

Papier komercyjny jako instrument pozyskiwania środków finansowych (stan prawny na 25.08.2003 r.)

Agnieszka Dulian

Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych

Jedną z form pozyskiwania przez niefinansowe podmioty gospodarcze krótkoterminowego kapitału obcego jest emisja krótkoterminowych papierów dłużnych (dalej w skrócie KPD). Firmy decydują się na uruchomienie programu emisji, w ramach którego na rynku plasowane są emisje w drodze emisji niepublicznej, gdzie oferta skierowana jest do oznaczonych adresatów w liczbie nie przekraczającej 300. Celem emisji KPD jest przede wszystkim pozyskiwanie kapitału przez przedsiębiorstwa bezpośrednio z otwartego rynku po cenie niższej niż koszt kredytu bankowego, a także dawanie inwestorom możliwości płynnego i opłacalnego zagospodarowania nadwyżek finansowych. Rynek KPD jest

największym segmentem rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Emitenci preferują emisję i odnawianie („rolowanie”) papierów krótkoterminowych z uwagi na niestabilność stóp procentowych, widoczny szczególnie w średnim i długim terminie, a inwestorzy zgłaszają największy popyt na papiery komercyjne (ang. *commercial papers* – dalej w skrócie CP) o krótkiej zapadalności ze względu na brak płynnego rynku wtórnego.

Papiery komercyjne to papiery dłużne o terminie zapadalności¹ od 7 do 364 dni, zbywane z dyskontem, emitowane przez podmioty gospodarcze spoza sektora

¹ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*. Warszawa 1999 Twigger SA, s. 17.

finansowego². Emisje papierów komercyjnych przeprowadzane są w imieniu i na rzecz emitenta przez agenta emisji, którym z reguły jest bank lub, rzadziej, biuro maklerskie³. Banki w wypadku organizacji programu emisji papierów dłużnych pełnią następujące funkcje:

- agenta emisji, czyli organizatora programu - przygotowują m.in. dokumentację programu oraz sporządzają i aktualizują materiały informacyjne na temat emitenta (memorandum informacyjne);

- dealera – oferują KPD w obrocie pierwotnym, przydzielają je inwestorom po uzgodnieniu z nimi warunków transakcji w formie pisemnej⁴ lub po zaakceptowaniu przez emitenta ofert zakupu składanych przez inwestorów⁵; odpowiadają za utrzymanie płynności na rynku wtórnym;

- agenta płatniczego – przekazują emitentowi cenę emisyjną po jej otrzymaniu od inwestorów, dokonują płatności wartości nominalnej w dniu wykupu oraz płatności z tytułu podatku dochodowego na rzecz urzędów skarbowych⁶;

- depozytariusza – prowadzą ewidencję CP, wystawiają kwity lub świadectwa depozytowe potwierdzające prawo własności papieru komercyjnego, w dniu emisji zapisują nabyte CP na rachunku papierów wartościowych posiadanym przez inwestora, co powoduje powstanie praw ze zdematerializowanych CP wystawionych na okaziciela, obsługują przenoszenie praw z CP w obrocie wtórnym.

Obecnie emisje papierów komercyjnych przedsiębiorstw organizowane są na podstawie trzech aktów prawnych⁷: ustawy Prawo wekslowe z 28.04.1936 r. (Dz.U. nr 37 poz. 282 z późn. zm.), ustawy o obligacjach z 29.06.1995 r. (Dz.U. nr 83, poz. 420 z późn. zm.) oraz ustawy Kodeks cywilny z 23.04.1964 r. (Dz.U. nr 16, poz. 93 z późn. zm.). KPD, których konstrukcja prawna oparta jest na przepisach zawartych w Kodeksie cywilnym, określane są zwykle jako bony komercyjne, bony handlowe, bony dłużne lub bony inwestycyjne⁸. Papiery komercyjne emitowane na podstawie Prawa wekslowego z reguły noszą nazwę komercyjnych weksli inwestycyjno-terminowych (KWIT), weksli obrotowo-inwestycyjnych, weksli komercyjnych lub weksli inwestycyjno-komercyjnych. CP emitowane na podstawie ustawy o obligacjach to krótkoterminowe obligacje lub po prostu KPD.

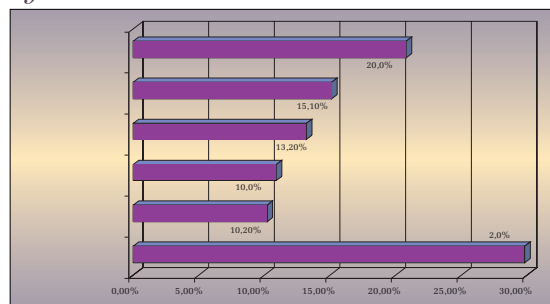
Podstawowym instrumentem finansowym pełniącym funkcję papieru komercyjnego od 2000 r. stała się

obligacja. Wtedy bowiem zaczęła obowiązywać znowelizowana ustawa o obligacjach, która dała możliwość emisji obligacji krótkoterminowych o terminie wymagalności do 364 dni, umożliwiając tym samym elastyczne pokrywanie zapotrzebowania przedsiębiorstw na finansowanie krótkoterminowe.

Ten rodzaj papieru wartościowego, w porównaniu z instrumentem finansowym emitowanym na podstawie Kodeksu cywilnego oraz ustawy Prawo wekslowe, stwarza emitentowi szersze możliwości pozyskania kapitału. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że niektóre podmioty nadwyżkowe działające na rynku finansowym, jak na przykład otwarte fundusze emerytalne, mają przyznane limity lokowania nadwyżek finansowych m.in. w krótkoterminowe papiery dłużne oferowane w drodze niepublicznej emisji⁹. Jedynym warunkiem jest ten, że KPD powinny mieć formę obligacji. Pozostałe KPD emitowane na podstawie źródeł prawa innych niż ustawa o obligacjach są poza ich zasięgiem w związku z istniejącymi ograniczeniami ustawowymi. Z kolei emisja papierów wartościowych mających formę weksla jest bardzo ograniczona w związku z koniecznością uiszczenia przez emitenta opłaty skarbowej w wysokości 0,10 % sumy wekslowej.

W związku z wyżej wymienionymi zaletami obligacji i ich ustawowo ujednoliconą formą, emitenci decydują się na przeprowadzenie programów emisji przede wszystkim na podstawie ustawy o obligacjach. Obecnie około 90% emisji organizowanych jest w ten sposób. W ich ramach na rynku plasowane są głównie dyskontowe obligacje krótkoterminowe, znacznie rzadziej obligacje średnioterminowe zerokuponowe lub kuponowe.

Wykres 1 *Udział organizatorów emisji w rynku KPD – stan na 30.06.2003 r.*



Źródło: *Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych – podsumowanie II kwartału 2003 r. Agencja Fitch Polska SA*

² M. Nowak: *Rynek papierów komercyjnych w Polsce*. „Bank i Kredyt” nr 3/1998, s. 52.

³ M. Nowak: *Emisja papierów ...*, op.cit., s. 17.

⁴ Jeżeli sprzedaż papierów komercyjnych na rynku pierwotnym odbywa się na podstawie zaproszenia do rokowań.

⁵ Jeżeli sprzedaż papierów komercyjnych na rynku pierwotnym odbywa się w drodze przetargu.

