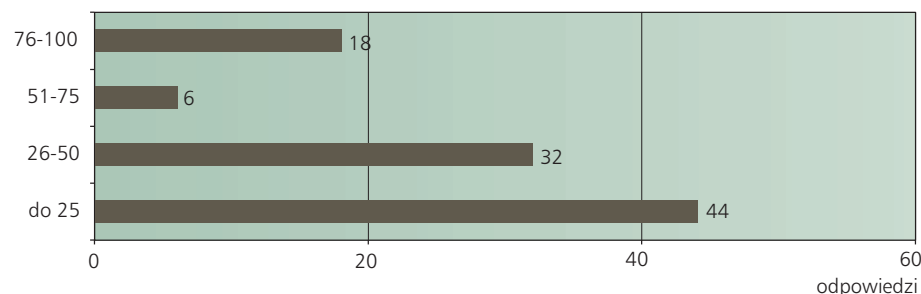
- **niższe koszty obsługi programu emisji KPDP niż kredytu bankowego oraz**
- **dywersyfikacja źródeł finansowania firmy.**

Tabela 14. Wpływ emisji KPDP na koszty finansowe przedsiębiorstwa

Emisja KPDP spowodowała:	% odpowiedzi
Obniżenie kosztów finansowych nie więcej niż o 10% dotychczasowych	63
Obniżenie kosztów finansowych nie więcej niż o 15% dotychczasowych	24
Obniżenie kosztów finansowych nie więcej niż o 20% dotychczasowych	3
Obniżenie kosztów finansowych nie więcej niż o 25% dotychczasowych	0
Obniżenie kosztów finansowych o więcej niż 25% dotychczasowych	0
Nie wpłynęła na obniżenie kosztów finansowych	10

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 24. Udział KPDP w strukturze zadłużenia emitentów KPDP (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Tabela 15. Wpływ emisji KPDP na poziom zadłużenia kredytowego w badanych przedsiębiorstwach

Wpływ decyzji o emisji KPDP na dotychczasowe zadłużenie z tytułu kredytów	% odpowiedzi
Poziom kredytów obniżono o 10%	13
Poziom kredytów obniżono o 20%	8
Poziom kredytów obniżono o 30%	10
Poziom kredytów obniżono o 40%	2
Poziom kredytów obniżono o ponad 40%	26
Nie wpłynęła na obniżenie poziomu kredytów	41

Źródło: opracowanie własne.

Dla części podmiotów (11%) istotne znaczenie miało szybsze niż w przypadku kredytu, postawienie środków do dyspozycji emitenta KPDP i elastyczne dostosowywanie poszczególnych transz do potrzeb finansowych emitenta (11%). Niektórzy emitenci, zwłaszcza dużych programów powyżej 100 do 500 mln PLN włącznie, podkreślali wzrost prestiżu firmy i jej promocję na rynku (10% odpowiedzi). Dość ważny był brak zabezpieczeń (7% odpowiedzi) oraz niższe koszty opłat za przygotowanie programu emisji KPDP w stosunku do kredytu bankowego (6% odpowiedzi).

Perspektywy rozwoju rynku KPDP są postrzegane przez emitentów jako korzystne. Pewna część podmiotów wyraziła obawę, że dalszy dynamiczny rozwój rynku KPDP w Polsce może być zaburzony z uwagi na:

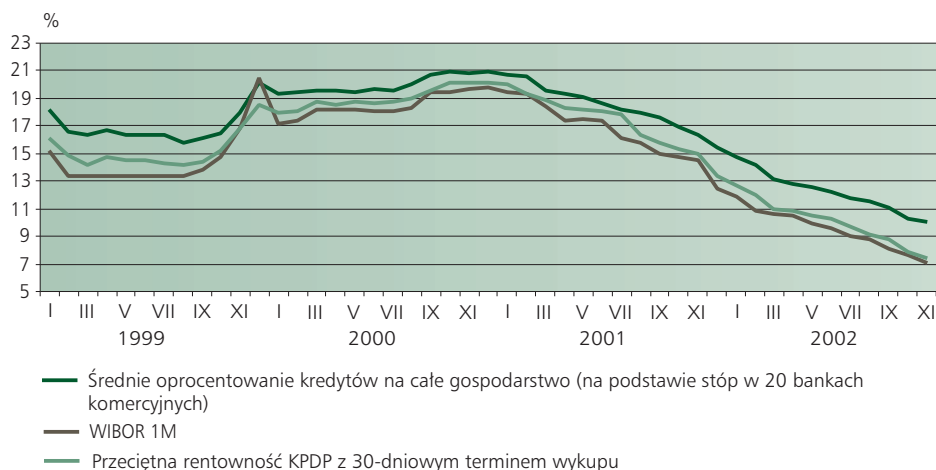
- zbliżone koszty finansowe emisji KPDP i kredytu bankowego,
- brak instytucji ratingu, co podnosi ryzyko inwestowania i zniechęca niektórych potencjalnych inwestorów do udziału w rynku KPDP,
- znaczną sezonowość płynności na rynku KPDP (inwestorzy preferują dość krótkie terminy inwestycyjne i trzymają najczęściej papiery do terminu wykupu).

Większość respondentów-emitentów KPDP (83%) jest przekonana, że ujednoczenie formy prawnej KPDP spowodowałoby wzrost tempa rozwoju rynku KPDP w Polsce.

4.1.2. Ocena przydatności KPDP w zakresie źródeł finansowania działalności firmy

Przedsiębiorstwa biorące udział w ankiecie, z których znaczna część należy do największych w Polsce podmiotów gospodarczych i jednocześnie emitentów instrumentów dłużnych, którymi są KPDP, wskazały, iż koszty obsługi programu emisji KPDP były niższe niż koszty kredytu bankowego. Ważnym aspektem wykorzystywania KPDP w działalności operacyjnej firmy jest uzyskiwanie dzięki nim obniżki dotychczasowego poziomu kosztów finansowych. Przedsiębiorstwa najczęściej wskazywały na próg do 10% dotychczasowego poziomu (63% odpowiedzi), co można uznać za znaczne osiągnięcie w zakresie prowadzonego zarządzania finansami. Opinia ta została potwierdzona przez specjalistów w tej dziedzinie. Niektóre podmioty gospodarcze uzyskały jeszcze lepsze rezultaty i dzięki emisji KPDP udało im się osiągnąć obniżenie dotychczasowego poziomu kosztów finansowych nawet o 15% (24% odpowiedzi) czy 20% (3% odpowiedzi). Należy przy tym zauważyć, że efekt ten osiągnęły nie tylko firmy mające największe wartościowo programy emisji KPDP, ale również te, zaliczane do średnich rozmiarów, których programy emisji KPDP mieściły się w granicach powyżej 10 do 50 mln PLN włącznie.

