

Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce

Jolanta Onoszko

Wprowadzenie

Pieniężny wymiar gospodarki rynkowej zdecydował, że sektor finansowy jest jednym z kluczowych czynników rozwoju gospodarczego każdego kraju. Stanowi on miejsce zetknięcia się popytu na kapitał w formie pieniężnej i jego podaży. Rynek finansowy stwarza wiele możliwości pozyskiwania i pomnażania środków finansowych przez podmioty gospodarcze za pomocą różnego rodzaju instrumentów finansowych. W ramach tego rynku wyróżnia się rynek kapitałowy i rynek pieniężny.

Rynek pieniężny charakteryzują transakcje o charakterze krótkoterminowym, nieprzekraczające jednego roku. Do podstawowych instrumentów tego rynku zalicza się: bony skarbowe, bony pieniężne, krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (KPD), weksle, czek, akcepty bankowe oraz certyfikaty depozytowe.

Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (KPD) są uznawane za najstarszy instrument rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Historia tych instrumentów zaczęła się w XIX wieku w Stanach Zjednoczonych¹, gdzie określa się je mianem *commercial papers* – CP. Przez długi okres KPD były związane z instytucjami pozabankowymi, jak kolej, kopalnie czy też zakłady przemysłu ciężkiego, dla których ich emisja

stanowiła tańsze źródło kapitału w stosunku do kredytu bankowego. KPD są obecnie wykorzystywane zarówno przez instytucje finansowe, jak i pozafinansowe, w celach pożyczkowych i inwestycyjnych. Banki eliminowane wcześniej z procesu emisji dostosowały się obecnie do roli pośrednika w przeprowadzaniu operacji tymi walorami.

Największy pod względem wielkości zadłużenia i najlepiej rozwinięty rynek CP na świecie mają Stany Zjednoczone. W Polsce pierwsza emisja tych papierów została przeprowadzona w 1992 r. Rynek KPD w Polsce nie jest jeszcze dostatecznie rozwinięty i zorganizowany, jednak jego funkcjonowanie świadczy o dostosowywaniu się polskiej gospodarki do standardów międzynarodowych.

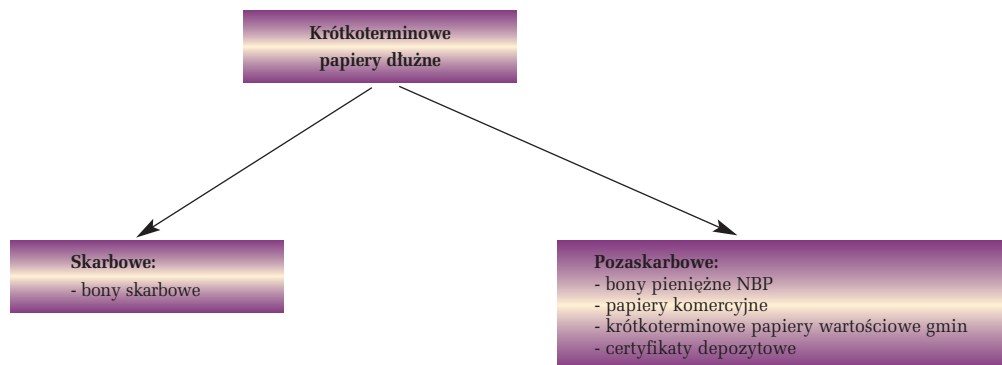
Charakterystyka krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw

Krótkoterminowe papiery dłużne należą do instrumentów rynku pieniężnego. Zasadniczym celem ich emisji jest pozyskanie środków niezbędnych do finansowania bieżącej działalności przedsiębiorstwa.

Ze względu na rodzaj podmiotu emitującego, można je podzielić na:

- publiczne, emitowane przez Skarb Państwa i jednostki samorządu terytorialnego,

¹ P. Żukowski: *Commercial papers – krótkoterminowe papiery dłużne*. „Bank” nr 12, 1995, s. 39.

Schemat 1 *Pojęcie krótkoterminowych papierów dłużnych*

Źródło: M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*. Warszawa 1999 TWIGGER SA, s. 18.

- niepubliczne, emitowane przez przedsiębiorców i banki².

Przedmiotem niniejszej publikacji będą krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw emitowane przez podmioty gospodarcze spoza sektora bankowego, we wcześniejszej nomenklaturze zwane papierami komercyjnymi, które dla uproszczenia będą oznaczane KPD lub CP. Ich miejsce w systematyce kwalifikowanych dokumentów dłużnych przedstawia schemat 1.

Krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw (na schemacie - papiery komercyjne) należą do grupy pozaskarbowych krótkoterminowych papierów dłużnych.

Są to niepubliczne, krótkoterminowe, dłużne dyskontowe papiery (wartościowe) emitowane przez niefinansowe podmioty gospodarcze, działające w różnych sektorach gospodarki, sprzedawane za pośrednictwem agenta w celu finansowania działalności operacyjnej. Stosowane są również inne określenia, jak: krótkoterminowe papiery wierzycielskie, skrypty dłużne lub z angielskiego commercial papers. Z uwagi na niejednoznaczność podstawy prawnej emisji tych instrumentów, o czym będzie mowa w dalszej części artykułu, w praktyce wykorzystywane są też inne określenia, m.in. bony komercyjne, weksle komercyjne, bony dłużne czy komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe (KWIT-y).

KPD są formą długu przedsiębiorstwa (emitenta) zaciągniętego u jego nabywcy (inwestora) w procesie emisji tych papierów, organizowanej i przeprowadzanej w imieniu i na rzecz emitenta przez agenta emisji, którym z reguły jest bank lub (rzadziej) biuro maklerskie. Papiery te stanowią zbywalne zobowiązania pieniężne, co oznacza, że można je odsprzedać przed dniem zapadalności. KPD są papierami na okaziciela,

choć na żądanie inwestora mogą być papierami imiennymi. Są emitowane z określoną wartością nominalną, która w Polsce waha się w granicach od 10 tys. do 1 mln zł. Wśród KPD dominują o wysokich nominałach, np. 100 tys. czy 500 tys. zł z uwagi na ich inwestorów, którymi są głównie duże instytucje finansowe. W Stanach Zjednoczonych CP mogą być sprzedawane w nominałach 100 tys. USD, lecz zazwyczaj jest to co najmniej 1 mln USD. Poza Hiszpanią, gdzie najniższa wartość nominalna CP wynosiła 2,2 tys. USD, oraz Australią (70 tys. USD) i Kanadą (80 tys. USD) w pozostałych krajach wartości nominalne walorów wynoszą po kilkaset tysięcy USD (np. w Japonii około 800 tys. USD)³.

Termin zapadalności (wykupu) KPD wynosi od 7 do 365 dni. W praktyce najczęściej są one emitowane z okresem zapadalności od 1 do 3 miesięcy (największe jest zapotrzebowanie rynku na taki termin wykupu). Badania wykazały, iż średnia zapadalność KPD w Polsce wynosi obecnie około 60 dni⁴. W krajach Unii Europejskiej waha się od 60 do 180 dni⁵, w Stanach Zjednoczonych wynosi zaś zwykle mniej niż 45 dni⁶. Okres wykupu KPD jest zdeterminowany potrzebami finansowymi emitenta. Po okresie wykupu walory mogą być wykupione lub rolowane, co polega na odnawianiu zapadających transz; w praktyce mechanizm ten służy do finansowania średnio- lub długoterminowego.