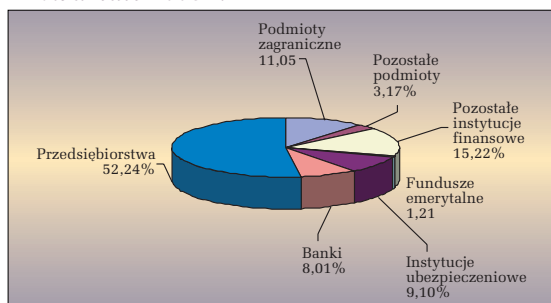
⁶ W wypadku gdy inwestorem jest osoba fizyczna.

⁷ I. D. Czechowska: *Zmiany ilościowe i jakościowe na rynku commercial papers ze szczególnym uwzględnieniem roli banku*. „Bank i Kredyt” nr 3/1999, s. 21.

⁸ M. Nowak: *Rynek papierów ...*, op.cit., s. 52.

⁹ Art. 141 ust. 1 pkt 12 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych z 28.08.1997 r. (Dz.U. Nr 139, poz. 934 z późn. zm.) mówi, że aktywa otwartego funduszu emerytalnego mogą być lokowane m.in. w obligacje emitowane przez inne podmioty niż jednostki samorządu terytorialnego, ich związku, miasto stołeczne Warszawa, które zostały zabezpieczone w wysokości wartości nominalnej wraz z ewentualnym oprocentowaniem i które nie zostały dopuszczone do publicznego obrotu. Ustawa nie wymienia innego rodzaju KPD plasowanego na rynku w drodze emisji niepublicznej jako papier wartościowy, w który mogą być lokowane aktywa OFE.

Wykres 2 Inwestorzy na rynku KPD w II kwartale 2003 r.



Źródło: Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych - podsumowanie II kwartału 2003 r. Agencja Fitch Polska SA.

Według danych prezentowanych przez agencję ratingową Fitch Polska SA, wartość rynku pozaskarbowych papierów dłużnych na koniec II kwartału 2003 r. wyniosła 20,6 mld zł, co oznacza wzrost o niecałe 2,30% w porównaniu z końcem I kwartału 2003 r. Największy udział w wyżej wymienionej kwocie miał segment KPD, w wypadku którego zadłużenie wyniosło 11,7 mld zł. Stanowi to około 57% ogólnego zadłużenia z tytułu emisji pozaskarbowych papierów dłużnych.

Wykres 1 prezentuje procentowy udział organizatorów emisji KPD w rynku pod względem kwot zadłużenia.

Agencja Fitch Polska SA podaje¹⁰, iż według stanu na 30.06.2003 r. organizowaniem programów emisji oraz sprzedażą papierów komercyjnych zajmowało się 21 podmiotów, a 5 największych pod względem kwot zadłużenia miało łącznie 70,20% udziału w rynku. Były to: Bank Handlowy w Warszawie SA, BRE Bank SA, ING Bank Śląski SA, PKO Bank Polski SA oraz Bank Pekao SA. Pozostałych 16 organizatorów emisji miało 29,80% udziału w rynku KPD.

Wykres 2 obrazuje strukturę inwestorów dokonujących transakcji na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych. Została ona ustalona na podstawie danych z maja 2003 r., zebranych przez Narodowy Bank Polski od 19 banków, przy uwzględnieniu wartości nominalnej realizowanych emisji.

Najaktywniejszymi inwestorami na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych okazały się przedsiębiorstwa niefinansowe, które nabyły ponad 52% wyemitowanych CP, oraz instytucje finansowe (z wyłączeniem banków, towarzystw ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych) z udziałem nieco ponad 15%. Firmy ubezpieczeniowe i banki były nabywcami ponad 17% wartości emisji. Fundusze emerytalne natomiast w znikomym stopniu inwestowały w papiery nieskarbowe. Ich udział w rynku wyniósł zaledwie 1,21%. Interesujące jest stosunkowo wysokie zaangażowanie

podmiotów zagranicznych, które nabyły w II kwartale 2003 r. ponad 11% wartości wyemitowanych KPD. Wynika to zapewne z faktu, że opłacalność tego typu inwestycji w Polsce jest stosunkowo wysoka, co jest odzwierciedleniem poziomu podstawowych stóp procentowych w gospodarce. Także pozytywne postrzeganie naszego kraju w związku z planowanym przystąpieniem do Unii Europejskiej w 2004 r. obniża ryzyko inwestycyjne dla Polski, co z kolei zwiększa atrakcyjność inwestycji w CP.

Na rynku istnieje niewielka liczba spółek o dobrej sytuacji finansowej, dla których mogłyby być organizowane emisje. Liczba firm emitujących KPD w II kwartale 2003 r. spadła z 248 do 225 w porównaniu z I kwartałem 2003 r. Wynika to przede wszystkim ze spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i będącego jego skutkiem osłabienia sytuacji ekonomiczno-finansowej potencjalnych podmiotów, które mogłyby realizować program emisji KPD. Organizatorzy emisji (banki) coraz ostrzej weryfikują sytuację ekonomiczno-finansową potencjalnych klientów, zgłaszających zapotrzebowanie na pozyskanie środków finansowych w drodze emisji KPD za ich pośrednictwem. Czynią tak ze względu na fakt, że niewypłacalność emitenta negatywnie wpływa na dobre imię banku jako organizatora emisji.

Możliwość bankructwa emitenta oraz widmo utraty zainwestowanego kapitału powodują, że największym zainteresowaniem na rynku cieszą się papiery komercyjne dużych, znanych spółek lub firm, których zobowiązania wobec inwestorów są zabezpieczone gwarancją. Obecnie bardzo trudno jest sprzedać CP emitowane przez małe lub nieznane spółki.

Na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych obserwuje się obecnie przewagę popytu na instrumenty finansowe nad ich podażą. Wynika to z faktu, że lokowanie czasowo wolnych środków pieniężnych poprzez zakup papierów komercyjnych jest stosunkowo opłacalne ze względu na obniżanie się z miesiąca na miesiąc podstawowych stóp procentowych w gospodarce. Sytuacja ta stwarza inwestorom-spekulantom okazję do osiągania zysków z transakcji kupna (gdy WIBOR jest wyższy) i sprzedaży *commercial papers* (gdy WIBOR spada). Oznacza to jednak, że w niedalekiej przyszłości stabilne stopy rentowności KPD, które będą odzwierciedleniem bardzo powolnego obniżania się procentowych stawek referencyjnych dla złotego, nie będą stwarzać inwestorom okazji do osiągnięcia zysków z obrotu KPD, a tym samym zachęcać ich do nabywania tego rodzaju instrumentów. Zainteresowanie inwestorów tą formą lokowania nadwyżek finansowych z pewnością zmaleje. Z drugiej jednak strony symptomy nadchodzącego ożywienia gospodarczego mogą wpłynąć na poprawienie sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych, które zostaną pozytywnie ocenione przez organizatorów emisji jako emitenci o stabilnej sytuacji ekonomicznej gwarantującej spłatę zaciągniętych zobowią-

¹⁰ Polski rynek pozaskarbowych papierów dłużnych - podsumowanie III kwartału 2003. Fitch Polska SA.

