

Zarys historii rozwoju wybranych rynków krótkoterminowych papierów dłużnych

Jolanta Onoszko

Wprowadzenie

Historia instrumentu finansowego określanego jako *commercial paper* (w Polsce krótkoterminowy papier dłużny) sięga XIX wieku. Rozpoczęła się w Stanach Zjednoczonych, których rynek CP jest najstarszym i największym na świecie. Najbardziej dynamiczny rozwój rynku CP przypadł na ostatnie dwudziestolecie XX wieku, nie tylko ze względu na wielkość rynku, ale również pojawienie się wielu rynków poza Stanami Zjednoczonymi, także w Europie.

Zalety tego instrumentu finansowego wcześniej dostrzegły różnych rozmiarów korporacje w USA, w tym General Motors i Ford, za sprawą których nastąpił prawdziwy rozkwit rynku CP w latach 20. XX wieku. Dużą rolę w jego kształtowaniu z pewnością odegrały agencje ratingowe, a szczególnie Moody's. W niniejszym artykule zostanie przedstawiony zarys rozwoju rynku CP na świecie. Specyfika polskiego rynku KPD (tak w polskiej nomenklaturze są określane *commercial papers*) została omówiona w artykule pt. *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce* („Bank i Kredyt” nr /2003), w którym również scharakteryzowano istotę przedmiotowego instrumentu finansowego.

Rozwój rynku *commercial papers* w Stanach Zjednoczonych

Pod koniec XIX wieku małe firmy amerykańskie rozpoczęły finansowanie sezonowych zapasów, pożyczając pieniądze od innych przedsiębiorców z pominięciem

banków. Odbywało się to w drodze emisji papierów, zwanych *commercial papers*. Stopniowo ta wygodna forma finansowania została przejęta przez duże firmy mające sezonowe zapotrzebowanie na kapitał obrotowy.

Przykładem mogą być fabryki tytoniowe American Tobacco Company, które już sto lat temu finansowały zwiększone zakupy za pomocą krótkoterminowych papierów dłużnych. Na przełomie wieków aktywnie zaczęły działać na rynku CP firmy dealerskie. Pierwszą z nich była, pochodząca z Chicago A.G. Becker i s-ka. Udział dealerów przekształcił rynki lokalne w rynek krajowy i spowodował, że upowszechniło się nowe podejście do przeprowadzanych transakcji. Przy dużej skali rynku krajowego, inwestorzy zaczęli poszukiwać informacji o wiarygodności kredytowej emitentów i odwoływać się do ratingu. W owym czasie rating był określany przez Krajowe Biuro Kredytowe oraz Dun & Bradstreet, czyli wywiadownię gospodarczą. Krajowe Biuro Kredytowe sporządzało oceny wszystkich emitentów papierów dłużnych w transakcjach realizowanych w Nowym Jorku.

Rynek CP przybrał dość duże rozmiary na początku lat 20. XX wieku. Pierwsze statystyki, pochodzące z końca 1922 r., podają, że było wówczas 2.200 emitentów *commercial papers*, a łączne zadłużenie z tytułu emisji tych walorów wynosiło 700 mln USD. Firmy wybierały emisję papierów komercyjnych ze względu na niższy koszt pieniądza w porównaniu z kredytem bankowym, znacząco poniżej sztucznej stopy procentowej ustanawianej przez banki dla najlepszych klientów (*prime rate*), oraz z powodu załamania się rynku obligacji w 1909 r. CP miały charakter krótkoterminowy

(czasem termin wykupu wynosił kilka dni) i były emitowane przez znane firmy, uważane za pozbawione ryzyka. Banki pełniły wówczas funkcję pośredników finansowych.

W latach Wielkiego Kryzysu Ustawa U. S. Securities Act z 1933 r. pozwoliła na wyłączenie *commercial papers* z procedury wprowadzania do publicznego obrotu, jednak pod pewnymi warunkami. Zapadalność tych papierów te nie mogła przekraczać 270 dni, a środki uzyskane z emisji mogły być przeznaczane tylko na krótkoterminowe potrzeby firmy. Rozdział 4 (2) ustawy wyłączył z procedury plasowania emisje prywatne, czyli takie, które są skierowane do oznaczonej grupy inwestorów instytucjonalnych. Nie było to jednak wykorzystywane jako podstawa emisji do późnych lat 70. XX wieku. Rynek papierów dłużnych nadal tworzyli emitenci określani przez Krajowe Biuro Kredytowe jako pierwszorzędni. Bardzo niewielu emitentów CP miało wówczas niższą wiarygodność¹.