Wykres poziomu stóp procentowych ściśle związanych z zaangażowaniem kredytowym, tj. WIBOR 1-miesięczny oraz przeciętny poziom oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych w relacji do średniego poziomu rentowności KPDP o terminie wykupu 30 dni pokazuje efektywność stosowania KPDP w zakresie zarządzania kosztami firmy. Wybór ww. kategorii (wykres 25), był podyktowany tym, że programy emisji KPDP są organizowane nie tylko dla największych firm w Polsce, ale również dla średnich o odpowiednim standingu, pozytywnie postrzeganych przez banki-agentów emisji.

Wykres 25. Poziom stóp procentowych dla kredytów, rentowność KPDP i WIBOR 1M w latach 1999-2002

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych „Rzeczpospolitej” oraz „Prawo i Gospodarka” z lat 1999-2002.

Biorąc pod uwagę koszty stałe ponoszone przy obsłudze kredytu poza oprocentowaniem, jak: koszty administracyjne, tj. opłata za złożenie wniosku kredytowego, za uruchomienie kredytu, składki płacone przez kredytobiorców na rzecz Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, czasami przewija od niewykorzystanej kwoty kredytu i marża banku powodują, iż koszty ponoszone przez emitenta KPDP są znacznie niższe niż koszty obsługi kredytu bankowego. Programy emisji na duże kwoty nie generują wysokich kosztów, może to być jedynie 0,15% do 1% wartości programu.

Dostrzeżone na podstawie wyników ankiety pozacenowe korzyści uzyskiwane w wyniku emisji KPDP w stosunku do kredytów bankowych to:

- **dywersyfikacja źródeł pozyskiwania kapitału zewnętrznego,**
- **uzyskanie „efektu marketingowego”,** polegającego na promocji firmy poprzez jej pojawianie się w zestawieniach publikowanych przez prasę, dotyczących notowań KPDP na rynku wtórnym,
- **wzrost prestiżu firmy,** co podkreślały w ankietach szczególnie firmy należące do największych w Polsce, którym zależy na doskonaleniu i utrwalaniu własnego wizerunku jako przedsiębiorstwa wiarygodnego, a zatem partnera godnego zaufania,
- **brak wymogu ustanawiania zabezpieczeń,** co przy kredytach jest szczególnie istotne; należy jednak zauważyć, iż nie zawsze ten element ma znaczenie, ponieważ dzieje się również tak, iż banki dla pierwszorzędnych klientów nie ustanawiają zabezpieczeń z tytułu udostępnienia kredytu,

Jedną z funkcji KPDP jest to, że **umożliwiają lokowanie w nich nadwyżek finansowych.**

Z aspektów jakościowych na korzyść KPDP świadczą następujące opinie przedsiębiorców:

- emisja KPDP umożliwia szybsze niż w przypadku kredytu bankowego, postawienie środków pieniężnych do dyspozycji firmy,
- KPDP zapewniają wysoką elastyczność wykorzystania środków finansowych poprzez odpowiednie dostosowanie terminów emisji kolejnych transz do bieżących potrzeb przedsiębiorstwa,
- KPDP umożliwiają pośrednio finansowanie długoterminowe,
- posiadanie uruchomionego programu emisji KPDP zapewnia firmie bezpieczeństwo finan-

sowe z tytułu ryzyka zaistnienia nieprzewidzianych zdarzeń. Jest to istotne również z tego punktu widzenia, ponieważ NBP opracował specjalną tabelę barier rozwoju firm w Polsce, z której wynika, że w ostatnim okresie poważnym problemem jest ściąganie należności, zatory płatnicze oraz niekorzystna sytuacja finansowa odbiorców¹⁴⁵,

- na uwagę zasługuje również fakt, iż wiele podmiotów gospodarczych korzysta już od wielu lat z finansowania w postaci KPDP i – równolegle – z kredytów bankowych, co najlepiej świadczy o tym, że KPDP doskonale spełniają swoją funkcję w bieżącym zarządzaniu płynnością firmy.

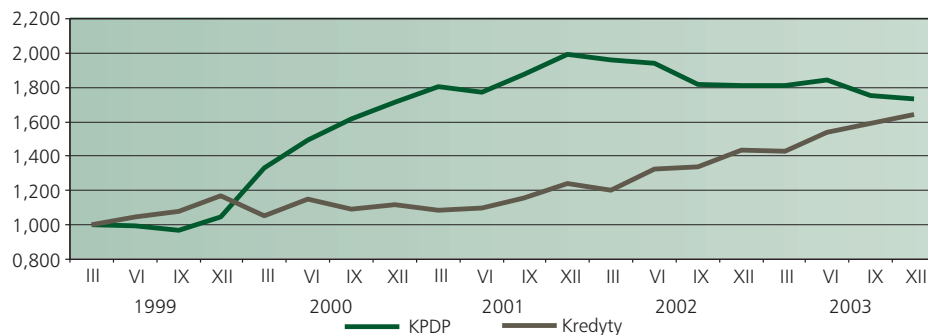
Polski rynek KPDP w ostatnim okresie poprawił się pod względem jakości podmiotów biorących w nim udział. Chodzi tu szczególnie o emitentów KPDP, których liczba zmniejszyła się na korzyść ich jakości, tzn. wiarygodności kredytowej. Z rynku KPDP musiały wycofać się podmioty o wyższym poziomie ryzyka i niższym standingu finansowym, bowiem agenci emisji KPDP nie zdecydowali się na przedłużenie programu emisji owym przedsiębiorstwom lub je po prostu zamykali. Rynek emitentów KPDP w znacznym stopniu wyklarował się. Pozostali na nim najbardziej wiarygodni przedstawiciele.

Emisja KPDP umożliwia uzyskanie korzyści o charakterze ilościowym w stosunku do kredytu bankowego stosowanego w przedsiębiorstwie. Należą do nich:

- obniżenie poziomu kredytów bankowych w wyniku emisji KPDP,
- wzrost roli KPDP w strukturze zadłużenia badanych firm; istotnym aspektem jest również to, że rozliczenia z tytułu KPDP można dowolnie rozłożyć w czasie, natomiast zapłata bankowi za korzystanie z kredytu musi być dokonana najczęściej na koniec danego miesiąca.

Biorąc pod uwagę kryterium **ilościowe** w stosunku do rynku KPDP i rynku kredytów krótkoterminowych, zauważa się również aspekty przemawiające na korzyść KPDP. Jeden z nich stanowią odpowiedzi przedsiębiorstw, które obniżyły poziom zaangażowania kredytowego po zastosowaniu KPDP. Te, którym ww. proces nie udało się, uzyskały wzrost posiadanej ilości relatywnie tanich środków pieniężnych na działalność operacyjną. KPDP, jak wynika z odpowiedzi respondentów, odgrywają coraz większą rolę w strukturze zadłużenia wielu firm, bowiem udział ten wynosi nawet do 50% ogółu zadłużenia (76% odpowiedzi). Istotną korzyścią, jaką przedsiębiorca uzyskuje z tytułu KPDP, jest również to, że rozliczenia z tytułu KPDP można dowolnie rozłożyć w czasie, natomiast zapłata bankowi za korzystanie z kredytu musi być dokonana najczęściej na koniec danego miesiąca.