Tabela 1 *Optymalność pozyskiwania środków w drodze emisji papierów komercyjnych*

Nazwa instrumentu finansowego	Oprocentowanie w skali roku
Bony skarbowe, 52 tygodnie do wykupu, rynek pierwotny	4,83%
Papiery dłużne, Bank Handlowy w Warszawie SA, rynek wtórny, kurs kupna podany jako efektywna roczna stopa procentowa	minimalnie 4,75% dla Volvo (4,74%, 327 dni do wykupu), maksymalnie 5,87% dla ECHO (5,72%, 35 dni do wykupu), średnio 5,30%
Kredyty na cele gospodarcze	
– podstawowe oprocentowanie średnio w 20 bankach	8,88%
Lokaty terminowe (12 miesięcy)	
– oprocentowanie średnio w 20 największych bankach	3,62%
WIBOR 1 rok	4,92%

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów prasowych opublikowanych w dzienniku „Rzeczpospolita” z dnia 18.08.2003 r.

zań. Może to doprowadzić do stopniowego zwiększania się liczby realizowanych emisji na rynku. Obie przeciwstawne tendencje spowodują zrównanie się popytu na KPD i ich podaży.

Pozyskiwanie środków finansowych w drodze emisji KPD

Środki finansowe zdobyte przez przedsiębiorstwa poprzez emisję papierów komercyjnych są wykorzystywane do realizacji różnych celów¹¹. CP są emitowane przede wszystkim dla pozyskania kapitału przeznaczonego na finansowanie działalności bieżącej¹², np. cyklu środków pieniężnych (konwersji gotówki), kapitału obrotowego, kosztów kampanii reklamowej. Mechanizm rolowania emisji, czyli wykupu wymagalnych papierów komercyjnych ze środków pieniężnych uzyskanych z nowej emisji, sprawia, że są one wykorzystywane także do wspomaganie finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych¹³, np. zakupu maszyn i urządzeń niezbędnych do prowadzenia działalności operacyjnej przez emitenta, inwestycji związanych z programem modernizacji przedsiębiorstwa, zakupu środków trwałych przeznaczonych do leasingu.

Konsekwencją wyemitowania CP jest stworzenie alternatywnego w stosunku do kredytu bankowego sposobu zdobywania środków pieniężnych¹⁴. Funkcja kredytowa papierów komercyjnych wynika z faktu, że inwestor obejmując CP przekazuje emitentowi środki pieniężne, które ten ma obowiązek zwrócić ich nabywcy w oznaczonym terminie spłaty wraz z należnym inwestorowi wynagrodzeniem. Ma ono postać dyskonta, co oznacza, że jednostka gospodarcza emitująca papiery

komercyjne sprzedaje je w dniu emisji poniżej wartości nominalnej, natomiast w dniu wykupu wypłaca ich nominalną kwotę.

Preferencje inwestora i emitenta co do kształtowania się stopy dyskonta są przeciwstawne. Im wyższy jest ten parametr dla realizowanej inwestycji, tym wyższy dochód inwestora, który jest jednocześnie kosztem ponoszonym przez emitenta, zainteresowanego minimalizowaniem kosztów pozyskania kapitału na rynku. W wypadku KPD ich rentowność odnoszona jest do stawki WIBOR i zależy od relacji podaży pieniądza i popytu na niego w dniu ustalania kwotowań między agentem emisji a emitentem.

Koszt pozyskania kapitału poprzez emisję CP, mierzony rentownością papierów komercyjnych osiąganą na rynku wtórnym, jest znacznie niższy od oprocentowania kredytów przeznaczonych na cele gospodarcze. Tabela 1 pokazuje, jak wspomniana relacja optymalności kształtowała się w sierpniu 2003 r.

Zaprezentowane w tabeli 1 dane jednoznacznie wskazują, że możliwe jest pozyskanie przez przedsiębiorstwo kapitału w drodze emisji CP po niższym koszcie niż w przypadku zaciągnięcia kredytu bankowego. Różnica ta waha się od 3,01% do 4,13%. Także inwestorzy lokujący swe nadwyżki finansowe w CP mają możliwość osiągnięcia wyższej rentowności inwestycji w porównaniu ze składaniem depozytów w banku lub nabywaniem bonów skarbowych. W tym wypadku dochodowość może być wyższa od inwestycji w bony skarbowe nawet o 1,04%.

Pozyskanie kapitału w drodze emisji CP po koszcie niższym niż zaciągnięcie kredytu bankowego wynika z faktu, że bank obsługujący program emisji jest wyeliminowany jako pośrednik w przepływie środków pieniężnych. Tym samym nie ponosi ryzyka kredytowego, wynikającego z możliwości niespłacenia kredytu przez kredytobiorcę. W wypadku emisji CP ryzyko powodzenia emisji ponosi emitent, a ryzyko zwrotu kapitału inwestor. Dodatkowo na zwiększenie kosztu kredytu wpływa fakt, że bank udzielając kredytu ze środków pozyskanych poprzez przyjmowanie depozytów, ma

¹¹ Nie ma obowiązku określenia celu emisji w treści CP emitowanego zgodnie z trzema wyżej wymienionymi podstawami prawnymi.

¹² I.D. Czechowska: *Zmiany ilościowe ...*, op.cit., s. 21.

¹³ U. Ziarko: *Rynek papierów wartościowych w Polsce – wybrane problemy*. Praca pod red. nauk. W. Przybylskiej-Kapuścińskiej, Poznań 2002 Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, s. 72.

¹⁴ D. Wieczorek: *Commercial papers – skrypty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa*. „Bank i Kredyt” nr 4/1998 Bankowe ABC nr 41, s. 10.

obowiązek odprowadzić część zgromadzonych środków podlegających zwrotowi na rachunek rezerwy obowiązkowej¹⁵ prowadzony przez Narodowy Bank Polski¹⁶. Na rentowność CP, poza poziomem rynkowych stóp referencyjnych, wpływa sytuacja finansowa firmy emitenta oraz zaufanie, jakim obdarzają ją inwestorzy. Wiąże się to bezpośrednio ze stopniem ryzyka zwrotu kapitału ponoszonego przez inwestorów. W wypadku niskiej wiarygodności przedsiębiorstwa może się okazać, że koszt pozyskania kapitału w drodze emisji papierów dłużnych nie jest niższy od kosztu kredytu bankowego. Podwyższone ryzyko zwrotu kapitału musi być bowiem zrekomensowane wyższą marżą ryzyka, składającą się na ostatecznie kwotowaną na rynku pierwotnym rentowność.

Rentowność CP można obniżyć stosując wysoki poziom zabezpieczenia zwrotu zainwestowanego przez inwestorów kapitału. Należy przy tym pamiętać, że takie działanie wywołuje dodatkowe koszty dla emitenta. Przy ich kalkulacji powinno się zwrócić uwagę na to, czy zastosowanie ww. zabezpieczeń istotnie wpłynie na obniżenie kwotowań rentowności na rynku pierwotnym. Ryzyko związane ze sprzedażą i wykupem obligacji może być zredukowane i przeniesione na bank, który na podstawie umowy underwritingu¹⁷ będzie zobowiązany do nabywania KPD wyemitowanych przez emitenta, a z tytułu udzielonej emitentowi gwarancji wykupu będzie miał obowiązek uruchomienia linii kredytowej przeznaczonej na wykup CP w sytuacji, gdy emitent w dniu wykupu nie będzie dysponować odpowiednimi środkami pieniężnymi na realizację wynikających z nich zobowiązań w terminie ich wymagalności. Ponadto program emisji CP może być objęty gwarancją wystawioną przez podmiot odpowiadający za realizację wszelkich należności na rzecz inwestorów, przysługujących im z tytułu posiadania wyemitowanych i będących w obiegu CP, w wypadku gdy emitent zalega z realizacją zobowiązań wynikających z wyemitowanych papierów komercyjnych. Na rentowność CP mają wpływ także makroekonomiczne uwarunkowania gospodarcze, tj. płynność lokalnego rynku pieniężnego oraz oczekiwania co do obniżania podstawowych stóp procentowych przez Radę Polityki Pieniężnej w przyszłości.