Wielki Kryzys powstrzymał rozwój rynku CP do lat 60., kiedy emisje CP ponownie zaczęły cieszyć się dużą popularnością, głównie z powodu wzrostu popytu gospodarstw domowych na kredyty konsumpcyjne, będącego przyczyną ograniczenia możliwości kredytowych banków. Dodatkowo na rozwój rynku CP wpłynęła dosyć restrykcyjna polityka monetarna Rezerwy Federalnej w latach 1966-1967, która spowodowała wzrost podstawowych stóp procentowych.

Do lat 70. XX wieku wśród emitentów krótkoterminowych papierów dłużnych znajdowały się duże firmy publiczne. Przygotowywały one regularne raporty dla akcjonariuszy i Komisji Papierów Wartościowych. Szczegółowe memoranda informacyjne były przygotowywane dla inwestorów, mimo że prawo nie wymagało tego. Były one weryfikowane przez biegłych rewidentów i musiały odpowiadać wymogom narzuconym przez regulatorów rynku. Rzetelność danych była skrupulatnie przestrzegana, ponieważ dealerzy, którzy sprzedawali krótkoterminowe papiery dłużne opierając się na nieprawdziwych lub niepełnych danych, ponosili prawną odpowiedzialność wobec inwestorów. Rzetelna informacja stała się fundamentalną zasadą rynku CP.

W latach 70. XX wieku nastąpiły zmiany w polityce monetarnej Stanów Zjednoczonych, polegające na odejściu od zarządzania przez Zarząd Rezerwy Federalnej stopami procentowymi na rzecz kontroli podaży pieniądza. Spowodowało to wzrost ryzyka zmienności stóp procentowych, a co za tym idzie kosztów ponoszonych przy pożyczaniu pieniądza. Dodatkowo wybuch kryzysu energetycznego i wzrost cen doprowadziły do wysokiego poziomu, jak na warunki amerykańskie, inflacji i stóp procentowych. Papiery komercyjne przedsiębiorstw ze swą niską rentownością

stanowiły atrakcyjną alternatywę dla kredytów bankowych w sytuacji, gdy stopa kredytu dla najlepszych klientów wynosiła w 1974 r. 14% p.a., a na przełomie 1979 i 1980 r. 20,5% p.a.² W omawianym okresie na rynku CP pojawiły się nowe kategorie emitentów, tj. przedsiębiorstwa użyteczności publicznej i tzw. emitenci bezpośredni. Pożyczki na rynku CP zaczęły zaciągać również firmy leasingowe, a nawet ubezpieczeniowe.

Grupę emitentów bezpośrednich tworzyły firmy zależne od korporacji samochodowych, finansujące pożyczki samochodowe. Posiadały one własne biura zajmujące się sprzedażą papierów dłużnych. Podobnie jak banki inwestycyjne stworzyły one *dealing rooms* i codziennie prowadziły kwotowania. Inwestorzy mogli kontaktować się bezpośrednio z nimi. Rozliczenia prowadziły w Nowym Jorku, podobnie jak to czyniły banki inwestycyjne. Dawało to oszczędność od 2 do 8 punktów bazowych. Przy emisjach rzędu miliardów dolarów było to olbrzymią zachętą dla emitentów CP. W ślad za firmami finansującymi kredyty samochodowe poszły duże firmy udzielające pożyczek konsumpcyjnych czy też inne znane firmy, jak American Express.