Z długością okresu wykupu wiąże się ustalenie rentowności (stopy zwrotu) KPD. Jej wysokość jest najczęściej odnoszona do stopy oprocentowania pożyczek

³ D. Wiczorek: *Commercial papers – skrypty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa*. Bankowe ABC nr 41, s. 5, „Bank i Kredyt” nr 4/1998, s. 5.

⁴ *Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych*. Podsumowanie II kwartału 2002. „Rating & Rynek” 2002, s. 1.

⁵ W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*. Warszawa 2001 Wyd. PWN, s. 36.

⁶ Tamże.

² A. Waclawik: *Prawo krótkoterminowych papierów dłużnych*. Zakamycze 2002 Polsko-Niemieckie Centrum Prawa Bankowego UJ, s. 27.

międzybankowych WIBOR, rzadziej do stopnia rentowności bonu skarbowego z odpowiednim terminem zapadalności lub oprocentowania kredytów. Na świecie rentowność tych papierów jest na ogół wyższa od rentowności bonów skarbowych o 1-2 punkty procentowe i oscyluje wokół oprocentowania środków oferowanych na rynku międzybankowym. Wynika to z faktu bezpośredniego przejścia przez inwestora ryzyka niewypłacalności podmiotu. Podobnie jest też w Polsce⁷. Znając wartość nominalną, cenę zakupu oraz okres pozostający do wykupu przez emitenta, można wyliczyć rentowność inwestycji w KPD według następującego wzoru:

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

gdzie:

- Y* - stopa rentowności,
- D* - kwota dyskonta,
- P* - wartość rynkowa (cena bieżąca),
- n* - liczba dni do wykupu.

Z uwagi na sposób ustalenia dochodu wyróżnia się papiery typu **dyskontowego** i **kuponowego**. Papiery dyskontowe, zwane też zerokuponowymi (jest ich zdecydowana większość), podobnie jak bony skarbowe są sprzedawane poniżej wartości nominalnej. Dyskonto jest uzależnione od warunków na rynku pieniężnym i ustalone w dniu sprzedaży papierów. Jest ono naliczane od wartości nominalnej za okres od dnia emisji do dnia poprzedzającego dzień wykupu i płatne jednorazowo w dniu wykupu⁸. Na koniec okresu inwestycyjnego emitent wykupuje KPD, płacąc kwotę równą wartości nominalnej, zawierającą zwrot kapitału i odsetek. W przypadku papierów typu kuponowego inwestor otrzymuje w dniu wykupu wartość nominalną i kupon odsetkowy⁹.

KPD mogą mieć postać tradycyjnego dokumentu, który jest deponowany przez jego posiadacza na rachunku depozytowym (jego poświadczeniem na potrzeby obrotu jest odpis depozytowy zwany też świadectwem depozytowym), czyli mogą mieć **charakter materialny**. Papiery te mogą również funkcjonować w formie zapisów elektronicznych na rachunku papierów wartościowych ich posiadacza, czyli mogą mieć **charakter zdematerializowany**. Obecnie dematerializacja instrumentów finansowych dominuje na światowych rynkach finansowych, bowiem obniża koszty emisji i usprawnia obrót na rynku wtórnym między inwestorami pochodzącymi z różnych części świata. Obsługa rachunków depozytowych jest najczęściej powierzana bankowi - agentowi emisji.

KPD mogą być **zabezpieczone** lub **niezabezpieczone**. Regułą jest emisja bez zabezpieczeń, co stanowi jedną z ich podstawowych cech¹⁰. Oznacza to, że gwarancją zwrotu pożyczki jest płynność emitenta, zdolność do generowania przez niego dochodu, a czasami po prostu jego dobre imię. Pożyczka ta nie jest zabezpieczona aktywami emitenta. Gwarancję zwrotu długu na rynkach rozwiniętych stanowi **rating**, będący oceną wiarygodności kredytowej przedsiębiorstwa. Jego posiadanie jest istotne zwłaszcza na rynku amerykańskim, chociaż staje się on ważny również na rynkach wielu innych krajów na świecie, bowiem ułatwia poszukiwanie inwestorów. W Polsce system ratingu nie zdobył jeszcze wielu zwolenników. W związku z tym emisje czasami mogą być zabezpieczone w formie: zastawu, hipoteki, poręczenia innego podmiotu, dokonania akceptu przez bank (w przypadku weksla komercyjnego trasowanego na bank) lub kredytu udzielonego przez bank organizujący emisję lub inny bank (credit-backed securities) itp.

W związku z omówionymi wyżej cechami KPD, można wyróżnić kilka podstawowych funkcji, które te papiery spełniają, tj. **pożyczkową**, **lokacyjną (inwestycyjną)**, **płatniczą**, **obiegową** i **gwarancyjną**¹¹.

Funkcja pożyczkowa polega na pozyskiwaniu przez emitenta środków finansowych o charakterze zwrotnym ze źródeł zewnętrznych, stanowiących alternatywę m.in. dla kredytów bankowych.

Funkcja lokacyjna, skorelowana z funkcją pożyczkową, jest realizowana przez inwestorów, używających emitentom swoich środków w zamian za określone korzyści (należą one do instrumentów przynoszących stały dochód).

Funkcja płatnicza ma związek z umarzeniem zobowiązań. Wysoki stopień płynności omawianych instrumentów finansowych przesądza o spełnianiu przez nie funkcji obiegowej, związanej ze stopniem rozwoju rynku wtórnego (wciąż słabo rozwiniętego w Polsce).

Funkcja gwarancyjna polega na zwiększeniu pewności, że zobowiązania emitenta zostaną spełnione na rzecz podmiotu wykazanego w dokumencie, a intensywność tej funkcji zależy od istnienia zabezpieczeń wierzycelności, na które opiewają dokumenty.

Emisja KPD odbywa się na podstawie umowy programowej, zawieranej między agentem emisji a emitentem, w ramach programu emisji. Określa on kwotę, jaką maksymalnie może osiągnąć zadłużenie emitenta w dowolnym momencie z tytułu danej emisji. Minimalne wartości emisji kształtują się zazwyczaj w przedziale 5-10 mln zł, chociaż mniejsi emitenci decydują się na emisje w ramach programów o limitach na dużo niższe kwoty. Największe z programów opiewają na kilkaset

⁷ D. Dziawgo: *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym – wybrane aspekty w działalności bankowej*. „Bank i Kredyt” nr 4/1998, s. 5.

⁸ *Memorandum informacyjne. Program emisji obligacji dla Polkomtelt S.A.* Warszawa, 1 czerwca 2002 r.

⁹ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych ...*, op.cit., s. 26.

¹⁰ A. Waclawik: *Prawo krótkoterminowych...*, op.cit., s. 44.

¹¹ Tamże, s. 46-47.

milionów zł. Przeciętne rzeczywiste zadłużenie waha się w granicach 50% wartości programu emisji. Największy program emisji w historii rozwoju polskiego rynku KPD został zorganizowany w 1999 r. przez Bank Handlowy w Warszawie SA dla Telekomunikacji Polskiej SA o wartości limitu 1,4 mld zł. Do największych zaliczane są również programy, zorganizowane dla Elektrociepłowni Warszawskich i spółki Fiat Polska, z których każdy posiada limit w kwocie 1 mln zł. Z regulacji programy emisji trwają od 1 roku do 3 lat¹².

W ramach programu emisji możliwe jest tzw. rolowanie (rolling over) zapadających transz, o czym była mowa wcześniej.