¹⁵ Od 28.02.2002 r. stopa rezerwy obowiązkowej od wszystkich wkładów terminowych, płatnych na każde żądanie, w walutach obcych i złotych wynosi 4,50%.

¹⁶ Art. 38 ustawy o Narodowym Banku Polskim z dnia 29.08.1997 r. (Dz.U. nr 140, poz. 938 z późn. zm.).

¹⁷ Program emisji CP może zostać objęty umową underwritingu. Jest to umowa zawarta między bankiem a emitentem, w której określony zostaje przez emitenta próg emisji, czyli nominalna kwota CP, jaka musi być sprzedana, aby ich emisja doszła do skutku. Underwriting chroni emitenta przed małym popytem na CP lub jego brakiem. W umowie underwritingu zostają także określone ogólne parametry dotyczące rentowności, po jakiej bank zobowiązuje się nabyć od emitenta CP, w wypadku, gdyby inwestorzy zaproponowali niższe ceny. Underwriting chroni więc emitenta przed ponoszeniem zbyt wysokich kosztów emisji. Należy przy tym zauważyć, że sama usługa underwritingu jest kosztowna i przedsiębiorstwo przed skorzystaniem z oferty banku powinno skalkulować jej opłacalność, a tym samym ewentualny wpływ na koszty emisji.

Zalety i wady emisji KPD dla emitenta, inwestora oraz agenta emisji

Emisja krótkoterminowych papierów dyskontowych przynosi korzyści wszystkim podmiotom zaangażowanym w program emisji.

Poprzez sprzedaż KPD na otwartym rynku emitent pozyskuje kapitał po niższym koszcie niż w wypadku zaciągnięcia kredytu bankowego. Emisja papierów komercyjnych może być dla niego dodatkowym źródłem krótkoterminowych środków pieniężnych i przyczyniać się do zdywersyfikowania źródeł finansowania działalności przedsiębiorstwa. Jest też dla emitenta korzystnym sposobem pozyskania kapitału ze względu na skutki podatkowe, gdyż odsetki wypłacane inwestorom w formie dyskonta są dla niego kosztem uzyskania przychodu¹⁸. Przedsiębiorstwo ponosząc wyżej wymienione koszty korzysta z osłony (tarczy) podatkowej¹⁹. Część wypracowanego przez nie zysku wypłacana jest w postaci odsetek dostawcy kapitału obcego, co zmniejsza podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym.

Dzięki realizacji programu emisji KPD podmioty gospodarcze mogą łatwo emitować papiery komercyjne, bez nadmiernie skomplikowanej procedury prawnej. W wypadku ubiegania się przez firmę o kredyt bankowy procedura pozyskania środków finansowych jest skomplikowana i czasochłonna, a ich przeznaczenie musi być uregulowane w treści umowy kredytu. W wypadku emisji CP nie ma obowiązku określania jej celu w treści papieru komercyjnego. Bardzo ważną zaletą emisji CP, odróżniającą ją od kredytu bankowego, jest też brak konieczności przedstawiania zabezpieczeń spłaty zobowiązań wobec inwestorów, które wynikają z emisji papierów komercyjnych.

Zaletą programu emisji KPD jest duża elastyczność, jeśli chodzi o kwoty emisji, terminy wykupu w zależności od potrzeb finansowych emitenta, a także krótki okres upływający od momentu rozpoczęcia prac nad emisją do uzyskania środków pieniężnych ze sprzedaży papierów komercyjnych – pierwszy wpływ jest odnotowywany średnio po około 40 – 50 dniach. Okres pozyskania środków jest skracany do minimum i wynosi standardowo od 2 do 4 dni w wypadku uruchamiania kolejnych transz emisji.

Plasowanie KPD przyczynia się do wzrostu prestiżu firmy i jej promocji poprzez obecność przedsiębiorstwa wśród aktywnych uczestników rynku finansowego. Przygotowanie niepublicznej emisji papierów wartościowych jest doskonałą okazją do prezentacji spółki i promocji jej produktów, a także pojawienia się emitenta w mediach²⁰.

¹⁸ J. Nowakowski, P. Niedziółka, J. Mieloszyk: *Portfel inwestycyjny banku – konstrukcja i zarządzanie portfelem papierów wartościowych*. Warszawa 2002 Difin, s. 60.

¹⁹ Tarcza podatkowa to kwota, o którą obniżony jest podatek dochodowy od osób prawnych, płacony przez przedsiębiorstwo dzięki ponoszeniu kosztów finansowych będących kosztami uzyskania przychodu.

²⁰ D. Dziawgo: *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym – wybrane aspekty w działalności bankowej*. „Bank i Kredyt” nr 4/1998, s. 55.

Pozyskanie kapitału tą drogą zapewnia łatwą obsługę długu dzięki prostocie instrumentu finansowego. Polega ona na obliczaniu należnych inwestorowi płatności według stałej stopy procentowej i uzyskaniu w dniu emisji dochodu pomniejszonego o kwotę dyskonta²¹.

Zdobywanie środków finansowych przez przedsiębiorstwa w drodze emisji CP jest ułatwione dzięki istnieniu wielu korzyści dla pozostałych uczestniczących w niej podmiotów. Lokowanie nadwyżek finansowych w papiery komercyjne umożliwia inwestorowi osiągnięcie znacznie wyższej rentowności niż w wypadku alternatywnych form inwestowania (np. zakupu bonów skarbowych, założenia lokaty bankowej). Umożliwia także dywersyfikację portfela inwestycyjnego przy uwzględnieniu parametrów dotyczących płynności (wcześniejsze zbycie KPD na rynku wtórnym), rentowności i ryzyka nabywanych papierów wartościowych²². Dodatkowo umożliwia dywersyfikację ryzyka inwestycyjnego ponoszonego przez inwestorów poprzez wybór instrumentów emitowanych przez podmioty w różnej sytuacji ekonomiczno-finansowej.

Również bank czerpie korzyści z organizowania i obsługi programu emisji KPD. Może m.in. dywersyfikować dochody osiągane nie tylko z aktywnych, ale też pośredniczących czynności bankowych, stanowiących potencjalne źródło przychodów dla banku²³. Uzyskanie dochodów przez bank z tytułu pośrednictwa w organizowaniu programu emisji papierów komercyjnych nie jest obciążone ryzykiem, jakie występuje w wypadku udzielenia kredytu, kiedy kredytobiorca może nie zapłacić należnych bankowi odsetek. Zaletą współpracy banku z emitentem jest także uzyskanie przez bank czasowego dostępu do środków pochodzących od nabywców KPD, które może ulokować na rynku międzybankowym. Bank uzyskuje też dochody z tytułu prowizji pobieranych za organizowanie obrotu na rynku wtórnym.