Pierwszym poważnym wstrząsem dla amerykańskiego rynku *commercial papers* było bankructwo Penn Central Corporation w czerwcu 1971 r. Krajowe Biuro Kredytowe utrzymywało ocenę „pierwszorzędny” dla tej firmy ze względu na jej wielkość. Był to pierwszy przypadek niewypłacalności emitenta w skali kraju. Następstwem tego wydarzenia było włączenie działalności Krajowego Biura Kredytowego do Moody's Investors Service (Moody's od 1948 r. utrzymywało spekulacyjny rating dla Penn Central Copr. i jego poprzedników). Ponadto zmieniono system ratingu tak, aby na rynku byli obecni tylko emitenci „pierwszorzędni”, wyselekcjonowani według nowej skali, wzbogaconej o numeryczne klasyfikatory 1, 2, 3, pełniej oddające relatywną jakość emisji. Rynek CP ograniczono do emitentów zakwalifikowanych do tych grup. Inne firmy, z niższym poziomem ratingu, mogły być finansowane tylko przez banki. Następnym poważnym wstrząs zdarzył się, gdy Johns Manville Corporation przestała spłacać zobowiązania z tytułu emisji *commercial papers* w związku z wszczęciem procedury upadłościowej³.

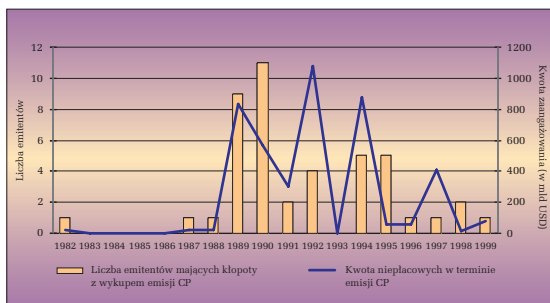
Poprawę sytuacji na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych w Stanach Zjednoczonych przyniosły lata 80. XX wieku. Od 1979 r. do 1990 r. wartość rynku CP wzrastała rocznie o ponad 15%, po czym tempo to zostało zahamowane. W okresie od stycznia 1991 r. do grudnia 1994 r. wzrost wartości rynku CP w USA wyniósł jedynie 3,7%, czyli około 1% rocznie. W 1989 r.

¹ Ratingi i Analizy. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych. „Rating & Rynek” nr 12 z 30.10.1997 r.

² Historia rynku krótkoterminowych papierów dłużnych. Almanach 1997. Warszawa 1998 „Parkiet”, s. 18.

³ Ratingi i Analizy. Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych. „Rating & Rynek” nr 12 z 30.10.1997 r.

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



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

znowu pojawili się emitenci niewywiązujący się terminowo ze zobowiązań. W okresie 1989–1992 było ich 27 (z USA i innych rynków), a wartość zobowiązań osiągnęła kwotę 2,6 mld USD. W okresie od 1982 r. do 2000 r. było 45 takich spółek, w tym spółki z siedzibą poza USA.

Począwszy od stycznia 1995 r. dynamika wzrostu rynku CP zwiększyła się i do grudnia 2000 r. utrzymywała się średnio na poziomie 18% rocznie⁴. W tym czasie rozwój rynku wiązał się z ekspansją funduszy wzajemnego inwestowania (*mutual funds*), które znaczną część swoich aktywów przeznaczały na zakup CP. Ponadto, oprócz wzrostu liczby krajowych emitentów w USA widoczny był znaczny wzrost liczby emitentów pochodzenia zagranicznego, mających swoje siedziby głównie w Europie.

Na koniec 2000 r. wartość niezapadłych emisji CP wyniosła 1.615,3 mld USD. Z tej sumy 343,4 mld USD przypadało na papiery wyemitowane przez podmioty niefinansowe, a 1.271,9 mld USD na podmioty z sektora finansowego⁵. Na koniec grudnia 2002 r. wartość rynku CP w Stanach Zjednoczonych wynosiła około 1.343 mld USD, w tym na instytucje finansowe przypadało 1.198 mld USD, a na instytucje niefinansowe – 145 mld USD⁶. Zahamowanie tempa wzrostu rynku CP ma związek z osłabieniem tempa rozwoju gospodarki światowej, np. kryzysem w branży telekomunikacyjnej. Wynikiem tego było obniżenie poziomu wiarygodności kredytowej wielu emitentów, a także obniżenie tolerancji inwestorów wobec ryzyka⁷. Wykres 2 przedstawia kształtowanie się poziomu wartości zadłużenia z tytułu emisji CP od 1993 r. do 2002 r.