Emisje omawianych papierów mogą mieć charakter emisji:

- **niepublicznych**, kierowanych do określonego kręgu odbiorców lub odbiorcy (ryzyko niedojścia do skutku takiej transakcji jest znikome) i takie są w Polsce praktykowane oraz

- **publicznych**, polegających na skierowaniu oferty nabycia do nieoznaczonego kręgu adresatów lub do określonych nabywców w liczbie powyżej 300 (zgodnie z definicją oferty publicznej zawartej w art. 2 ust. 1 ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi¹³).

Źródła prawa dla emisji krótkoterminowych papierów dłużnych

W Polsce nie ma aktu prawnego, który w sposób całościowy i jednolity regulowałby emisję KPD przedsiębiorstw i obrót nimi, dlatego emitenci opierają swoje emisje na poniżej wskazanych podstawach prawnych:

- Kodeks cywilny z 1964 r.,
- Prawo wekslowe z 1936 r.,
- Ustawa o obligacjach z 1995 r.

Dopuszczalność konstruowania krótkoterminowych papierów dłużnych na podstawie Kodeksu cywilnego i Prawa wekslowego była wielokrotnie kwestionowana – w przypadku weksli ze względu na rygoryzm reżimu wekslowego, a w przypadku regulacji papierów wartościowych z Kodeksu cywilnego – z powodu istnienia w polskiej doktrynie poglądu o istnieniu zamkniętego katalogu papierów wartościowych (zasada numerus clausus)¹⁴.

Za najbardziej użyteczną podstawę prawną emisji tych papierów uznano regulację prawną dotyczącą obligacji. Nowelizacja ustawy o obligacjach z 2000 r., spowodowała, że obecnie emisje oparte na wskazanej ustawie należą do najbardziej popularnych i stanowią ponad 60% całkowitej wartości polskich emisji. Do tego

czasu najczęstsze były emisje oparte na konstrukcji weksla. W 1999 r. aż około 80% emisji opierało się na Prawie wekslowym, a w I kwartale 2001 r. już tylko 38%¹⁵.

Na wzrost emisji KPD w formie obligacji wpłynęły następujące czynniki:

- **Liberalizacja regulacji prawnej obligacji**, polegająca na: zniesieniu obowiązku zabezpieczenia emisji (obecnie ma ono charakter fakultatywny) i 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 nie wyższej niż 40 tys. EUR, zgodnie z art. 5c ust. 1 ustawy o obligacjach.

- **Rezygnacja z restrykcji dotyczącej emitentów, którzy musieli składać sprawozdania finansowe za kolejne trzy lata obrachunkowe.**

- **Wzrost poziomu lokat w te papiery ze strony niektórych inwestorów, zwłaszcza z sektora ubezpieczeniowego.** 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.¹⁶). Z uwagi na posiadaną wartość aktywów, towarzystwa ubezpieczeniowe należą do kategorii inwestorów, której pozyskanie jest wyjątkowo ważne dla emitentów.

- **Brak obciążeń podatkowych (zwolnienie od podatku od czynności cywilnoprawnych) dla inwestorów będących płatnikami podatku VAT przy dokonywaniu wtórnego obrotu obligacjami¹⁷.**

Skutkiem różnorodności podstaw prawnych jest niejednorodność stosowanego nazewnictwa KPD. Papiery oparte na konstrukcji weksla zwane są w praktyce najczęściej weksłami komercyjnymi, weksłami krótkoterminowymi lub komercyjnymi weksłami inwestycyjno-terminowymi (KWIT-y). Kodeks cywilny jest podstawą prawną emisji różnego rodzaju bonów. Papiery o konstrukcji prawnej opartej na Ustawie o obligacjach nazywane są obligacjami krótkoterminowymi lub po prostu krótkoterminowymi papierami dłużnymi¹⁸.

Ostatnią podstawę prawną emisji KPD w Polsce stanowią przepisy prawa bankowego o bankowych papierach wartościowych. Stosowane są one jednak w przypadkach emisji bankowych papierów wartościowych w formie certyfikatów bankowych. Nie są one przedmiotem niniejszej prezentacji.

¹⁵ Dane z raportów CERA SA.

¹⁶ Ustawa z dnia 28 lipca 1990r. o działalności ubezpieczeniowej, Dz.U. z 1996 r., Nr 11, poz. 62 ze zm.

¹⁷ Uchwała NSA z 27 listopada 2000 r., FPS 5/2000, ONSA 2001, nr 3, poz. 96.

¹⁸ M. Nowak: *Rynek papierów komercyjnych w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 3/1998, s. 52-53.

¹² M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, op.cit., s. 26-27.

¹³ Dz.U. 97.118.754 wraz ze zmianami.

¹⁴ A. Waclawik: *Prawo krótkoterminowych papierów...*, op.cit., s. 32.

Proces emisji KPD

W proces emisji KPD angażuje się kilka grup podmiotów: emitentów, inwestorów, pośredników (banki) i agencję ratingową.

Emisja jest inicjowana przez emitentów, do których należą podmioty zainteresowane pozyskaniem środków bezpośrednio na rynku pieniężnym. Początkowo emitentami były spółki giełdowe i filie koncernów zagranicznych działające w Polsce. W 1995 r. do ich grona dołączyły inne polskie przedsiębiorstwa produkcyjne, handlowe, usługowe nienotowane na giełdzie. Dostęp do rynku emitentów mają przede wszystkim firmy mające wiarygodność kredytową i stabilną sytuację finansową. Liczba emitentów KPD w Polsce sukcesywnie wzrastała od momentu powstania ich rynku CP, tj. od 1992 r. do 2000 r. 328 emitentów. Jednak trudna sytuacja polskiej gospodarki i pogarszająca się kondycja finansowa przedsiębiorstw spowodowały obniżenie tej liczby na koniec 2001 r. do 309. Na koniec września 2002 r. liczba emitentów zmniejszyła się do 278¹⁹, a na koniec grudnia 2002 roku wynosiła 272²⁰. Przykłady niespłacenia zadłużenia przez kilka znaczących przedsiębiorstw, m.in. Elektrim i Netię, wpływają na powstawanie coraz poważniejszych barier wejścia na krajowy rynek instrumentów dłużnych. Grono emitentów opuszczają przede wszystkim mniejsze przedsiębiorstwa. Ponadto banki organizujące emisje coraz częściej rezygnują ze współpracy z podmiotami o niskiej wiarygodności kredytowej.

Drugą ważną grupę w procesie emisji KPD stanowią inwestorzy. Są to przedsiębiorstwa dysponujące krótkoterminowymi nadwyżkami środków pieniężnych, które mogą korzystnie ulokować nabywając tego rodzaju papiery. W gronie inwestorów znajdują się: przedsiębiorstwa, fundusze inwestycyjne, departamenty inwestycyjne banków, fundusze powiernicze, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, NFI, fundacje, inwestorzy zagraniczni, a nawet osoby fizyczne. Większość programów emisji z założenia jest kierowana do wybranych inwestorów mówi się wówczas o emisjach niepublicznych. Jeszcze przed rozpoczęciem takiej emisji dochodzi do porozumienia między emitentem a inwestorem m.in. co do rodzaju emitowanego papieru, terminu wykupu, wielkości emisji oraz jego wartości jednostkowej. Zabiegi te minimalizują ryzyko niedojścia do skutku emisji. Obecna sytuację na polskim rynku w zakresie inwestorów przedstawia wykres 1.