Organizowanie emisji KPD pozwala też bankowi na utrzymanie dotychczas pozyskanych klientów, wobec których suma zaangażowania kredytowego przekracza ustawowo dopuszczalny limit koncentracji wierzycielności²⁴. Także brak konieczności pozyskiwania dodatkowych środków, np. w postaci depozytów, co jest niezbędne do udzielania kredytów, jest postrzegany przez bank jako zaleta pośredniczenia w emisji papierów komercyjnych²⁵. Działalność taka nie zwiększa bo-

wiem sumy bilansowej banku i nie wymaga odprowadzania na rachunek w NBP rezerwy obowiązkowej ani tworzenia rezerw celowych. Dodatkowo prowadzi do wzrostu prestiżu banku i poprawy jego pozycji rynkowej jako agenta emisji.

Program emisji KPD ma także wady dla wszystkich uczestniczących w niej podmiotów. Rynek KPD cechuje ograniczona dostępność dla emitentów. Jest on otwarty na przedsiębiorstwa o dużym zapotrzebowaniu na środki pieniężne, pozyskiwane w celu zabezpieczenia płynności finansowej. Minimalna wartość programu emisji jest dość wysoka i wynosi 50 mln zł, co stanowi barierę wejścia na rynek dla wielu spółek chcących pozyskać kapitał obcy po niższym koszcie. Także konieczność ujawniania informacji prezentowanych w memorandum informacyjnym, zwłaszcza dotyczących działalności emitenta, jego struktury organizacyjnej, czynników ryzyka dla nabywców papierów komercyjnych, sprawozdań finansowych, które są łatwo dostępne dla spółek konkurencyjnych prowadzących działalność w tej samej branży, jest negatywnie odbierana przez emitenta. Takie ograniczenia lub wady nie występują w wypadku kredytu bankowego. Program emisji nie jest elastyczny pod względem terminów spłat, gdyż zobowiązanie emitenta wobec inwestora musi być spłacone dokładnie w dniu jego wymagalności i nie podlega negocjacji²⁶. W wypadku kredytu kredytobiorca może wystąpić do banku z wnioskiem o jego restrukturyzację.

Inwestor jako złą stronę lokowania nadwyżek finansowych w KPD wymienia przede wszystkim ryzyko niewykupienia CP przez emitenta w terminie wykupu, a tym samym utraty zainwestowanego kapitału. Rynek wtórny CP cechuje stosunkowo niska płynność. Funkcjonuje na nim wielu drobnych inwestorów, którzy byliby zainteresowani nabyciem (odkupieniem) papierów wartościowych, co jednocześnie wywołuje trudności wyjścia z rynku w razie dokonania przez inwestora CP zakupu o wysokiej wartości i chęci ich odsprzedaży w dowolnym momencie. W wypadku lokaty bankowej może on w każdym momencie wycofać ulokowany kapitał. Karą będzie obniżenie poziomu oprocentowania depozytu lub niewypłacenie odsetek, stosownie do treści umowy lokaty.

Bank jako organizator emisji za wadę realizacji programu uznaje to, że nabywanie przez niego KPD, które są wykazywane w jego bilansie po stronie aktywów, powoduje zwiększenie zaangażowania kredytowego wobec jednego podmiotu gospodarczego. To zaś, ze względu na istniejący limit koncentracji wierzycielności, zmniejsza jego możliwości udzielenia kredytu wyżej wymienionej jednostce, a tym samym zmniejsza potencjalne korzyści, jakie mógłby osiągnąć z tytułu odsetek od udzielonego kredytu. Taka sytuacja występuje np. w wypadku gwarantowania przez bank sprze-

²¹ M. Nowak: *Emisja papierów ...*, op.cit., s. 103.

²² M. Nowak: *Rynek papierów ...*, op.cit., s. 55.

²³ I. D. Czechowska: *Zmiany ilościowe ...*, op.cit., s. 24.

²⁴ Art. 71 ust. 1 ustawy Prawo bankowe z dnia 29.08.1997 głosi, że suma wierzycielności banku oraz udzielonych przez bank zobowiązań pozabilansowych obciążonych ryzykiem jednego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie nie może przekroczyć (...) limitu koncentracji wierzycielności, który wynosi według pkt. 1 - 20% funduszy własnych banku - w wypadku gdy którykolwiek z tych podmiotów jest w stosunku do banku podmiotem dominującym lub zależnym albo jest podmiotem zależnym od podmiotu dominującego wobec banku, natomiast według pkt. 2 - 25% funduszy własnych banku - w wypadku gdy podmioty te nie są podmiotami powiązanymi z bankiem, w sposób określony w pkt. 1.

²⁵ M. Nowak: *Rynek papierów...* op.cit., s. 56.

²⁶ Ibidem, s. 55.

daży KPD lub w związku z wykupieniem papieru od inwestora na własny rachunek dla utrzymania płynności na rynku wtórnym. Powoduje to jednocześnie przejście przez agenta emisji ryzyka związanego z wierzytelnością. Nabycie przez bank papierów wartościowych wpływa też na pogorszenie współczynnika wypłacalności²⁷ ze względu na fakt ujmowania ich w pozycjach bilansowych. Ujemne oddziaływanie na wizerunek banku ma zorganizowanie emisji KPD, która kończy się niewypłacalnością emitenta. Przykładem niepowodzeń może być emisja zorganizowana przez Raiffeisen Centrobank SA²⁸, dla firmy Universal oraz emisja ING Banku Śląskiego dla Stoczni Szczecińskiej. Złą stroną realizacji programu emisji przez bank jest też konieczność utworzenia komórki organizacyjnej zajmującej się obsługą programów emisji CP, co wiąże się z ponoszeniem wysokich kosztów w związku z zatrudnieniem wysokiej klasy specjalistów i zapewnieniem im odpowiednich warunków pracy.

Zestawienie zalet i wad pozyskiwania kapitału przez niefinansowe podmioty gospodarcze w drodze emisji papierów komercyjnych wskazuje na przewagę korzyści, które uzyskują wszystkie podmioty uczestniczące w tym procesie. Należy podkreślić, że rozwój rynku papierów komercyjnych przynosi korzyści również gospodarce kraju. Wzrost liczby instrumentów finansowych dostępnych na rynku pieniężnym oraz zwiększenie liczby podmiotów dokonujących transakcji wzbogacają możliwości zarządzania finansami wszystkim uczestnikom rynku i służą rozbudowie infrastruktury gospodarki rynkowej. Ponadto parametry opisujące rynek KPD obrazują stan koniunktury gospodarczej kraju²⁹.

Rzeczywisty koszt pozyskania środków finansowych poprzez emisję KPD

Przedsiębiorstwo emitujące KPD w celu zmierzenia faktycznego kosztu emisji powinno stosować kalkulację efektywnej rocznej stopy procentowej (dalej w skrócie ERSP). Wzór na ERSP jest następujący:

$$ERSP = \left(1 + \frac{i}{m}\right)^m - 1$$

gdzie:

- i – nominalna roczna stopa procentowa,
- m – liczba okresów kapitalizacji w ciągu roku.

Tak wyliczona stopa procentowa zapewni porównalność kosztu emisji z kosztem pozyskania kapita-

łu w innej formie. Informuje ona emitenta o rzeczywistym rocznym koszcie pozyskania pieniądza w ciągu okresu, na jaki została dokonana emisja KPD. Emitent powinien porównać tak obliczony roczny koszt ze stopą rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych, uzyskaną na rynku pierwotnym, traktowaną jako punkt odniesienia stóp procentowych innych instrumentów rynku pieniężnego o okresie emisji wynoszącym 364 dni. Pozwoli to m.in. na uzyskanie informacji o różnicy między najniższym kosztem pozyskania środków pieniężnych przez podmiot obdarzony najwyższym stopniem zaufania na rynku (Skarb Państwa) a kosztem pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwo emitenta³⁰.