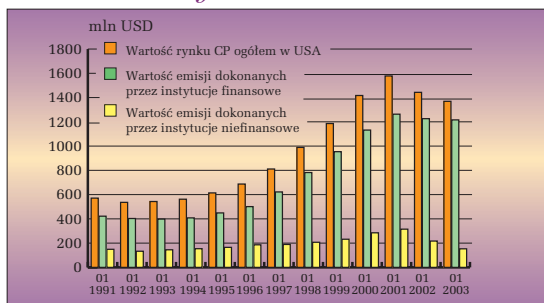
⁴ *Commercial Paper default and rating transitions, 1972-2000*, Moody's Investors Service-Global Credit Research, Special Comment, 2000, s. 6.

⁵ *Commercial Paper Outstanding*. Federal Reserve Biuletyn, 01.03.2003, <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/table1.htm>.

⁶ *Commercial Paper Outstanding*. Federal Reserve Biuletyn 11.10.2002, <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/histouts.txt>.

⁷ Pu Shen: *Why has the nonfinancial commercial paper market shrunk recently?* Federal Reserve Bank of Kansas City, Economic Review, First Quarter 2003.

Wykres 2 Zadłużenie z tytułu emisji CP w Stanach Zjednoczonych w okresie od stycznia 1991 r. do stycznia 2003 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Federal Reserve Bulletin*, 1.03.2003 r.

Analiza wykresu 2 wskazuje, że dominują emisje dokonywane przez podmioty finansowe, natomiast emisje CP przez podmioty niefinansowe stanowią 1/10 ogółu emisji dokonywanych na rynku finansowym Stanów Zjednoczonych. W Polsce sytuacja jest na razie odwrotna, bowiem na rynku emitentów KPD przeważają podmioty niefinansowe, natomiast emisje KPD dokonywane przez instytucje finansowe stanowią niewielki odsetek ogółu polskich emisji KPD.

W Stanach Zjednoczonych CP emitowane są najczęściej w formie tzw. skryptów dłużnych⁸. W latach 70. XX wieku wprowadzono na amerykański rynek pieniężny nowy typ papieru dłużnego, zabezpieczonego aktywami emitenta. W przeciwieństwie do tradycyjnego papieru dłużnego jest on na ogół zabezpieczony przyszłymi wpływami finansowymi przedsiębiorstwa. Zwiększa to jego pewność i popularność na rynku, a ponadto umożliwia dokonywanie emisji CP przez firmy zajmujące dalsze miejsca na liście ratingowej⁹. Emisja tego rodzaju papierów wiąże się z rozwojem sekurytyzacji, której zaletą jest m.in. pozyskanie tańszego źródła finansowania działalności i poprawa płynności emitenta. W tym celu emitowano *asset backed securities* (ABS), tzn. papiery o zapadalności powyżej 1 roku lub *asset backed commercial papers* (ABCP) – krótkoterminowe papiery dłużne zabezpieczone aktywami¹⁰. Pierwsze dostępne dane na temat ABCP pochodzą z marca 1992 r. Wówczas ich udział w rynku *commercial papers* USA stanowił 7,6%. Na koniec 2001 r. wartość ABCP wynosiła 745,3 mld USD, co stanowiło 52% rynku ogółem, zaś na koniec grudnia 2002 r. 725,6 mld USD, czyli około 54%. Na koniec stycznia 2003 r. wartość ABCP wynosiła 724,3 mld USD¹¹.

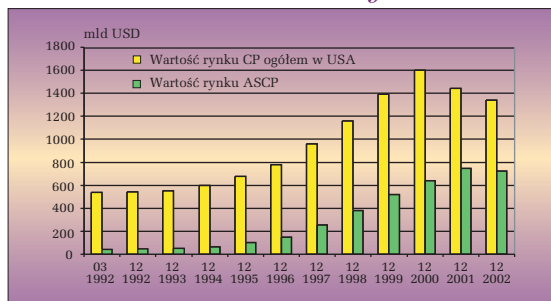
⁸ ang. *promissory notes*.

⁹ W. Dębski: *Rynek finansowy i jego mechanizmy*. Warszawa 2001 PWN, s. 35.

¹⁰ „Rating & Rynek” nr 14 (102) z 10.08.2001 r., s. 1; B.F. Reynolds: *The Asset-Backed Commercial Paper market Evolves*, Knowledge Centem, 21.06.2002, s. 1.