Wykres 26. Dynamika rynku KPDP i rynku kredytów krótkoterminowych w latach 1998-2003 (indeksy jednopodstawowe)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fitch Polska SA; nakłady i wyniki przemysłu. Informacje i opracowania statystyczne. Wyd. GUS, Warszawa 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003.

¹⁴⁵ Wstępna informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw. 2002. NBP, Departament Statystyki, Warszawa 2003, s. 73.

Analizując dynamikę rynku KPDP i rynku kredytów można stwierdzić, iż w wielu okresach kwartalnych tempo rozwoju KPDP było znacznie wyższe od tempa wzrostu rynku kredytów krótkoterminowych. Przyczyn tego stanu należy z pewnością upatrywać po stronie wysokiego poziomu oprocentowania kredytów dla podmiotów gospodarczych, jak też wskazanych powyżej korzyści uzyskiwanych przez przedsiębiorstwa z tytułu wykorzystywania KPDP w gospodarce finansowej.

4.2. Ocena inwestycji w krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw w relacji do innych form inwestowania środków pieniężnych

4.2.1. KPDP jako instrumenty inwestycyjne – przedstawienie wybranych wyników badania ankietowego

Inwestorzy-uczestnicy badania ankietowego zaczęli lokować wolne środki pieniężne w KPDP w 1997 r.

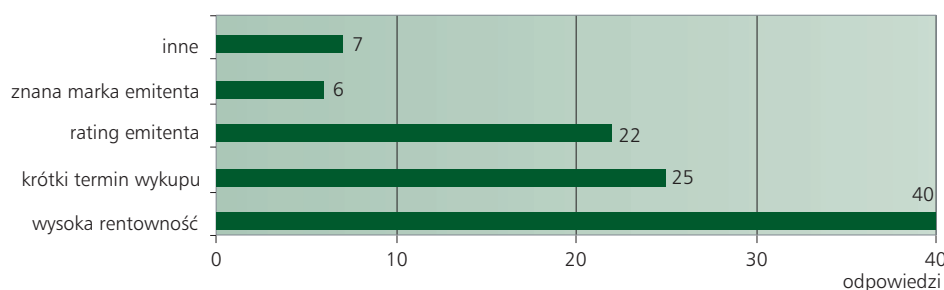
Wśród przyczyn wskazywanych jako te, które decydowały o podjęciu inwestycji w KPDP są: **wysoka rentowność KPDP** (40% odpowiedzi), **krótki termin wykupu KPDP** (25% odpowiedzi) oraz **rating emitenta** (22% odpowiedzi). Nieznaczna część badanych przedsiębiorstw (6%) przywiązuje wagę do marki emitenta. Wśród innych odpowiedzi (7%) wskazywano na: zabezpieczenie w postaci gwarancji wykupu przez bank (*buy sell back*), dostępność rynku, dywersyfikację portfela, odpowiednią rentowność w relacji do ryzyka związanego z emitentem i terminem wykupu KPDP.

Preferowaną przez inwestorów formą prawną KPDP są papiery oparte na bazie Ustawy o obligacjach (75% odpowiedzi). Znacznie mniejszą popularnością cieszą się pozostałe dwie formy prawne KPDP, tj. walory oparte na przepisach Prawa wekslowego (15%) oraz Kodeksu cywilnego (10%). Jako przyczyny wyboru KPDP o konstrukcji opartej na Ustawie o obligacjach wskazywano: dostępność KPDP, bezpieczeństwo inwestycji, ograniczenia inwestycyjne wynikające ze strategii oraz Ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, zapisy w ustawie o działalności ubezpieczeniowej, które ograniczają możliwości lokowania środków stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, czytelność formy prawnej, limity inwestycyjne dotyczące funduszy inwestycyjnych.

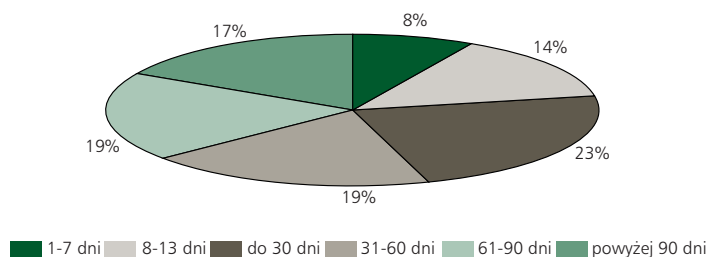
Należy zauważyć, iż część respondentów (35% odpowiedzi), zarówno z sektora finansowego jak i produkcyjnego, podkreśliła brak preferencji w tym zakresie.

Wolne środki finansowe są przez analizowane firmy lokowane w KPDP **najczęściej na okres od 15 do 30 dni** (23% odpowiedzi). Znaczna część przedsiębiorstw preferuje dłuższy termin lokaty, **do 90 dni** (38% badanych), przy czym jedna grupa tej części ankietowanych wskazała na okres **od 61 do 90 dni**, a druga część na okres **powyżej 90 dni**. Tylko nieliczni interesowali się bardzo krótkim terminem inwestycyjnym, tj. od 1 do 14 dni. Wśród odpowiedzi pojawiły się również wskazujące, iż przedsiębiorstwa nie mają skonkretyzowanego terminu lokowania wolnych środków finansowych,

Wykres 27. Przyczyny podejmowania decyzji przez przedsiębiorstwa o lokowaniu środków w KPDP (w %)



Źródło: opracowanie własne.

Wykres 28. Preferowane przez inwestorów terminy wykupu KPDP

Źródło: opracowanie własne.

a dobierają go stosownie do aktualnie określonej strategii inwestycyjnej. Stanowiły one 14% badanej populacji. Strukturę w zakresie okresów inwestycyjnych KPDP przedstawia poniższy wykres.

Badania wykazały, że KPDP należą do istotnych instrumentów finansowych (tu inwestycyjnych) z punktu widzenia wielu przedsiębiorstw. Znaczna część respondentów (46%), przede wszystkim firmy związane z sektorem usług finansowo-ubezpieczeniowych, wskazała, iż w ich portfelu inwestycyjnym KPDP stanowią do 25%. Istotne jest to, że dla tych podmiotów główną barierę w zakresie możliwości lokowania środków w KPDP stanowi polskie ustawodawstwo, nakładające na nie limity inwestycyjne dotyczące instrumentów dłużnych. Trzecia część ankietowanych (32%) stwierdziła, że inwestycje w KPDP to niemal połowa ich portfela inwestycyjnego. Na ten obszar wskazywały głównie spółki z branży komercyjnej, dla których bariery natury prawnej (związane z otoczeniem zewnętrznym firmy) nie mają tak dużego znaczenia. 22% respondentów, czyli zdecydowana mniejszość, opowiedziało się za wysokim udziałem KPDP w portfelu, tj. od powyżej 50 do 75% włącznie (14% całości ankietowanych) oraz od powyżej 76 do 100% (8% respondentów). Ukształtowana gradacja odpowiedzi sugeruje, iż inwestorzy dostrzegają ryzyko związane z KPDP, ale jednocześnie zdają sobie sprawę z korzyści, jakie taka lokata przynosi.