Aby uzyskać rzetelną informację na temat wysokości ERSP, jako parametr nominalnej rocznej stopy procentowej (i) powinien zostać użyty całkowity koszt rzeczywisty poniesiony przez przedsiębiorstwo w związku z daną emisją, a wyrażony w skali roku. Wzór na całkowity koszt rzeczywisty emisji KPD w skali roku ma postać:

$$i = \frac{N - (C_{eT} + PS_T + OP_T + OG_T)}{(C_{eT} + PS_T + OP_T + OG_T)} \times \frac{360}{n}$$

gdzie:

i – stopa dyskonta w skali roku po uwzględnieniu korzyści podatkowych, odzwierciedlająca wszelkie koszty poniesione przez przedsiębiorstwo w związku z emisją KPD,

C_{eT} – cena emisyjna po uwzględnieniu korzyści podatkowych,

PS_T – prowizja od sprzedaży po uwzględnieniu korzyści podatkowych,

OG_T – zdyskontowana opłata gwarancyjna po uwzględnieniu korzyści podatkowych,

OP_T – skapitalizowana opłata przygotowawcza po uwzględnieniu korzyści podatkowych,

N – nominalna kwota emisji,

n – dokładna liczba dni (maksymalnie 364) między datą rozliczenia a datą wykupu, która obejmuje datę rozliczenia, a nie obejmuje daty wykupu.

Należy pamiętać, że faktyczny koszt pozyskania kapitału w drodze emisji CP jest niższy od rentowności CP ustalonej dla inwestora. Wynika to z opisanych wcześniej korzyści podatkowych osiąganych przez emitenta, polegających na zmniejszeniu jego obciążeń podatkowych. Tak więc faktyczny koszt długu jest równy³¹:

$$i_T = i \times (1 - T)$$

gdzie:

i_T – koszt długu ponoszony przez emitenta po uwzględnieniu uzyskanych przez niego korzyści podatkowych,

²⁷ Art. 128 ust. 1 pkt 3 ustawy Prawo bankowe z 29.08.1997 r. głosi, że bank jest obowiązany utrzymywać współczynnik wypłacalności na poziomie co najmniej 8%, a bank rozpoczynający działalność operacyjną na poziomie co najmniej 15% przez pierwsze 12 miesięcy działalności, a przez następne 12 miesięcy działalności - co najmniej 12%.

²⁸ Obecnie Raiffeisen Bank Polska SA.

²⁹ M. Nowak: *Emisja papierów ...*, op.cit., s. 128.

³⁰ Różnica ta będzie odzwierciedleniem m.in. stopnia ryzyka związanego z inwestycją w papiery komercyjne danej spółki.

³¹ A. Duliniac: *Struktura i koszt kapitału w przedsiębiorstwie*. Warszawa 1998 Wydawnictwo Naukowe PWN, s. 81.

i – nominalny koszt długu ponoszony przez emitenta, wyrażony jako stopa procentowa w skali roku³².

Biorąc pod uwagę ten aspekt, można wyznaczyć cenę emisyjną, prowizję od sprzedaży, opłatę gwarancyjną oraz przygotowawczą po uwzględnieniu korzyści podatkowych, wyrażającą faktyczny koszt długu ponoszony przez emitenta:

- Cena emisyjna po uwzględnieniu korzyści podatkowych:

$$C_{eT} = \frac{100}{1 + \left(\frac{n \times i_T}{360}\right)}$$

- Prowizja od sprzedaży po uwzględnieniu korzyści podatkowych:

$$PS_T = N \times i_{pT} \times \frac{n}{360}$$

gdzie:

i_{pT} – stawka prowizji od sprzedaży wyrażona w procentach w skali roku po uwzględnieniu korzyści podatkowych.

- Zdyskontowana opłata gwarancyjna po uwzględnieniu korzyści podatkowych:

$$OG_T = \left(N \times i_{gT} \times \frac{n}{360}\right) \times d$$

gdzie:

i_{gT} – stawka opłaty gwarancyjnej wyrażona w procentach w skali roku po uwzględnieniu korzyści podatkowych,

d – współczynnik dyskonta obliczany z formuły:

$$d = \frac{1}{(1 + i_d)^{\frac{n}{360}}}$$

gdzie:

i_d – stopa dyskonta, np. aktualne oprocentowanie kredytu bankowego,

n – liczba dni między uiszczeniem opłaty gwarancyjnej a datą emisji.

- Skapitalizowana opłata przygotowawcza po uwzględnieniu korzyści podatkowych:

$$OP_T = \frac{N \times MaxWP \times i_{oT}}{MaxKE} \times k$$

gdzie:

$MaxWP$ – maksymalna wartość programu emisji,

$MaxKE$ – maksymalna kwota wszystkich emisji w roku,

i_{oT} – stawka opłaty przygotowawczej wyrażona w procentach w skali roku po uwzględnieniu korzyści podatkowych,

k – współczynnik kapitalizacji obliczany według wzoru:

$$k = (1 + i_d)^{\frac{n}{360}}$$

gdzie:

n – liczba dni między uiszczeniem opłaty przygotowawczej a datą emisji, pozostałe oznaczenia jak wyżej.

W celu wykazania korzyści podatkowych osiągniętych przez podmiot gospodarczy pozyskujący środki finansowe w drodze emisji KPD na podstawie przedstawionych poniżej założeń dokonano obliczeń, które zaprezentowano w załączniku 1.

Założenia do przykładu

1. Przedsiębiorstwo realizuje program emisji obligacji o wartości 50 mln zł.

2. Spółka wyemitowała trzy serie dyskontowych obligacji krótkoterminowych w kwotach odpowiednio: 20 mln zł, 23 mln zł, 7 mln zł.

3. Firma zakłada „rolowanie” obligacji, czyli ich wykup w dniu wykupu ze środków pochodzących z kolejnej emisji, której data pokrywa się z datą wykupu poprzedniej emisji.

4. Firma zakłada emitowanie w ramach programu jedynie krótkoterminowych obligacji dyskontowych, o średnim okresie wymagalności 30 dni, a także utrzymywanie maksymalnego zadłużenia przez cały rok. Daje to maksymalną wartość zrealizowanych emisji w ciągu roku w wysokości:

$$50.000.000 \text{ zł} \times \frac{360}{30} = 600.000.000 \text{ zł}$$

5. Każdorazowo w dniu emisji przedsiębiorstwo płaci bankowi prowizję za sprzedaż w wysokości 0,10% p.a. nominalnej wartości emitowanej serii.

6. Przedsiębiorstwo ponosi opłatę³³ za przygotowanie memorandum informacyjnego, która wyniosła 0,15% maksymalnej kwoty programu, czyli 75 tys. zł, co stanowi koszt w wysokości 0,000125 zł w odniesieniu do 1 zł wartości nominalnej obligacji.

7. Realizacja zobowiązań emitenta jest zabezpieczona gwarancją wystawioną przez spółkę-matkę, na rzecz której emitent co miesiąc w ostatnim bankowym dniu roboczym uiszcza opłatę gwarancyjną w wysokości 0,25% p.a., liczoną od nominalnej kwoty każdej wyemitowanej serii.