¹¹ Dane za: *Commercial Paper Outstanding*. Federal Reserve Biuletyn, 01.03.2003, <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/histouts.txt>.

Wykres 3 Wartość wyemitowanych krótkoterminowych papierów dłużnych zabezpieczonych aktywami (ASCP) na tle rynku CP w USA w okresie od marca 1992 r. do grudnia 2002 r.



Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/histouts.txt>

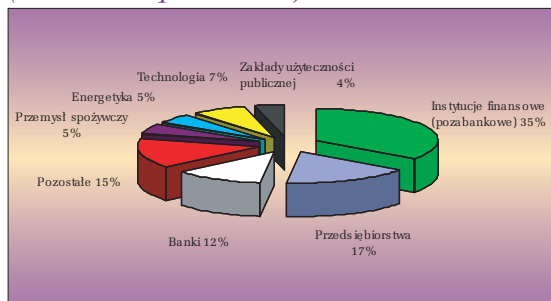
Kształtowanie się wartości ABCP na rynku USA w latach 1992–2002 ilustruje wykres 3. Wynika z niego, że popularność ABCP sukcesywnie wzrasta.

Rynek pierwotny i wtórny. Emitenci i inwestorzy na amerykańskim rynku CP

W Stanach Zjednoczonych rynek pierwotny CP jest kształtowany przez emitentów, inwestorów oraz pośredników. Emisje na rynku pierwotnym przechodzą bezpośrednio w ręce inwestorów lub są sprzedawane przez emitenta pośrednikowi, który z kolei odsprzedaje je inwestorom. Plasowanie bezpośrednie (emitent sam rozprowadza papiery) jest powszechnie stosowane tylko w USA, w mniejszym stopniu w innych krajach. Pośrednikami na rynku są firmy wyspecjalizowane w obrocie CP lub podmioty zależne banków. Często są to także instytucje pośredniczące w obrocie dłużnymi papierami skarbowymi.

Opierając się na informacjach Moody's, której ocenę ma 90% emitentów rynku CP na świecie, można stwierdzić, że najwięcej emisji CP w USA organizują

Wykres 4 Podmioty emitujące CP w Stanach Zjednoczonych według sektora działalności (stan na sierpień 2000 r.)



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

podmioty finansowe (wraz z bankami plasują 47% ogółu emisji) i przedsiębiorstwa z sektora niefinansowego, zwłaszcza firmy przemysłowe (17%). Udział pozostałych kategorii emitentów w rynku CP został przedstawiony na wykresie 4.

Dzięki emisji CP przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych mogą pozyskiwać środki finansowe w wysokości 200 mld USD rocznie¹². Udział największych emitentów papierów dłużnych, czyli pozabankowych instytucji finansowych, we wszystkich dotychczasowych emisjach tych papierów wynosi ponad 70% (udział banków to około 5%, resztę stanowią firmy z innych sektorów). Według stanu na koniec 2002 r., udział ten osiągnął prawie 88% wartości wszystkich niewykupionych emisji papierów wartościowych¹³. Instytucje te są często zdolne do uplasowania emisji we własnym zakresie, co pozwala na obniżenie kosztów związanych z usługami pośredników zajmujących się sprzedażą papierów dłużnych.

Emitenci wykorzystują wpływ z emisji CP na pokrycie bieżących potrzeb finansowych. Z tego względu instrumenty te nie są traktowane jak papiery wartościowe i ich emisja nie podlega obowiązkowi zgłaszania do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd¹⁴. Jednocześnie emisja CP, będąc alternatywnym sposobem pozyskiwania finansowania krótkoterminowego w stosunku do kredytów bankowych oraz pożyczek z innych instytucji¹⁵, stale zwiększa swoją rolę w gospodarce. Świadczy o tym 14-procentowe roczne tempo kapitalizacji CP wyemitowanych przez przedsiębiorstwa w Stanach Zjednoczonych w latach 1970–1994. W 1996 r. kapitalizacja CP osiągnęła 600 mld USD, przewyższając kapitalizację jakiegokolwiek innego, poza obligacjami skarbowymi, instrumentu finansowego o stałym oprocentowaniu¹⁶. W 2000 r. pożyczki zaciągnięte w drodze emisji CP wyniosły około 300 mld USD, natomiast kredyty udzielone przedsiębiorstwom – około 915 mld USD¹⁷.