Najważniejszymi podmiotami w omawianym zakresie są banki i przedsiębiorstwa, co widać na wykresie 1. Największym zainteresowaniem inwestorów CP w Polsce cieszą się walory mające gwarancję zagranicz-

nych spółek-matek. Z uwagi na liczne bankructwa firm, utrzymujące się spowolnienie gospodarcze kraju oraz napływające z zagranicy informacje o obniżeniu ratingów wielu renomowanych przedsiębiorstw lub bankructwach (np. Enron) inwestorzy stali się bardziej ostrożni i oczekują wyższych marż za rosące ryzyko.

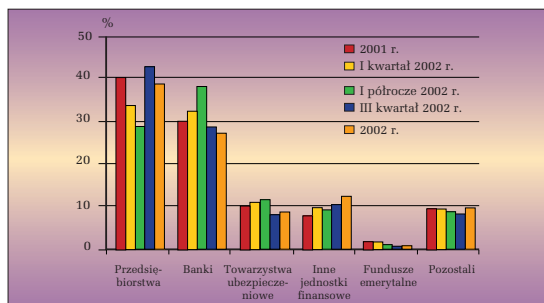
W Polsce nie ma formalnych ograniczeń w dostępie emitentów do rynku CP, jednak istnieją ograniczenia w zakresie lokowania środków w KPD przez niektóre grupy podmiotów. Ograniczenie o charakterze ilościowym to ustanowiony dla towarzystw ubezpieczeniowych limit 5% aktywów techniczno-ubezpieczeniowych, który zgodnie z ustawą może być przeznaczony na inwestycje w papiery dłużne (art. 64 ust. 1 pkt. 5 u.dz.ub.). Przykładami barier o charakterze jakościowym są: zakaz lokowania środków towarzystwa emerytalnego w dłużne papiery wartościowe inne niż obligacje czy zakaz inwestowania przez towarzystwa emerytalne w papiery dłużne spółek nie będących spółkami publicznymi (art. 141 ust. 1 pkt. 13 u.f.e.²¹).

Odrębną instytucją, która może być zaangażowana w proces emisji, jest **agencja ratingowa**. W Polsce jest to Fitch Polska SA, która powstała w 1996 r., a rozpoczęła działalność w 1997 r. Jej pierwotna nazwa brzmiała Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz CERA SA. W grudniu 1998 r. strategicznym udziałowcem agencji został Thomson Financial Bank Watch (52,5% udziałów), a pod koniec 2000 r. głównym udziałowcem stała się amerykańska agencja ratingowa Fitch Investors Service Inc. (79,9% udziałów). W rezultacie w listopadzie 2001 r. zmieniła się nazwa agencji z CERA SA na Fitch Polska SA.

Znaczenie agencji ratingowej w procesie emisji KPD na świecie jest bardzo duże. Przeprowadzone badania wykazały istnienie ścisłego związku między ocenami nadawanymi emitentom przez agencje ratingowe a prawdopodobieństwem niespłacenia zobowiązania przez emitenta. W Stanach Zjednoczonych około 95%

²¹ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (Dz.U.Nr 139, poz. 934).

Wykres 1 Struktura rynku pozaskarbowych papierów dłużnych według nabywców w okresie 2001 - 2002



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Raport o stanie rynku. „Rating & Rynek”, styczeń 2002, s. 1; Podsumowanie II kwartału 2002 r. Fitch Rating, 2002, s. 2; Podsumowanie III kwartału 2002 r., Fitch Rating, 2002, s. 2; Podsumowanie VI kwartału 2002 r., Fitch Rating, 2002, s. 2.

¹⁹ „Rzeczpospolita” nr 234 z dnia 7.10.2002 r.

²⁰ Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 4 kwartału 2002r. Raport Fitch Polska S.A., 2002, s.1.

emisji jest objętych ratingiem, a w Europie Zachodniej blisko 40% emisji. Powoduje to, że w Europie większy odsetek emisji pozostaje niewykupiony przez emitentów. W latach 1989-1991 emitenci w Europie nie byli w stanie wykupić 0,024% całkowitej kwoty emisji, natomiast w Stanach Zjednoczonych tylko 0,004%²². Do najbardziej znanych i liczących się agencji ratingowych na świecie należą: Standard & Poor's Inc, Moody's Investors Service, Fitch Investors Services Corp., Duff & Phelps Inc. Wysokość przyznanej oceny ratingowej wpływa na koszt pozyskania środków przez emitentów i łatwość zdobycia inwestorów. Im jest ona wyższa, tym bezpieczniejszy jest instrument i tym tańszy kapitał zostanie pozyskany przez emitenta. W Polsce znaczenie ratingu w procesie emisji zaczyna wzrastać, tym bardziej, że coraz częściej zdarzają się przypadki niewykupienia emisji przez emitenta (ostatnio np. Elektrim).

Rola banku w procesie emisji KPD

Z organizacyjnego punktu widzenia papiery te mogą być sprzedawane bezpośrednio inwestorom lub poprzez wyspecjalizowany podmiot, umożliwiający dojście do skutku emisji (w Polsce najczęściej jest to bank), która spełnia co najmniej pięć funkcji: organizatora, **agenta emisji**, agenta płatniczego, dealera i depozytariusza²³. W praktyce spotyka się o wiele więcej terminów stosowanych do opisu funkcji spełnianych przez agentów w procesie emisji CP, np. market maker, powiernik emisji, subemitent itp. Potocznie ww. podmiot często określa się mianem agenta emisji. Dla uproszczenia w poniższym tekście również nazwa ta zostanie zastosowana, mając na względzie powyższe uwagi.

Proces emisji jest inicjowany poprzez zawarcie wstępnego porozumienia między emitentem a bankiem i ustalenie parametrów przyszłej emisji, takich jak: kwota programu emisji, data uruchomienia programu, terminy wykupu KPD. Potencjalny emitent dostarcza bankowi informacje, umożliwiające ocenę jego wiarygodności kredytowej. Jeżeli wynik oceny jest pozytywny przygotowuje się memorandum informacyjne zawierające informacje o emitencie, m.in. dotyczące statusu prawnego, zdolności do podejmowania czynności prawnych, w tym umów kredytowych, struktury kapitałowej, zakresu działalności, szans i zagrożeń, strategii i polityki inwestycyjnej, perspektywy rozwoju. Załączniki stanowią sprawozdania finansowe emitenta: bilans, rachunek zysków i strat, rachunek przepływów pieniężnych. Kolejnym etapem jest zawarcie umowy programowej, konstruowa-

nej przez bank, zawierającej wszystkie szczegóły dotyczące programu emisji, tj. nominały, wielkość emisji, termin wykupu i harmonogram przeprowadzania kolejnych emisji w przypadku papierów w transzach, nazwy dealerów, formułę prawną instrumentu i jej konsekwencje²⁴.

Po uruchomieniu emisji bank składa w imieniu emitenta oferty nabycia potencjalnym inwestorom. Z reguły jest to grupa wyselekcjonowanych kilkudziesięciu podmiotów, stąd oferta ma charakter niepubliczny. Oferowanie inwestorom KPD odbywa się najczęściej zgodnie z zasadą najwyższej staranności (ang. best effort). W sytuacji gdy emitent nie ma poręczenia, udzielanego z reguły przez zachodnie koncerny swoim firmom w Polsce, bank może podjąć się pełnienia funkcji gwaranta nieobjętej przez inwestorów części lub całości emisji. Wówczas mówi się o programie emisji z gwarancją sprzedaży (underwriting). Program emisji KPD może być uzupełniony celową linią kredytową, z której środki będą przekazywane emitentowi tylko i wyłącznie w przypadku niewystarczającego popytu ze strony inwestorów. W tej sytuacji mamy do czynienia z zapewnieniem płynności finansowej emitenta przez bank. Bank może również uruchomić program z gwarancją wykupu lub z linią kredytową przeznaczoną na wykup, w przypadku okresowych kłopotów finansowych spółki. Powyższe konstrukcje programów emisji mogą być również ze sobą łączone²⁵.