8. Kwota opłaty gwarancyjnej jest dyskontowana, a opłaty przygotowawczej kapitalizowana przy zastosowaniu stopy oprocentowania kredytu w rachunku bieżącym przyznanego spółce, z którego w ostatnim bankowym dniu roboczym w miesiącu zostanie zrealizowana płatność na rzecz gwaranta. W analizowanym okresie wynosiła ona 6,23% p.a.

³² Zasada ta powinna być stosowana przy wyliczaniu ceny emisyjnej, prowizji od sprzedaży, opłaty gwarancyjnej oraz przygotowawczej po uwzględnieniu korzyści podatkowych.

³³ Przyjęto założenie, że opłata za przygotowanie memorandum informacyjnego brana jest pod uwagę jedynie w pierwszym roku realizacji programu emisji i rozliczana jest na maksymalną kwotę zrealizowanych emisji w ciągu pierwszego roku.

Wszelkie opłaty związane z funkcjonowaniem programu emisji CP (dyskonto, opłata gwarancyjna, prowizja za sprzedaż, opłata przygotowawcza) są przez przepisy podatkowe traktowane jako koszt uzyskania przychodu. Tym samym obniżają płaconą przez emitenta kwotę podatku dochodowego od osób prawnych, liczoną od wygenerowanego przez jego przedsiębiorstwo wyniku finansowego. Fakt ten został uwzględniony w konstrukcji obliczeń.

10. Stawka podatku dochodowego od przedsiębiorstw wynosi 27%. Została ona zastosowana do wyliczenia stawki opłaty gwarancyjnej, przygotowawczej, prowizji od sprzedaży oraz ceny emisyjnej po uwzględnieniu korzyści podatkowych.

11. Rentowność 52-tygodniowych bonów skarbowych na rynku pierwotnym według komunikatów prasowych opublikowanych przez „Rzeczpospolitą” w dniu 26.05.2003 r. wynosiła 4,79% p.a.

12. Liczba dni stosowana do wszelkich obliczeń przeprowadzanych w przykładzie wynosi 360 dni i jest zgodna z praktyką rynkową w odniesieniu do krótkoterminowych instrumentów dyskontowych.

13. Wszelkie obliczenia uwzględniające wartość pieniądza w czasie zostały dokonane na dzień emisji papierów wartościowych, czyli odpowiednio 21.05.2003 r., 27.05.2003 r. oraz 28.05.2003 r.

Podsumowanie

Pozyskiwanie środków finansowych w drodze emisji KPD przynosi bardzo wiele korzyści zarówno emitentowi, inwestorowi, jak i bankowi obsługującemu program emisji CP. Podstawową zaletą tego źródła finansowania dla przedsiębiorstwa jest fakt, że pozyskuje ono środki pieniężne po cenie niższej niż koszt kredytu bankowego. Dodatkowo inwestorzy uzyskują wyższą dochodowość dokonywanych inwestycji w porównaniu z lokowaniem nadwyżek finansowych poprzez zakup bonów skarbowych lub składanie ich w formie depozytu bankowego, a bank jako agent emisji osiąga przychody z tytułu pobieranych prowizji i opłat, nie ponosząc ryzyka kredytowego.

Do rozwoju rynku KPD w dużej mierze przyczynia się to, że w porównaniu z kosztami emisji oprocentowanie kredytów bankowych jest wciąż stosunkowo wysokie mimo wielokrotnego obniżania przez RPP podstawowych stóp procentowych. Ponadto rozwój tego rynku wynika z dużego zapotrzebowania niefinansowych podmiotów gospodarczych na elastyczne finansowanie krótkoterminowe, a także stosunkowo niskie wyposażenie kapitałowe polskich banków, które prowadzi do szybkiego wyczerpania się limitu koncentracji wierzycelności wobec jednego podmiotu.

Rozwój rynku KPD hamuje wpływ przede wszystkim czynników ogólnogospodarczych. Jednym z waż-

niejszych jest spowolnienie tempa wzrostu gospodarczego w Polsce i będący jego skutkiem spadek popytu na pieniądź oraz osłabienie sytuacji ekonomiczno-finansowej podmiotów, które mogłyby realizować program emisji KPD. Banki po ostatnich złych doświadczeniach z niewypłacalnymi emitentami wzmożyły badanie ryzyka ich niewypłacalności przed przystąpieniem do organizowania programu emisji, a tym samym podmiotom w złej sytuacji finansowej ograniczają możliwość pozyskiwania kapitału bezpośrednio z otwartego rynku. Wynika to z faktu, że zorganizowanie przez bank emisji, która kończy się niewypłacalnością emitenta, źle wpływa na wizerunek banku.

Rozwój rynku CP ogranicza także jego niska płynność spowodowana funkcjonowaniem wielu drobnych inwestorów. Niejednokrotnie wywołuje to trudności z wyjściem z inwestycji w razie zakupu przez inwestora papierów komercyjnych o wysokiej wartości i chęci ich odsprzedaży w dowolnym momencie.

Istnieją plany, by w przyszłości obrót wtórny niepublicznymi papierami komercyjnymi odbywał się na utworzonym w ramach Giełdy Papierów Wartościowych SA w Warszawie scentralizowanym rynku papierów komercyjnych. Ponadto spółka CeTO SA od 2002 r. prowadzi aktywne działania zmierzające do rozwinięcia platformy informacyjno-transakcyjnej dla pozaskarbowych instrumentów dłużnych. Planuje też uruchomienie serwisu internetowego, zawierającego informacje na temat niepublicznych pozaskarbowych skryptów dłużnych. W serwisie mają być zamieszczane informacje o kwotowaniach kupna i sprzedaży KPD oraz na temat emitentów papierów dłużnych.

W przyszłości spółka ta ma umożliwić zawieranie transakcji za pośrednictwem systemu transakcyjnego Elektronicznego Rynku Skarbowych Papierów Wartościowych, których przedmiotem będą także KPD. Od 10.01.2003 r. w systemie tym dokonywane są transakcje papierami wartościowymi dopuszczonymi do publicznego obrotu.

Takie rozwiązania przyczyniłyby się do zredukowania zbyt dużej liczby rodzajów tego instrumentu finansowego i wykształcenia się kilku jego form – podstawowych i wystandaryzowanych³⁴. To z kolei wpłynęłoby na znaczne zwiększenie płynności rynku wtórnego skryptów dłużnych oraz wzrost obrotów na tym rynku. Rozwiązania te powinny także przyczynić się do ustanowienia czytelnych i jasnych zasad działania uczestników rynku oraz uzyskania obiektywnej wyceny instrumentów, które są przedmiotem obrotu.

³⁴ Rynek KPD nie jest usystematyzowany. Spowodowane jest to istnieniem trzech aktów prawnych regulujących zasady emisji papierów komercyjnych przez niefinansowe podmioty gospodarcze. Prowadzi to do niejednorodności tego instrumentu finansowego – na rynku KPD funkcjonuje obecnie wiele rodzajów skryptów dłużnych, np. komercyjne weksle inwestycyjno-terminowe (tzw. KWIT-y), bony komercyjne, bony dłużne, bony handlowe, weksle komercyjne, krótkoterminowe obligacje.