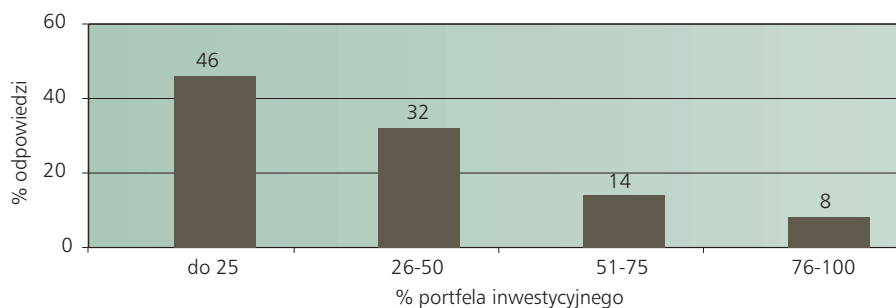
Zdecydowana większość przedsiębiorstw (83%), która wzięła udział w ankiecie, opowiedziało się za istnieniem określonych przeszkód dotyczących możliwości inwestowania w KPDP, bez względu na branżę. Do najistotniejszych należą (wykres 29):

- **brak ratingu emitenta**, który gwarantowałby bezpieczeństwo zainwestowanych środków.
- **bariery natury prawnej**, które szczególnie utrudniają politykę inwestycyjną firmom ubezpieczeniowym oraz funduszom emerytalnym.

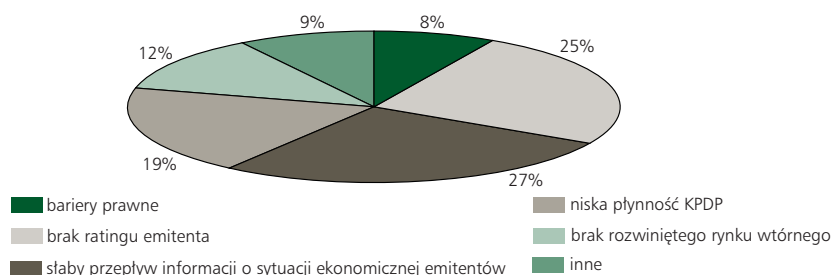
Pokaźna część odpowiadających (40%) wskazała na bariery związane z organizacją rynku KPDP, a przede wszystkim na:

- słaby przepływ informacji na temat kondycji finansowej emitentów,
- niską płynność papierów oraz

brak rozwiniętego rynku wtórnego KPDP.

Wykres 29. Struktura udziału KPDP w portfelu inwestycyjnym badanych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

Wykres 30. Ograniczenia w zakresie inwestowania w KPDP według opinii badanych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne.

Ankietowani w ramach otwartej opcji pytania, określonej na wykresie jako inne, wskazali jeszcze na takie bariery jak: brak gwarancji wykupu, słabość zabezpieczeń, istnienie inwestycji alternatywnych oraz ograniczenia statutowe, wynikające z przyjętej strategii inwestycyjnej firmy.

Większość inwestorów-uczestników badań ankietowych prowadzi analizę efektywności inwestycji w KPDP (80% pozytywnych odpowiedzi), a tylko pewna jej część (20%) zdaje się najprawdopodobniej na intuicję w zakresie lokowania pieniędzy firmy, bowiem nie prowadzi tego typu pomiarów. Do najczęściej wskazywanych metod powyższej analizy należą:

- porównywanie z benchmarkiem stanowiącym średnią ważoną stóp WIBID, np. 3M, i alternatywnych instrumentów inwestycyjnych w analogicznym okresie (50% odpowiedzi),
- porównywanie z lokatami bankowymi i papierami skarbowymi (23% odpowiedzi),
- analiza rentowności firmy (12% odpowiedzi),
- porównywanie własnych wyników z rezultatami innych funduszy rynku pieniężnego (8% odpowiedzi),
- analiza płynności i stopy zwrotu z portfela (7% odpowiedzi).

Tabela 16. Słabe i mocne strony inwestycji w KPDP na podstawie opinii badanych przedsiębiorstw

Sformułowania świadczące o pozytywnym postrzeganiu inwestycji w KPDP	Parametry, które mogą przysporzyć kłopotów w okresie posiadania inwestycji w KPDP
Przedsiębiorstwa komercyjne	
<p>Wysoki poziom rentowności w porównaniu z lokatami bankowymi i papierami Skarbu Państwa</p> <p>Wysoka stopa zwrotu przy niskim poziomie ryzyka (gwarancje spółek matek)</p> <p>Dogodne terminy wykupu KPDP</p> <p>Duża elastyczność emisji</p> <p>KPDP są instrumentami bezpiecznymi</p> <p>Duża płynność KPDP</p>	<p>Występowanie ryzyka, które jednak można wyeliminować lub obniżyć stosując metodę <i>buy-sell back</i></p>
Towarzystwa i fundusze emerytalne, towarzystwa inwestycyjne	
<p>Stosunkowo wysoki poziom rentowności, bliższy akcjom</p> <p>Rentowność znacznie wyższa w porównaniu z papierami skarbowymi i lokatami bankowymi</p> <p>Dywersyfikacja portfela</p>	<p>Wysokie ryzyko, ale bliżej papierów skarbowych</p> <p>Brak rynkowej wyceny papierów</p> <p>Niska płynność papierów</p> <p><i>Spread</i> nieadekwatny do poziomu ryzyka</p> <p>Zbyt mała podaż papierów</p>

Źródło: opracowanie własne.

na tego rodzaju inwestycji. Odpowiedzi zostały pogrupowane jak w tabeli 16. Usystematyzowano je według częstotliwości pojawiania się w ankiecie.

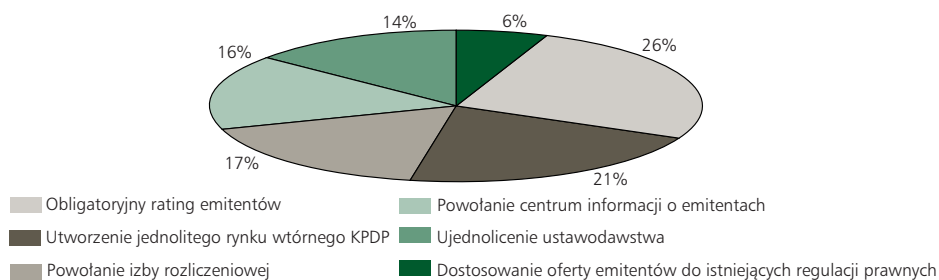
Wyniki z tabeli 16 wskazują, że inwestorzy KPDP, bez względu na profil działalności, potwierdzają wysoką rentowność osiąganą z lokowania wolnych środków finansowych w KPDP. Jednocześnie dostrzegają ryzyko towarzyszące inwestycji, które starają się minimalizować, np. stosując metody: *buy-sell back*, czyli odsprzedają KPDP bankowi, od którego te papiery wartościowe zakupiły lub też starając się badać zdolność kredytową emitenta posiadanych KPDP albo kupując tylko walory spółek, których emisja jest zabezpieczona gwarancją spółki matki o wysokim ratingu międzynarodowym.