Proces plasowania emisji trwa około dwóch tygodni. Kolejne transze są uruchamiane po powiadomieniu agenta o zamiarze wyemitowania następnej transzy, ustaleniu warunków emisji i uplasowaniu jej na rynku przez bank. Pozyskanie środków w ramach już uruchomionego programu, w kolejnej transzy, jest możliwe w ciągu około 2 dni. Niektórzy emitenci uruchamiają programy emisji u kilku agentów emisji, aby poszerzyć grono potencjalnych inwestorów. Zdarza się, że w przypadku dużych wartościowo emisji banki organizują konsorcja w celu rozłożenia ryzyka.

Uproszczony proces pozyskiwania kapitału bezpośrednio z rynku pieniężnego, bez udziału banku, przedstawiono na schemacie 2.

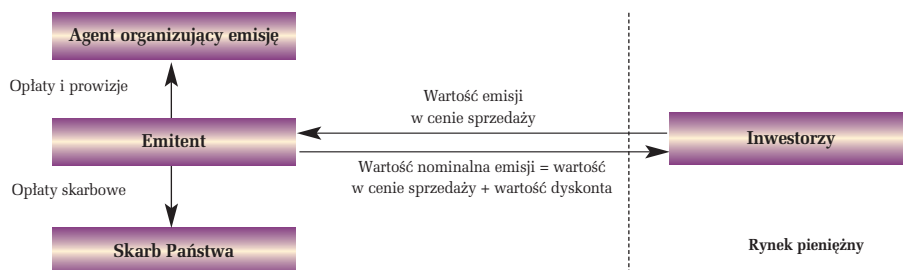
Poza wskazanymi wyżej czynnościami bank-agent emisji zobowiązuje się do prowadzenia depozytu KPD i pełnej obsługi zobowiązań wystawcy wobec nabywców. Ponadto pełni istotną funkcję w zakresie tworzenia rynku wtórnego jako market marker, czyli organizator rynku. Polega to na nabywaniu od inwestorów papierów w celu ich dalszej odsprzedaży. Odbywa się to w formie kwotowania cen widełkowych, podawanych również w prasie finansowej. Istnienie organizatora rynku wtórnego ma decydujący wpływ na płynność te-

²² W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*, op.cit., s. 36.

²³ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych...*, op.cit., s. 68 i dalsze.

²⁴ I. D. Czechowska: *Zmiany ilościowe i jakościowe...*, op.cit., s.25.

²⁵ Materiały Banku Handlowego w Warszawie SA. Katalog usług i produktów dla firm i instytucji.

Schemat 1 *Pozyskiwanie środków poprzez emisję KPD*

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Twigger SA Warszawa 1999, s.117.

go segmentu rynku. Podobnie jak rynek pierwotny, także rynek wtórny KPD przeznaczony jest przede wszystkim dla inwestorów instytucjonalnych. W Polsce mówi się o atomizacji rynku wtórnego, bowiem każdy bank-agent tworzy swój własny rynek.

Powyższy opis nie wyczerpuje wszystkich możliwości w zakresie operacji dokonywanych przez bank w procesie emisji²⁶.

Przedsiębiorstwo z tytułu emisji KPD ponosi koszty, w których główny udział ma dyskonto (ponosi je każdy emitent). Do kosztów należą też opłaty i prowizje, tj.: prowizja banku za przygotowanie programu emisji, wynosząca z reguły nieco poniżej 0,25% wartości nominalnej programu (płatna jednorazowo, ustalana w procesie negocjacji), prowizja banku za plasowanie emisji (procent od wartości nominalnej uplasowanej emisji, rzędu 0,25% w skali roku) oraz, w przypadku weksli, opłata skarbową w wysokości 0,1% wartości nominalnej. Emitent może, ale nie musi ponosić wszystkich rodzajów opłat i prowizji, reguluje to zawarta z bankiem umowa.

Opłaty i prowizje pobierane z tytułu organizacji emisji KPD stanowią dla banków-agentów źródło dodatkowych dochodów pozaodsetkowych. Jest to istotne z punktu widzenia obniżających się stóp procentowych i malejących się przychodów z tytułu odsetek. W I kwartale 2001 r. przychody z tytułu odsetek w sektorze bankowym wynosiły 13,7 mln zł, natomiast w I kwartale 2002 r. obniżyły się do 9,9 mln zł²⁷. Ponadto bank może być również inwestorem, udzielając kredytu na zakup emitowanych bonów. Inwestowanie w KPD ma dla banku jeszcze jedną istotną zaletę. Inwestowanie w KPD daje bankom możliwość aktywnego zarządzania portfelem aktywów²⁸. Ponadto może prowadzić do rozszerzenia bazy klientów i w znacznym stopniu przyczynić się do poprawy dochodów banku.

Pierwszym bankiem-agentem emisji KPD był **Polski Bank Rozwoju SA**, który w 1992 r. zapoczątkował

funkcjonowanie rynku tych instrumentów w Polsce. W 1993 r. dołączyły do niego: ING Bank Warszawa i Citibank (Poland) SA. W 1996 r. po raz pierwszy jako agenci emisji rozpoczęły działalność banki wydzielone w 1989 r. z NBP, tj. Bank Śląski SA, Bank Gdański SA, Bank Przemysłowo-Handlowy SA oraz Powszechny Bank Kredytowy SA. W 1998 r. w wyniku fuzji PBR z BRE wszystkie programy zorganizowane przez PBR zostały przejęte przez BRE Bank SA. Obniżenie liczby agentów emisji z 27 na koniec 2000 r. do 25 na koniec 2001 r. było spowodowane kilkoma fuzjami w sektorze bankowym: Banku Handlowego SA z Citibank (Poland) SA, WBK SA z Bankiem Zachodnim SA oraz ING Barings z Bankiem Śląskim SA Bank Handlowy SA połączył się w marcu 2001 r. z Citibank (Poland) SA, dzięki czemu stał się największym organizatorem emisji commercial papers. Udział najaktywniejszych agentów emisji w rynku w okresie od 1998 r. do września 2002 r. przedstawia wykres 2.

Na polskim rynku KPD dominują banki zagraniczne i banki sprywatyzowane z większościowym udziałem kapitału zagranicznego.