Koszt emisji krótkoterminowych obligacji dyskontowych

Tabela 2. Całkowite koszty rzeczywiste i efektywna roczna stopa procentowa w skali roku z/bez uwzględnienia korzyści podatkowych

Nr emisji	Data emisji	Data wykupu	Stawka podatku dochodowego (t)	Rentowność (%)	Cena za 100 zł	Całkowita cena emisyjna	Kwota nominalna serii	Provizja za sprzedaż	Wpływ na rachunek	Zdyskontowana opłata gwarancyjna	Skapitalizowana opłata przygotowawcza	Cena emisyjna powiększona o dodatkowe koszty emisji	Całkowite koszty rzeczywiste (t)	Liczba dni emisji	Liczba okresów w roku	ERSP (%)	Rentowność skarbowych 52-tygodniowy rynek pierwioty (%)	ERSP-rentowność bonów skarbowych (%)
bez uwzględnienia korzyści podatkowych																		
1	21.05.03	20.06.03	27,00	5,6000	99,5355	19 907 100,00	20 000 000,00	1 666,67	19 905 433,33	4 145,26	2 559,02	19 915 470,95	5 093,3	30	12	5,2139	4,7900	-0,4239
2	27.05.03	26.06.03	27,00	5,6500	99,5314	22 892 222,00	23 000 000,00	1 916,67	22 890 305,33	4 766,88	2 945,84	22 901 851,39	5 142,7	30	12	5,2657	4,7900	-0,4757
3	28.05.03	27.06.03	27,00	5,6000	99,5355	6 967 485,00	7 000 000,00	583,33	6 966 901,67	1 450,78	896,71	6 970 415,83	5 093,1	30	12	5,2137	4,7900	-0,4237
z uwzględnieniem korzyści podatkowych																		
1	21.05.03	20.06.03	27,00	4,0880	99,6605	19 932 100,00	20 000 000,00	1 216,67	19 930 883,33	3 026,04	1 868,09	19 938 210,79	3 718,8	30	12	3,7829	3,4967	-0,2862
2	27.05.03	26.06.03	27,00	4,1245	99,6575	22 921 225,00	23 000 000,00	1 399,17	22 919 825,83	3 479,82	2 150,47	22 928 254,45	3 755,0	30	12	3,8203	3,4967	-0,3236
3	28.05.03	27.06.03	27,00	4,0880	99,6605	6 976 235,00	7 000 000,00	425,83	6 975 809,17	1 059,07	654,60	6 978 374,50	3 718,7	30	12	3,7828	3,4967	-0,2861

Tabela 3. Wartość zdyskontowanej opłaty gwarancyjnej z/bez uwzględnienia korzyści podatkowych

kwota za maj 2003	Bez uwzględnienia korzyści podatkowych opłata gwarancyjna 0,25% p.a.						z uwzględnieniem korzyści podatkowych opłata gwarancyjna 0,1625% p.a.									
	data płatności do 30.05.2003	liczba dni dyskonta do 30.06.2003	zdyskontowana opłata gwarancyjna za maj	kwota za czerwiec 2003	data płatności do 30.05.2003	liczba dni dyskonta do 30.06.2003	zdyskontowana opłata gwarancyjna za maj	kwota za czerwiec 2003	data płatności do 30.05.2003	liczba dni dyskonta do 30.06.2003	zdyskontowana opłata gwarancyjna za czerwiec	kwota za czerwiec 2003	data płatności do 30.06.2003	liczba dni dyskonta do 30.06.2003	zdyskontowana opłata gwarancyjna za czerwiec	
1 250,00	30.05.03	9	1 248,11	2 916,67	30.06.03	40	2 897,15	6 230,00	912,50	30.05.03	9	911,12	2 129,17	30.06.03	40	2 114,92
479,17	30.05.03	3	478,93	4 312,50	30.06.03	34	4 287,95	6 230,00	349,79	30.05.03	3	349,62	3 148,13	30.06.03	34	3 130,21
97,2	30.05.03	2	97,19	1 361,11	30.06.03	33	1 353,59	6 230,00	70,97	30.05.03	2	70,95	993,61	30.06.03	33	988,12

Tabela 4. *Nominalna wartość opłaty gwarancyjnej bez uwzględniania korzyści podatkowych*

Serie obligacji			Opłata gwarancyjna			Opłata gwarancyjna			Całkowita kwota opłaty gwarancyjnej dla każdej serii (w zł)
kwota nominalna serii	data emisji	data wykupu	stopa %		0,25%	stopa %		0,25%	
			okres rozliczeniowy do	30.05.03	okres rozliczeniowy do	30.06.03			
			początek	koniec	kwota w zł	początek	koniec	kwota w zł	
20 000 000,00	21.05.03	20.06.03	21.05.03	30.05.03	1 250,00	30.05.03	20.06.03	2 916,67	4 166,67
23 000 000,00	27.05.03	26.06.03	27.05.03	30.05.03	479,17	30.05.03	26.06.03	4 312,50	4 791,67
7 000 000,00	28.05.03	27.06.03	28.05.03	30.05.03	97,22	30.05.03	27.06.03	1 361,11	1 458,33

Tabela 5. *Nominalna wartość opłaty gwarancyjnej z uwzględnieniem korzyści podatkowych*

Serie obligacji			Opłata gwarancyjna			Opłata gwarancyjna			Całkowita kwota opłaty gwarancyjnej dla każdej serii (w zł)
kwota nominalna serii	data emisji	data wykupu	stopa %		0,25%	stopa %		0,25%	
			okres rozliczeniowy do	30.05.03	okres rozliczeniowy do	30.06.03			
			początek	koniec	kwota w zł	początek	koniec	kwota w zł	
20 000 000,00	21.05.03	20.06.03	21.05.03	30.05.03	912,50	30.05.03	20.06.03	2 129,17	3 041,67
23 000 000,00	27.05.03	26.06.03	27.05.03	30.05.03	349,79	30.05.03	26.06.03	3 148,13	3 497,92
7 000 000,00	28.05.03	27.06.03	28.05.03	30.05.03	70,97	30.05.03	27.06.03	993,61	1 064,58

Tabela 6. *Wartość nominalna opłaty przygotowawczej dla programu emisji obligacji*

Kwota opłaty	Maksymalna kwota emisji w roku	Koszt na 1 zł wartości nominalnej	Data zapłaty
75 000,00	600 000 000,00	0,000125	2.01.03

Tabela 7

Wartość skapitalizowanej opłaty przygotowawczej bez uwzględnienia korzyści podatkowych						Bieżący koszt kredytu (%)
opłata przygotowawcza 0,15% p.a.						
kwota nominalna serii	data emisji	data wykupu	kwota opłaty	dni kapitalizacji	skapitalizowana opłata	
20 000 000,00	21.05.03	20.06.03	2 500,00	139	2 559,02	6,23
23 000 000,00	27.05.03	26.06.03	2 875,00	145	2 945,84	6,23
7 000 000,00	28.05.03	27.06.03	875,00	146	896,71	6,23

Tabela 8

Wartość skapitalizowanej opłaty przygotowawczej bez uwzględnienia korzyści podatkowych						Bieżący koszt kredytu (%)
opłata przygotowawcza 0,1095% p.a.						
kwota nominalna serii	data emisji	data wykupu	kwota opłaty	dni kapitalizacji	skapitalizowana opłata	
20 000 000,00	21.05.03	20.06.03	1 825,00	139	1 868,09	6,23
23 000 000,00	27.05.03	26.06.03	2 098,75	145	2 150,47	6,23
7 000 000,00	28.05.03	27.06.03	638,75	146	654,60	6,23

Źródło: opracowanie własne