Warto zauważyć, iż instytucje z sektora finansowego w tym miejscu wskazały na kilka elementów, które nie były dostrzegane lub są dostrzegane, ale nie są tak mocno eksponowane przez firmy komercyjne. Chodzi tu mianowicie o **poziom spreadów w stosunku do ryzyka rynkowego, płynność papierów** oraz **wielkość ich podaży**, których poziom nie jest zadawalający dla wskazanych podmiotów. Jest to istotna sugestia, ponieważ powyższe instytucje są postrzegane jako najbardziej liczący się inwestorzy rynku KPDP na świecie kształtujący ten rynek. W Polsce jak się okazuje ww. podmioty napotykają na wiele utrudnień, o których była mowa nieco wcześniej, a które uniemożliwiają im pełne zaangażowanie się w transakcje na rynku KPDP, jak to się dzieje w krajach wysoko rozwiniętych.

Większość inwestorów biorących udział w badaniach pozytywnie oceniła przyszłość polskiego rynku KPDP. Niektórzy wyrazili obawy, że na rozwój rynku KPDP negatywnie mogą wpływać: wciąż niski poziom wzrostu gospodarczego, konieczność wprowadzenia zmian w organizacji rynku KPDP, wysoki poziom deficytu budżetowego i wysoki poziom emisji obligacji skarbowych oraz nie obiektywna wycena KPDP.

Wykres 31. zawiera metody, wskazane przez inwestorów, które mogłyby wpłynąć na bardziej dynamiczny rozwój rynku KPDP w Polsce.

Wykres 31. Metody przezwycięzania barier inwestowania w KPDP według % udziału poszczególnych odpowiedzi ankietowanych

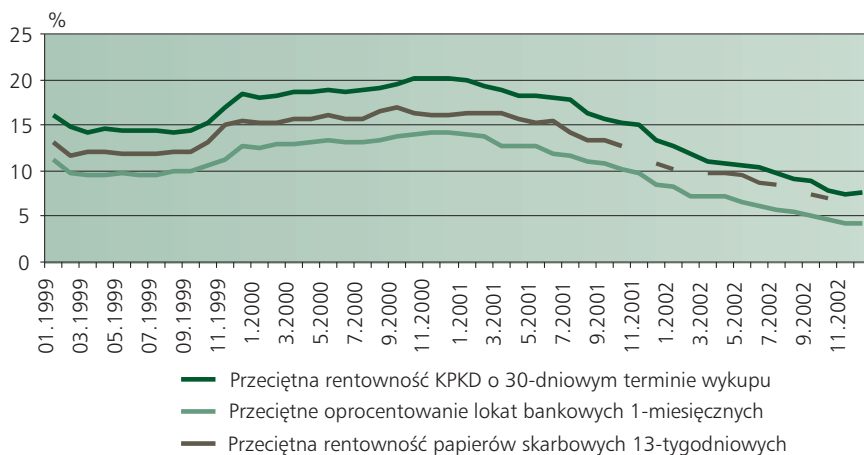


Źródło: opracowanie własne.

4.2.2. Ocena przydatności KPDP w stosunku do innych form inwestowania nadwyżek finansowych firmy

Tradycyjne instrumenty lokacyjne są coraz częściej wypierane przez bardziej elastyczne lokacyjne produkty rynków finansowych. Dzieje się tak ze względu na dokonujące się zmiany w otoczeniu działalności przedsiębiorstw, w szczególności deregulację, globalizację, sekurytyzację i informatyzację, które stwarzają coraz lepsze warunki do wzrostu efektywności tych rynków.

Zadaniem niniejszej części opracowania jest zwrócenie uwagi na te aspekty KPDP, dzięki którym stają się one coraz bardziej popularnym i konkurencyjnym instrumentem inwestycyjnym na międzynarodowym rynku finansowym.

Wykres 32. Kształtowanie się poziomu oprocentowania lokat bankowych, papierów skarbowych i KPDP o terminie 1 miesiąca w okresie od stycznia 1999 do grudnia 2002 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych „Biuletynu Informacyjnego NBP” za lata 1999-2002 oraz „Rzeczpospolitej” i „Prawo i Gospodarka” za lata 1999-2002.

KPDP jako instrumenty inwestycyjne mogą konkurować z innymi instrumentami lokacyjnymi, takimi jak: depozyty bankowe czy papiery wartościowe emitowane przez skarb państwa z uwagi na uzyskiwany wyższy poziom rentowności KPDP od stopy zwrotu z inwestycji w inne instrumenty. W przypadku lokat bankowych zarobek inwestora jest pomniejszany o koszty działania banku, co czyni je mniej konkurencyjnymi w porównaniu do KPDP. Niektóre spółki wskazywały, że ich inwestycje w KPDP charakteryzują się rentownością wyższą średnio o około 7% do 10% od lokat bankowych. Rentowność papierów skarbowych jest pochodną ich poziomu ryzyka, które jest znacznie niższe niż ryzyko określonego podmiotu gospodarczego. Zatem rentowność KPDP, z uwagi na wyższe ryzyko z nim związane, jest również proporcjonalnie wyższa niż papierów skarbowych.

Wykres 33. przedstawia relacje poziomu rentowności wybranych instrumentów inwestycyjnych o analogicznym okresie lokacyjnym 1 miesiąca. Z analizy krzywych wynika, iż w okresie przed 2002 r., różnica między nimi (średnio) wynosiła nawet do 300 punktów bazowych. W późniejszych kwartałach różnica zmniejszała się, lecz nadal najkorzystniejsza rentowność charakteryzowała KPDP. Przyczyną tego stanu stał się rosnący deficyt budżetowy Polski, który jest finansowany w drodze emisji papierów skarbowych o coraz wyższej rentowności.

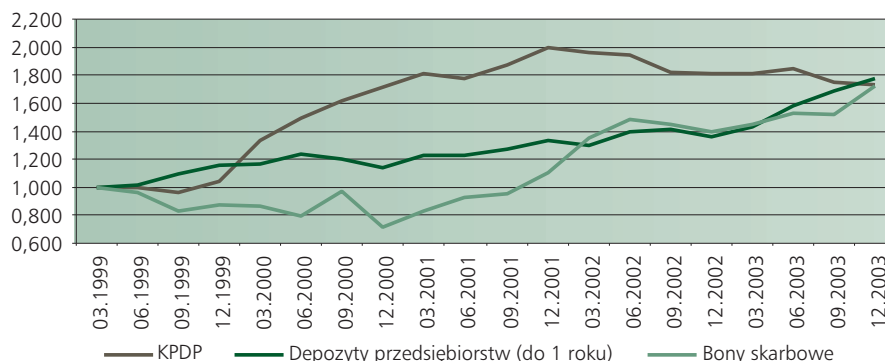
Analogiczna sytuacja występuje powyżej odniesieniu do wybranych instrumentów finansowych o terminie 3 miesięcy.