Zarys historii rozwoju zagranicznych rynków KPD

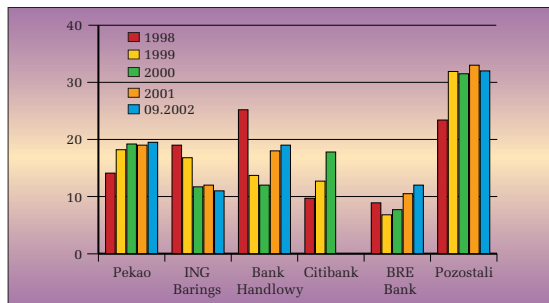
Finansowanie działalności przy wykorzystaniu KPD zostało zapoczątkowane pod koniec XIX wieku w Stanach Zjednoczonych. Rynek ten zaczął przybierać dość duże rozmiary na początku lat dwudziestych XX wieku, notując 2200 emitentów i łączne zadłużenie wynoszące 700 mln USD. Kryzys lat trzydziestych znacznie zahamował wzrost rynku, którego intensywny rozwój rozpoczął się w latach sześćdziesiątych XX wieku i trwa do dzisiaj. Pojawienie się KPD w USA było odpowiedzią na ograniczenie możliwości kredytowych banków i coraz bardziej restrykcyjne procedury przy udzielaniu pożyczek. W efekcie pojawiło się zjawisko zwane odpośredniczeniem (desintermediation), polegające na sukcesywnym zmniejszaniu się roli banków w wypełnianiu ich kapitałowej funkcji systemu finansowego

²⁶ Por. szerzej M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych ...*, op.cit.

²⁷ Dane za: *Sytuacja finansowa banków w I kwartale 2002 r.*, Synteza. Opracowanie Narodowego Banku Polskiego, Warszawa, lipiec 2002, s. 52.

²⁸ D. Dziawgo: *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym...*, op.cit., s. 6.

Wykres 2. Udział najaktywniejszych agentów emisji w rynku KPD w okresie styczeń 1998 - wrzesień 2002 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie: Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Raport o stanie rynku, „Rating & Rynek”, marzec 2000, styczeń 2001, Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku, „Rating & Rynek”, styczeń 2002; Podsumowanie III kwartału 2002r., Fitch Polska SA, 2002, s. 2..

wskutek pozyskiwania przez przedsiębiorstwa środków finansowych bezpośrednio z rynku. Potwierdzają to przytaczane dalej dane statystyczne. W USA w 1978 r. korporacje o aktywach przekraczających 1 mld USD finansowały swoje krótkoterminowe potrzeby finansowe w 33% poprzez emisję papierów typu commercial papers, a w 59% poprzez kredyty bankowe²⁹.

W latach osiemdziesiątych doszło do odwrócenia tych proporcji. Ponad 50% finansowania krótkoterminowych potrzeb finansowych różnych instytucji przypadało na papiery wartościowe typu commercial papers. Krótkoterminowy kredyt bankowy stracił zatem na znaczeniu. W tym okresie rozwój tego rynku w Stanach Zjednoczonych wiązał się z ekspansją funduszy wzajemnego inwestowania (mutual funds), które znaczną część swoich aktywów przeznaczały na zakup tych instrumentów. Od tego czasu coraz więcej emitentów decydowało się na dokonywanie emisji za pośrednictwem banku-agenta (dotąd powszechne były emisje bezpośrednie; firma sama poszukiwała nabywców swoich papierów).

Oprócz zwiększenia liczby krajowych emitentów w USA lata osiemdziesiąte przyniosły znaczny wzrost liczby emitentów pochodzenia zagranicznego, głównie mających siedzibę w Europie. Zaczął powstawać Eurorynek, na którym wystawiane były tzw. euro commercial papers. Walory te są denominowane w innej walucie niż waluta kraju, z którego pochodzi emitent, i sprzedawane na rynkach zagranicznych. Od 1984 r. zostało uruchomionych około 2.800 emisji euro commercial papers. Kształtowanie się europejskiego rynku CP według wartości emisji przedstawia wykres 3.

Na Eurorynku wśród emitentów dominują banki (59%) i przedsiębiorstwa (26%). CP są obecnie denominowane głównie w pięciu walutach, tj. USD, EUR, GBP, CHF i YEN. Dolar amerykański jest nadal dominującą

walutą, jednak duży udział ma również euro; ilustruje to wykres 4. Jeszcze w 1998 r. udział programów emisji w dolarach amerykańskich na Eurorynku wynosił 63%, a w 1992 r. aż 83%.

Rynki KPD są bardzo skoncentrowane. Prawie we wszystkich krajach wartość wyemitowanych KPD przez co najwyżej 15% firm stanowi co najmniej 50% wartości CP w obiegu. Dużą koncentrację na rynku potwierdza także udział 5 największych emitentów w całkowitej kwocie zadłużenia wynikającego z emisji KPD. Poza Eurorynkiem i Stanami Zjednoczonymi w pozostałych krajach wartość walorów wyemitowanych przez 5 największych emitentów stanowi ponad 24% całkowitej wartości KPD wystawionych na danym rynku³⁰.

Do czołowych banków-agentów emisji na Eurorynku należą: Citigroup, Deutsche Bank, Barclays, Goldman Sachs, J.P.Morgan Chase i Lehman's. Wspólnie wyemitowały CP o wartości zadłużenia około 240 mld USD. Liderem na rynku od 1984 r. jest Citigroup, którego udział w rynku emisji wynosi 60 mld USD³¹.

W 2000 r. stosunek pożyczek zaciągniętych w USA w drodze emisji KPD (około 300 mld USD) do kredytów zaciągniętych przez przedsiębiorstwa (około 900 mld USD) wyniósł 33,33%³². W Polsce relacja ta kształtowała się na poziomie 6,5%.

Wartość rynku KPD w Stanach Zjednoczonych kształtowała się w czerwcu 2002 r. na poziomie 1.500 mld USD.

Kształtowanie się rynku KPD w Polsce od 1992 r.

Pierwszą instytucją w Polsce, która zaproponowała swoim klientom finansowanie za pomocą krótkoterminowych instrumentów dłużnych, był **Polski Bank Rozwoju SA**. W 1992 r. PBR przeprowadził 7 emisji bonów komercyjnych o wartości nominalnej 34,6 mln zł, w tym pierwszą emisję tzw. bonów komercyjnych dla spółki Próchnik SA. Od 1992 r. do końca 1995 r. był on liderem, pośrednicząc przy emisjach na łączną kwotę 1,1 mld zł. Emitentami bonów komercyjnych mogły być spółki prawa handlowego, spółki giełdowe oraz przedsiębiorstwa państwowe.

W 1993 r. liczba emisji na całym rynku wzrosła do 42, a ich wartość do 554,3 mln zł. W następnym roku bony komercyjne wyemitowano 56 razy, a ich wartość nominalna przekroczyła 1,5 mld zł. W 1994 r. wśród emitentów dominowały spółki z udziałem kapitału zagranicznego, jak Pepsico, Lever, Fiat, AGA Gaz, Tchibo i Henkel, które mogły skorzystać z gwarancji spółek-matek jako zabezpieczenia wyemitowanych instrumentów finansowych.

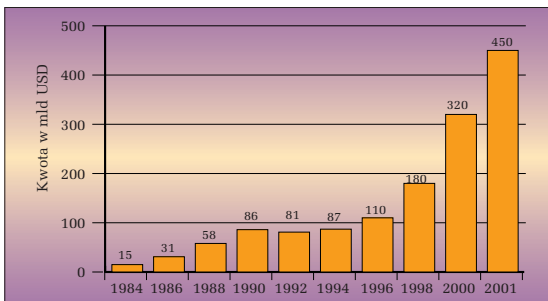
²⁹ D. Wiczorek: *Commercial papers – skrypty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa*. „Bank i Kredyt” nr 4/1998 Bankowe ABC, s. 5.

³¹ Dane na podstawie materiałów Citigroup.

³² R. Walkiewicz: *Bankowość inwestycyjna*. Warszawa 2001, s. 119 i n.

²⁹ K. Czerkas: *Bankowość inwestycyjna w systemie finansowym. Wnioski dla Polski*. Materiały i Studia, Zeszyt nr 93, Warszawa, sierpień 1999, s. 16.