Biorąc pod uwagę pozacenowe aspekty konkurencyjności KPDP w stosunku do innych form lokat można wskazać, że:

- **KPDP odgrywają coraz większą rolę w portfelach inwestycyjnych firm, z udziałem nawet do 100% w ogólnej wartości posiadanych instrumentów finansowych.**

Warto w tym miejscu przypomnieć, że firmy sektora usług finansowych zwracają szczególną uwagę na istnienie poważnych barier w zakresie inwestowania środków w KPDP, natury prawnej w postaci limitów inwestycyjnych. Nie sprzyjają one rozwojowi rynku KPDP w Polsce, bowiem inwestorzy instytucjonalni powinni mieć najszerzy dostęp do rynku instrumentów dłużnych.

- **KPDP umożliwiają dostosowanie terminu wykupu instrumentu do potrzeb inwestora, co chroni go przed utratą odsetek w przypadku zerwania lokaty terminowej.** Inwestorzy preferują, co wykazały badania ankietowe, inwestycje o terminie od 30 do 90 dni (74% odpowiedzi), jednak będąc w potrzebie nagłego dysponowania większą ilością gotówki mogą posiadane KPDP odsprzedać na rynku wtórnym.

Wykres 33. Dynamika rynku KPDP, rynku bonów skarbowych i rynku depozytów przedsiębiorstw w okresie 1998-2003 (indeksy jednopodstawowe)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych „Rzeczpospolitej”, „Prawo i Gospodarka” oraz „Biuletynu Informacyjnego NBP” nr 12/2003.

- **KPDP przyczyniają się do efektywnego zarządzania płynnością firmy.** Każdy podmiot gospodarki pieniężnej widzi potrzebę stałego posiadania pewnych rezerw finansowych zabezpieczających przed utratą płynności płatniczej¹⁴⁶.

Konkurencja w aspekcie jakościowym w odniesieniu do KPDP w relacji do innych form lokowania pieniędzy, odzwierciedla się w następujących aspektach:

- istnieniu znacznej liczby podmiotów oferujących emitowane przez siebie KPDP, w związku z czym każdy inwestor może wybrać papier o określonej stopie zwrotu i akceptowalnym poziomie ryzyka,
- ryzyko niewypłacalności emitenta może zostać obniżone przez różnego rodzaju zabiegi, np. poprzez transakcje typu „buy-sell back”,
- poprzez odpowiedni dobór KPDP o stosunkowo wysokiej rentowności i odpowiednim poziomie ryzyka, inwestorzy decydują o jakości swego portfela inwestycyjnego i gospodarki finansowej przedsiębiorstwa,
- ryzyko KPDP jest mniejsze w porównaniu z akcjami.

Analiza jakościowa rynku KPDP w porównaniu z innymi wybranymi formami lokat, wskazuje również na wzrost zainteresowania KPDP z uwagi na ich wysoką przydatność w gospodarce finansowej przedsiębiorstw, co potwierdzają dane przedstawione na wykresie 32.

4.3. Perspektywy rozwoju rynku KPDP ze wskazaniem barier rozwoju tego rynku

Rozwój rynku KPDP jest związany z kształtowaniem nowego ustroju społeczno-gospodarczego Polski, którego wprowadzenie dało szansę pojawieniu się nowej struktury w polskiej rzeczywistości, rynku finansowego. Zastosowanie KPDP przez przedsiębiorstwa w ich gospodarce finansowej było efektem ich poszukiwań relatywnie tanich źródeł finansowania działalności w sytuacji wysokiego poziomu stóp procentowych. Badania struktury popytu na usługi finansowe, prowadzone przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, od 1997 r. wykazały, że polskie przedsiębiorstwa odczuwają wysokie zapotrzebowanie na usługi z zakresu zasilania finansowego, a ceny tych usług odgrywają w tej ofercie bardzo istotne znaczenie. Klienci korporacyjni podkreślali, że usługi z zakresu pozyskiwania kapitału są zbyt drogie, rozpatrywanie wniosków kredytowych jest stosunkowo długie, a procedury bankowe skomplikowane i czasochłonne¹⁴⁷. W kontekście powyższych stwierdzeń perspektywy rozwoju rynku KPDP rysują się korzystnie, chociaż pewne zagrożenie stanowią wyłonione na podstawie badań ankietowych bariery rozwoju polskiego rynku KPDP. Zostały one przedstawione w tabeli 17.

¹⁴⁶ W. Fajfer, *Popyt na środki pieniężne*, w: „Bank i Kredyt”, Nr 1-2/1999, s. 63.

¹⁴⁷ M. Penczar: *Struktura popytu największych przedsiębiorstw na usługi finansowe do 2006 r.*, „Bank” nr 10/2002, s. 54-56.

Tabela 17. Ograniczenia rozwoju rynku KPDP z punktu widzenia jego uczestników

Barierzy rozwoju rynku KPDP z punktu widzenia jego uczestników		
Emitenci	Inwestorzy	Agenci emisji
Zróżnicowane podstawy prawne emisji KPDP	Ustawy nakładające limity na inwestorów	Ograniczona baza inwestorów
Ograniczona baza inwestorów instytucjonalnych	Brak ratingu emitentów	Ograniczona baza emitentów
Słabo rozwinięty rynek wtórny	Niska płynność rynku wtórnego	Słabo rozwinięty rynek wtórny
Stosunkowo krótki okres utrzymywania KPDP przez inwestorów	Słaby przepływ informacji na temat sytuacji emitentów	Awersja inwestorów do ryzyka
	Brak rynkowej wyceny papierów (za niskie spready w stosunku do poziomu ryzyka papierów)	Słaby poziom rozwoju gospodarczego Polski
	Zbyt mała podaż papierów	

Źródło: opracowanie własne.

Wylimitowanie lub ograniczenie powyższych barier wymaga przeprowadzenia wielu zabiegów przede wszystkim ze strony polskiego ustawodawstwa. Zdaniem autorki. Tylko zintegrowane działania ze strony rządu i Związku Banków Polskich mogłyby wpłynąć na poprawę efektywności i przejrzystości polskiego rynku KPDP. Wśród wniosków aplikacyjnych dotyczących polskiego rynku KPDP można wskazać następujące:

1. Dynamicznie dokonującym się zmianom ilościowym na rynku KPDP w Polsce nie towarzyszą, jak wykazano, odpowiednie zmiany jakościowe. Rynek posiada cechy, które utrwalone w ciągu ostatnich lat, zaczynają stawać się barierami jego rozwoju. Konstrukcja KPDP w Polsce opiera się na trzech podstawach prawnych, czego nie spotyka się na żadnym z analizowanych zagranicznych rynków KPDP. Niejednoznaczne ustawodawstwo, w połączeniu z historycznie ukształtowaną dominacją banków uniwersalnych jako organizatorów emisji i silną konkurencją między nimi o klientów, doprowadziła do sytuacji, iż każdy bank pośredniczący w organizowaniu emisji KPDP przyjmuje własną podstawę prawną emisji, tworząc przy tym swój rynek wtórny. Z pewnością jednoznaczne zdefiniowanie KPDP (autorka dokonała próby wskazania jednolitej definicji przedmiotowego instrumentu finansowego jakim są KPDP) wraz z jego standaryzacją i z usankcjonowaniem w postaci ustawy o krótkoterminowych papierach dłużnych, doprowadziłyby do wzrostu zainteresowania rynkiem KPDP wszystkich jego uczestników.

2. Szanse rozwoju rynku KPDP w Polsce są również determinowane odpowiednim poziomem funkcjonowania credit-ratingu. Wzrostowi możliwości inwestycyjnych polskich inwestorów instytucjonalnych nie towarzyszy rozwój kategorii ratingu wśród emitentów KPDP, który odzwierciedlałby sytuację finansową emitenta (ważne z uwagi na istniejącą niechęć firm do ujawniania swoich danych ekonomicznych) oraz pozwalał określić poziom ryzyka inwestycyjnego. Badania wykazały istnienie takiej potrzeby wśród polskich inwestorów instytucjonalnych, którzy wskazywali na niedosyt informacji umożliwiających im ocenę ryzyka emitenta i jego KPDP. Z pewnością większa presja ze strony inwestorów w zakresie posiadania ratingu przez emitentów i wyemitowanych przez nich KPDP, przekształciłaby sytuację polskiego rynku KPDP z rynku o dominującej pozycji emitenta na rynek inwestora. Jak dotąd niewielu polskich emitentów ma nadany rating, a większość nie widzi potrzeby jego posiadania z uwagi na wysoką ocenę własnej marki i pozycji rynkowej. Funkcjonująca w Polsce agencja ratingowa z pewnością przyczyni się do zmiany tej sytuacji w dłuższym horyzoncie czasowym i wzorem krajów wysoko rozwiniętych rating w Polsce stanie się powszechnym elementem rynku finansowego. Wpłynęłoby to z pewnością również na większy obiektywizm cen rynkowych KPDP i wylimitowanie sytuacji, kiedy KPDP jednego emitenta mają różne rentowności u różnych organizatorów emisji.

3. Korzystne z punktu widzenia polskiego rozwoju rynku KPDP byłoby powołanie wspólnej izby rozliczeniowej lub systemu rozliczeniowego, dzięki czemu można by ujednoczyć rynek wtórny KPDP i tym samym zlikwidować istniejące zjawisko atomizacji rynku wtórnego KPDP. Obecnie każ-

dy bank-agent emisji KPDP tworzy swój własny rynek wtórny, który jest bardzo płytki, bowiem najczęściej KPDP są przechowywane w portfelach inwestorów do terminu wykupu. Można by również utworzyć centrum informacji o emitentach KPDP. Ocena wypłacalności emitenta często opiera się nie na racjonalnych przesłankach, ale na marce firmy i dobrym imieniu remitenta.

4. Pewne zagrożenie przyszłości polskiego rynku KPDP stanowią również ustawowe limity inwestycyjne nałożone na instytucje finansowe, które w dużym stopniu ograniczają możliwości konstruowania ich portfela inwestycyjnego w oparciu o KPDP. Jest to istotny problem, ponieważ na rynkach zagranicznych to właśnie wskazane wyżej podmioty decydują o prężnym rozwoju rynków KPDP w ostatnich latach, natomiast w Polsce jak dotąd wśród inwestorów KPDP dominują przedsiębiorstwa komercyjne i banki, których takie ustawowe limity nie dotyczą.

Jest to bardzo ważna kwestia z uwagi na rosnący potencjał polskich instytucji finansowych, takich jak fundusze inwestycyjne czy towarzystwa ubezpieczeniowe. Wydaje się, że wraz z korektą aktów prawnych regulujących działalność inwestorów instytucjonalnych, na co wskazywały badane podmioty z ww. grupy, ich wzrost zaangażowania w zakresie inwestycji w KPDP w bardzo dużym stopniu przyczyniłby się do wzrostu jego dynamiki wzorem tych krajów, gdzie rynki tych instrumentów finansowych pozostają na bardzo wysokim stopniu rozwoju.

5. Celowy wydaje się również rozwój działań o charakterze informacyjno-edukacyjnym na temat możliwości wykorzystywania KPDP w operacjach finansowych przedsiębiorstw. Istotną rolę w tym procesie z pewnością mają do odegrania banki-agenci emisji KPDP, bezpośrednio współpracujące z przedsiębiorstwami, dla których organizują programy emisji. Ponadto celowe wydaje się również propagowanie informacji dotyczących korzyści, jakie podmioty gospodarcze mogą uzyskać posiadając nadany rating, najlepiej przez jedną z uznanych międzynarodowych agencji ratingowych. Częstsze publikowanie materiałów dotyczących KPDP w czasopismach specjalistycznych przyczyniłoby się z pewnością do wzrostu zainteresowania tymi instrumentami finansowymi przez kadrę zarządzającą polskimi przedsiębiorstwami i w efekcie do wzrostu poziomu rozwoju rynku KPDP.

Rozwój rynku KPDP w Polsce dowodzi, jak wysoka jest przydatność ww. instrumentów finansowych w operacjach finansowych przedsiębiorstw. Wyeliminowanie istniejących barier rozwoju, zarówno natury organizacyjnej jak i prawnej, dostrzeganych przez wszystkich uczestników rynku KPDP i potwierdzonych przez autorkę pracy w wyniku przeprowadzonych badań, z pewnością poprawi tempo rozwoju rynku i wpłynie na wzrost jego udziału w sferze rynku finansowego. Istotne znaczenie ma z pewnością kondycja finansowo-ekonomiczna polskich przedsiębiorstw.

5 Zakończenie

Wśród dynamicznie rozwijających się rynków papierów wartościowych na początku XXI wieku na szczególną uwagę zasługuje rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw. W krajach wysoko rozwiniętych odgrywa on największą rolę w strukturze rynku pieniężnego papierów wartościowych. W Polsce rynek KPDP jest największym segmentem rynku pozaskarbowych papierów dłużnych, posiada jednak wciąż zbyt mały udział w strukturze rynku pieniężnego.

KPDP są instrumentami finansowymi o wielofunkcyjnym charakterze. Wpłynęło to na wysoki poziom zainteresowania tym instrumentem na światowych rynkach finansowych w zakresie jego szerokiego wykorzystania w gospodarce finansowej przedsiębiorstw. KPDP są sprawdzonym instrumentem kredytowym i efektywnym instrumentem inwestycyjnym, na które wciąż występuje wysoki poziom zapotrzebowania na zagranicznych rynkach finansowych i coraz większy w Polsce.