Wykres 3 *Kształtowanie się rynku KPD w Europie w latach 1984 - 2001*



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

Mimo znaczącego wzrostu wartości emisji w 1995 r. tylko 2,1% środków na rynku pieniężnym było ulokowanych w KPD. Początkowo emisje oparte były na prawie cywilnym i wekslowym, a w 1995 r. wprowadzono ustawę o obligacjach, która była trzecim aktem prawnym regulującym wiele późniejszych emisji papierów dłużnych i obecnie dominuje.

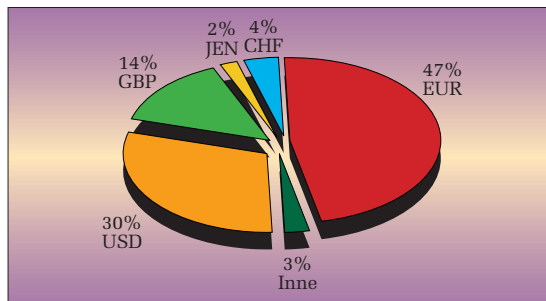
W 1996 r. odnotowano był dalszy, znacznie przyspieszony, rozwój rynku commercial papers, na którym pojawiły się istotne zmiany jakościowe. Niektórzy emitenci nie wywiązali się ze zobowiązania i nie wykupili walorów w terminie. Wzrosła maksymalna wartość uruchomionego na rynku programu, która dotychczas nie przekraczała 100 mln zł (największa dla Elbrowery 90 mln zł, agent ING Bank). W lipcu 1996 r. do emisji KPD przystąpił Ford Credit Europe plc, a wartość programu wyniosła 200 mln zł. Łączna wartość wszystkich programów emisji w 1996 r. opiewała na kwotę 5 mld zł.

Według stanu na koniec 1997 r., emisji dokonało 113 podmiotów, a wartość rynku wynosiła 2,5 mld zł. Największe programy emisji KPD w 1997 r. zostały zorganizowane m.in. dla: Telekomunikacji Polskiej SA (limit 350 mln zł) przez Bank Handlowy w Warszawie SA oraz Elektrimu SA (limit 100 mln zł) przez Bank Pekao SA. W 1997 r. dynamika nowych emisji KPD została nieco zahamowana.

Na koniec 1998 r. wartość rynku ukształtowała się na poziomie 5,6 mld zł, co stanowiło wzrost o 120,5% w stosunku do wyniku na koniec 1997 r. Liczba emitentów wyniosła 176 spółek. Do największych programów emisji uruchomionych w 1998 r. należy zaliczyć emisje dla: Stomilu Olsztyn SA o limicie 100 mln zł (organizator emisji Citibank), i Elektrimu za pośrednictwem Banku Pekao SA (limit programu podwyższono ze 100 mln zł do 200 mln zł).

Wartość zadłużenia z tytułu wyemitowanych KPD w 1999 r. wzrosła jedynie o 19% w stosunku do końca 1998 r., do poziomu 6,7 mld zł. Wyraźne wyhamowanie tempa wzrostu liczby emisji w 1999 r. było spowodowane sytuacją gospodarczą Polski, która nadal odczuwała konsekwencje kryzysu rosyjskiego i azjatyckiego. Mimo

Wykres 4 *Udział poszczególnych walut w emisjach ogółem na Eurorynku (stan na koniec czerwca 2002 r. i grudnia 2002 r.)*



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

to od 1997 r. liczba emitentów się podwoiła i na koniec 1999 r. wynosiła 229. Wśród nich znajdowały się zarówno największe polskie spółki, jak TP SA czy Polskie Sieci Elektroenergetyczne SA, jak i spółki o przychodach poniżej 100 mln zł. Spośród 252 programów zorganizowanych w 1999 r. do największych należał program dla TP SA, którego limit wzrósł do 1,4 mld zł. Największą liczbę emisji w omawianym okresie przeprowadzono w branży budowlanej (43) i leasingowej (36). Pod względem wartości programów dominowała branża spożywcza (1,8 mld zł) i teleinformatyczna (1,7 mld zł).

Ożywienie gospodarcze Polski, które pojawiło się w III kwartale 1999 r., wpłynęło w 2000 r. na wzrost zainteresowania podmiotów finansowaniem poprzez emisje KPD pomimo utrzymujących się od 1999 r. wysokich stóp procentowych. Efektem tego był wzrost liczby emitentów w 2000 r. do 328 spółek. Zadłużenie z tytułu KPD ukształtowało się na poziomie 10,9 mld PLN, czyli wzrosło o ponad 64% w porównaniu z rokiem poprzednim. Wśród podmiotów emitujących papiery komercyjne najwięcej w 2000 r. było spółek z branży budowlanej, leasingowej, sektora energetycznego i branży spożywczej. Programy o największej łącznej wartości dotyczyły budownictwa (1,9 mld zł) i branży samochodowej (1,8 mld zł). W 2000 r. najbardziej wzrosła wartość programów emitowanych przez firmy leasingowe oraz spółki z branży samochodowej.

Warto zauważyć, że w ciągu ostatnich dwóch lat na rynku KPD widoczna była odwrotna zależność. W 2000 r. wartość rynku wzrosła o ponad 50% przy rosnących stopach procentowych. W 1999 r. natomiast dynamika wzrostu wartości rynku wyniosła niewiele ponad 20% w warunkach dużego spadku stóp procentowych.

Wartość zadłużenia z tytułu emisji KPD na koniec 2001 r. ukształtowała się na poziomie 12,7 mld zł. W porównaniu ze stanem na koniec 2000 r. było ono wyższe o 16,4%. Wartość sprzedanych bonów skarbowych wzrosła natomiast o ponad 25%. W 2001 r. najważniejszymi czynnikami zewnętrznymi wpływającymi na rynek pozaskarbowych papierów dłużnych były nadal: znaczny spadek rynkowych stóp procentowych oraz pogarszająca się

Tabela 1 Największe aktualne programy emisji commercial papers (stan na 31.12.2001 r.)

Emitent	Organizator emisji	Limit programu (mln zł)
Elektrociepłownie Warszawskie	Bank Handlowy w Warszawie SA	1 000
Fiat Polska	Bank Handlowy w Warszawie	
	SA/ING Bank	1 000
Telefonia Lokalna	Bank Pekao SA	915
Elektrim	Bank Pekao SA	800
AIG Bank Polska	ABN AMRO	700
PKN Orlen	Bank Handlowy w Warszawie SA	700
Nestle Polska	Bank Handlowy w Warszawie	
	SA/ING Bank	550
Pekao Factoring	Bank Pekao SA	550

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

sytuacja finansowa przedsiębiorstw, która wpłynęła na zmniejszenie liczby emitentów papierów komercyjnych. Liczba spółek finansujących się poprzez emisję KPD zmniejszyła się z 344 na początku roku do 309 według stanu na koniec grudnia (wykres 5). Część spółek miała kłopoty z wykupem papierów, 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. W omawianym okresie kilku emitentów zostało postawionych w stan upadłości, m.in. Beton Stal, ST Group, Centrum Leasingu i Finansów CLIF.

Wzrost wartości rynku w 2001 r. był spowodowany pojawieniem się na rynku kilkunastu nowych programów o znacznej wartości, uruchomionych między innymi przez: Elektrociepłownie Warszawskie, przedsiębiorstwo Fiat Polska, Telefonię Lokalną, PKN Orlen oraz spółki z Grupy Nestle. Wskazane programy należą do największych w historii rozwoju rynku KPD.