Historia rozwoju rynku KPDP dowodzi, jak istotną rolę w ekspansji tego rynku odegrało wysokie tempo wzrostu pozabankowych instytucji finansowych, jak fundusze inwestycyjne czy firmy sektora ubezpieczeniowego, poszukujące atrakcyjnych form lokowania zgromadzonych środków pieniężnych. Proces ten szczególnie był widoczny w Stanach Zjednoczonych, gdzie rynek KPDP jest najstarszym i najlepiej rozwiniętym rynkiem KPDP na świecie. Niewątpliwie istotną rolę w kształtowaniu rynku KPDP odgrywały i odgrywają nadal takie czynniki jak: wysoki poziom stóp procentowych, rozwój agencji ratingowych i credit-ratingu czy zjawisko *desintermediation* na międzynarodowym rynku finansowym. Intensywnie przebiegający proces globalizacji wpływa na rozwój rynków KPDP również w innych krajach świata, poza Stanami Zjednoczonymi, między innymi w krajach Europy, w tym także w Polsce.

Badania autorki przeprowadzone wśród polskich przedsiębiorstw potwierdziły wysoką przydatność wskazanych papierów wartościowych w operacjach finansowych polskich firm i istnienie możliwości ich efektywnego wykorzystywania również przez podmioty działające w krajach *emerging markets*. Dowiedziono tym samym, że instrument finansowy sprawdzony i stosowany na rynkach finansowych krajów wysoko rozwiniętych może być również z powodzeniem stosowany przez podmioty gospodarcze w krajach o niższym poziomie rozwoju gospodarczego.

Korzyści uzyskiwane z tytułu zastosowania KPDP w finansowaniu działalności bieżącej podmiotu gospodarczego mają wielostronny charakter: ilościowy, cenowy i pozacenowy. Emisja KPDP często pozwala przedsiębiorstwu uzyskać tańsze środki finansowe niż oferowane przez banki źródła finansowania w formie kredytu. Istotnym efektem zastosowania KPDP może być znaczne obniżenie kosztów finansowych przedsiębiorstwa jak również zmniejszenie poziomu zadłużenia kredytowego. Niższy poziom kosztów pozyskiwania kapitału obcego na finansowanie bieżące w połączeniu z możliwością elastycznego dostosowania KPDP do własnych potrzeb zadecydowały, że udział tych instrumentów finansowych w strukturze zadłużenia firm wzrasta.

Obserwowany jest proces stopniowej zamiany źródeł pozyskiwania kapitału na bieżącą działalność z kredytu bankowego na środki pochodzące bezpośrednio z rynku pieniężnego. Poza korzyściami ilościowymi, stosowanie KPDP w finansowaniu firmy umożliwia między innymi: wzrost prestiżu firmy na rynku, dywersyfikację źródeł finansowania działalności czy brak konieczności ustanawiania zabezpieczeń.

Funkcja lokacyjna KPDP pretenduje je do wykorzystywania jako instrumentu do gromadzenia oszczędności. Przydatność KPDP z punktu widzenia możliwości inwestycyjnych była rozpatrywana w znaczeniu konkurencyjności cenowej i pozacenowej oraz w aspekcie ilościowym. Analiza udziału poszczególnych instrumentów inwestycyjnych w ogólnej sumie ich wartości w Polsce po-

twierdziła istnienie dużych możliwości w tym zakresie w odniesieniu do rynku KPDP. Znaczny poziom ryzyka związany z KPDP zapewnia im dość wysoki poziom rentowności w stosunku do tradycyjnych form lokowania pieniędzy jak depozyty bankowe czy papiery skarbowe. Inwestorzy, poza wysokim poziomem dochodu uzyskiwanym z KPDP, chętnie lokują środki pieniężne z uwagi na ich krótki termin wykupu oraz możliwość elastycznego wykorzystywania tych środków w razie potrzeby bez utraty zysku z lokaty. Wysoki stopień przydatności KPDP jako instrumentów inwestycyjnych potwierdza również fakt, że udział tych instrumentów w portfelach inwestycyjnych przedsiębiorstw sukcesywnie wzrasta. Proces dywersyfikacji portfela inwestycyjnego polega na zakupie KPDP o akceptowanym przez podmiot gospodarczy poziomie ryzyka inwestycyjnego.

KPDP są efektywnym instrumentem finansowym, jednak osłabienie tempa rozwoju gospodarczego na świecie niekorzystnie wpłynęło na sytuację finansową wielu przedsiębiorstw, w tym uczestników rynku KPDP. W efekcie liczba emitentów KPDP ograniczyła się do najbardziej wiarygodnych i największych przedsiębiorstw. Nastąpił również pewien wzrost awersji inwestorów do ryzyka, szczególnie inwestorów instytucjonalnych z sektora usług finansowych, którzy zaczęli wycofywać swoje aktywa z inwestycji w KPDP i lokować je w mniej ryzykownych instrumentach. Ożywienie gospodarcze gospodarki światowej z pewnością zmieni tę sytuację.

W okresie kryzysu światowego polski rynek KPDP z racji krótkiej historii rozwoju nie uległ tak znacznemu obniżeniu pod względem wartości emisji i liczby uczestników jak np. rynek amerykański. Od 1992 r. nastąpiło wiele pozytywnych zmian w zakresie polskiego rynku KPDP. Jedną z nich może być poprawa wiarygodności kredytowej emitentów KPDP, bowiem emitentom o słabej kondycji gospodarczej, nie gwarantującym bezpieczeństwa finansowego dla nabywców ich walorów, banki-agenci emisji nie przedłużyły programów emisji KPDP. Ponadto zachodzą istotne zmiany dotyczące inwestorów instytucjonalnych. Ich potencjał inwestycyjny sukcesywnie wzrasta a wraz z nim rośnie potrzeba zagospodarowywania coraz większej ilości wolnych środków pieniężnych gromadzonych przez fundusze emerytalne, powiernicze czy towarzystwa ubezpieczeniowe. Fakt ten potwierdza istnienie zapotrzebowania na rentowne instrumenty lokacyjne, takie jak KPDP. Rosnący potencjał polskich inwestorów instytucjonalnych oraz wzrost świadomości polskiej kadry zarządzającej w zakresie możliwości stosowania nowoczesnych instrumentów inwestowania i technik pozyskiwania źródeł finansowania, zapewniają polskiemu rynkowi KPDP perspektywy rozwoju.

Kompleksowa analiza rynku KPDP w Polsce wykazała istnienie obszarów wymagających poprawy, które przedstawiono w rozdziale 5. Wyeliminowanie barier rozwoju polskiego rynku KPDP z pewnością poprawiłoby tempo rozwoju rynku i wpłynęłoby na wzrost jego udziału w sferze rynku finansowego. Obserwowany jest wzrost wartości rynku KPDP, jednak stale obniża się liczba emitentów KPDP, co świadczy o słabej kondycji ekonomiczno-finansowej polskich przedsiębiorstw i awersji banków – agentów emisji do ponoszenia ryzyka z tytułu emisji KPDP.