Na koniec II kwartału 2002 r. wartość pozaskarbowych instrumentów dłużnych wyniosła 18,1 mld zł, co oznacza wzrost o 3,5% w porównaniu z końcem I kwartału 2002 r. Dla porównania, w II kwartale 2001 r. wartość rynku wyniosła 15,5 mld zł. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych był największym segmentem w rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Wartość zadłużenia z tytułu emisji CP wynosiła 12,2 mld zł. Pojawiło się kilkanaście nowych programów emisji, wśród których największy, na kwotę 1 mld zł, zorganizowało konsorcjum Banku Handlowego SA i BRE Banku SA dla przedsiębiorstw z grupy Volkswagena (Volkswagen Poznań SA, Volkswagen Motor Polska Sp. z o.o., Volkswagen Leasing Polska Sp. z o.o., Coordination Center Volkswagen NV/SA). Znaczący jest również program emisji KPD dla spółki Polkomtel SA na kwotę 500 mln PLN, zorganizowany przez konsorcjum: Bank Handlowy SA, BPH PBK SA, Deutsche Bank SA, ING Bank Śląski SA.

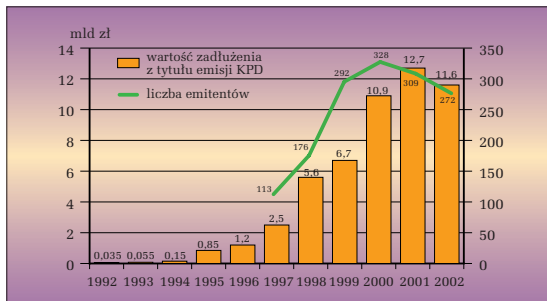
Na koniec września 2002 r. wartość rynku pozaskarbowych papierów dłużnych wynosiła 18,2 mld zł.

Zadłużenie z tytułu emisji KPD w tym okresie utrzymywało się na poziomie 11,6 mld zł i na koniec grudnia 2002 r. obniżyło się nieco do poziomu 11,5 mld zł. Nie zanotowano powakacyjnego ożywienia na rynku KPD, wbrew wcześniejszym spekulacjom bankowców. Pojawiło się kilkanaście nowych programów emisji KPD, wśród których największy jest program zorganizowany przez Bank Handlowy w Warszawie SA dla Telekomunikacji Polskiej SA na kwotę 1 mld zł. Równie wysoki limit mają programy: dla Polkomtela SA, o wartości 500 mln zł (BPH PBK, BH, ING, DB), Polskich Sieci Elektroenergetycznych, z limitem 400 mln zł (BPH PBK), Elektrowni Bełchatów limicie limitem 300 mln zł (PKO BP), Carlsberga o limicie 200 mln zł (ABN Amro) oraz SCA Packaging Poland Sp. z o.o. i SCA Hygiene Products Sp. z o.o., z limitem 200 mln zł (BH). Na rynku KPD powoli obniża się liczba emitentów, o czym wspomniano wcześniej, oraz liczba banków agentów emisji, których na koniec października 2002 r. było 23³³. Niezmiennie w grupie dominujących agentów pozostają: Bank Handlowy w Warszawie SA, BRE Bank SA, Bank Pekao SA, ING Bank Śląski SA, Raiffeisen Bank SA., które posiadają łącznie ponad 70% udziału w rynku.

Wykres 5 przedstawia kształtowanie się rynku KPD pod względem liczby emitentów i ich zadłużenia z tytułu wspomnianych instrumentów finansowych w okresie od 1992 r. do 2002 r. W okresie od 1992 r. do 1996 r. wartości dotyczące zadłużenia z tytułu emisji KPD mają charakter przybliżony, ponieważ do 1997 r. dane na temat rozmiarów rynku KPD nie miały spójnego charakteru. Podawano najczęściej wartość zadłużenia wynikającą z podpisanych umów, a nie faktyczną, wynikającą z uruchomionych transz. Ponadto w odniesieniu do wskazanego wyżej okresu mówi się najczęściej o ilości wyemitowanych transz, a nie o liczbie emitentów. Po 1996 r. dane są kompletne, bowiem ich gromadzeniem zajęła się agencja ratingowa, ówczesna CERA SA, a obecna Fitch Polska SA.

³³ Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 4 kwartału 2002. op.cit., s. 1.

Wykres 5 *Zadłużenie z tytułu emisji KPD oraz liczba emitentów w okresie styczeń 1992- październik 2002 r.*



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Fitch Polska SA oraz A. Garwołińska: Szanse na dynamiczny wzrost. „Parkiel” z 09.02.2001 r., s. 8; A. Myczkowska: Pieniądze tylko dla dużych. „Rzeczpospolita” nr 256 z 4.11.2002 r.

Podsumowanie

Polski rynek KPD jest rynkiem młodym. Jego rozwój datuje się od 1992 r. Sukcesywnie rośnie popularność tych papierów wśród podmiotów gospodarczych, o czym świadczy wzrostowy trend zadłużenia z tytułu emisji tych instrumentów. Jednak dosyć trudna sytuacja gospodarcza kraju i pogarszająca się kondycja finansowa wielu firm spowodowały obniżenie tempa rozwoju rynku.

Niekorzystnie na rynek wpływają przypadki niespłacania przez niektóre podmioty zobowiązań z tytułu wyemitowanych KPD. Z uwagi na to, że rozwój omawianego rynku w Polsce był zainicjowany przez same przedsiębiorstwa we współpracy z bankami, nie zaś przez instytucje państwowe, nadal nie ma on przejrzystych podstaw prawnych. Różnorodność podstaw praw-

nych powoduje, że każdy bank-agent emisji tworzy swój własny rynek wtórny. Ponadto prowadzi to 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.

Dostęp do informacji mających zasadnicze znaczenie z punktu widzenia oceny bezpieczeństwa inwestycji jest wciąż utrudniony z uwagi na niechęć emitentów do ujawniania danych finansowych (sprzedaż walorów oparta jest głównie na memorandach informacyjnych). Rola ratingu w ocenie wiarygodności kredytowej emitenta jest nadal zbyt mała w porównaniu z liczbą przeprowadzonych emisji. Dominują emisje niepubliczne.

Ponadto nie stworzono dotychczas jednej izby rozliczeniowej, która ułatwiałaby prowadzenie rozliczeń i regulowałaby rozwój rynku wtórnego, który ma charakter fragmentaryczny i bardzo płytki.

pozycja inwestorów w przypadku nieterminowego regulowania zobowiązań przez emitenta nie jest jednokowa. Wśród inwestorów wciąż zbyt małą rolę odgrywają firmy ubezpieczeniowe, na które ustawodawca nałożył limity uniemożliwiające im lokowanie w KPD znacznej części posiadanych wolnych środków pieniężnych. Na zagranicznych rynkach KPD podmioty te należą do strategicznych inwestorów.

Z uwagi na krótki okres funkcjonowania polski rynek KPD jest jeszcze niedostatecznie zorganizowany. Wymaga przeprowadzenia zintegrowanych działań ze strony wszystkich instytucji związanych z rynkiem KPD, aby stworzyć model optymalny dla polskiej gospodarki i polskich przedsiębiorstw. Ważne jest, że w naszej rzeczywistości nowy instrument pożyczkowy, jakim jest krótkoterminowy papier dłużny, zaistniał i zdobywa coraz liczniejsze grono zwolenników.