Ze względu na krótkoterminowy charakter CP emitenci mogą dostosować zapadalność emisji do potrzeb inwestycyjnych nabywców. Dzięki temu inwestorzy otrzymują do dyspozycji instrument o strukturze optymalnej dla planowanych przepływów finansowych. Jednocześnie z tego względu utrzymują swoje środki ulokowane w CP do określonego momentu zapadalności. Rynek wtórny CP jest zatem ograniczony. Ze względu na wysoki stopień dopasowania terminów zapadalności papierów do potrzeb inwestorów na ogół nie ma potrzeby wcześniejszej odsprzedaży papierów. Jeżeli

¹² M. Jakubek, J. Mojak: *Prawo papierów wartościowych*. Lublin 1998 Lubelskie Wydawnictwo Prawnicze s. 46.

¹³ *Commercial Paper Outstanding*. Federal Reserve Bulletin, 6.03.2003, <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/histouts.txt>.

¹⁴ Amerykańska Securities and Exchange Commission.

¹⁵ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce* ..., op.cit., s. 38.

¹⁶ W. Dębski: *Rynek finansowy* ..., op.cit.

¹⁷ R. Walkiewicz: *Bankowość inwestycyjna*. Warszawa 2001 Poltext, s. 119 i dalsze.

jednak inwestor jest zainteresowany odzyskaniem swoich środków przed upływem terminu zapadalności, CP odkupuje od niego pośrednik.

Nabywcami CP są podmioty mające krótkoterminowe nadwyżki finansowe, np. fundusze emerytalne, fundusze powiernicze rynku pieniężnego, agencje rządowe, banki krajowe, banki zagraniczne oraz przedsiębiorstwa inwestycyjne. Inwestycja w krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw jest bardziej rentowna niż lokata bankowa czy nabywanie krótkoterminowych papierów skarbowych, jednak jest obciążona dość wysokim ryzykiem. Niemniej jednak CP są traktowane jako względnie bezpieczne instrumenty z uwagi na krótki termin zapadalności i stosunkowo płynny rynek wtórny.

CP na rynku amerykańskim są krótkoterminowymi papierami wartościowymi nieposiadającymi zabezpieczenia. Zapadalność emisji CP mieści się w granicach od 1 do 270 dni, jednak najczęściej jest krótsza niż 30 dni. Limit zapadalności do 270 dni wynika z regulacji Komisji Papierów Wartościowych (Securities Exchange Commission), która wyłącza CP o takim terminie wykupu z procedury wprowadzania do publicznego obrotu. Z obowiązku rejestracji w Komisji Papierów Wartościowych i ujawniania wymogów emisji są również zwolnione te CP, w przypadku których wartość nominalna poszczególnych walorów wynosi co najmniej 100 tys. USD (zazwyczaj przekracza 1 mln USD¹⁸), emisja otrzymała wysoki rating i jest przeprowadzana przez spółkę zależną od banków lub mającą gwarancje bankowe.

Charakterystyka emisji *commercial papers* w USA pod względem rentowności i kosztów emisji

Oprocentowanie *commercial papers* zależy przede wszystkim od relacji popytu i podaży na rynku pieniężnym. Przy jego określaniu bierze się pod uwagę okres zapadalności instrumentu oraz rating, jaki otrzymał emitent¹⁹.

CP nie są instrumentami odsetkowymi, lecz dyskontowymi. Ich rentowność wynika z dyskonta, czyli różnicy między ceną zakupu a (wyższą) wartością nominalną papieru. Ponadto rentowność CP w Stanach Zjednoczonych odnosi się do rentowności bonów skarbowych (*US Treasury Bills*) o takim samym terminie wykupu. W latach 1984-1990 średnia rentowność 3-miesięcznych CP przewyższała rentowność bonów skarbowych o około 15 punktów bazowych, dla papierów o ratingu A2 lub P2, i 10 punktów bazowych dla papierów o najwyższym ratingu: A1 lub P1²⁰. Inne źró-

dła szacują, że rentowność CP emitowanych na świecie jest wyższa o około 1 – 2 punkty procentowe w porównaniu z rentownością bonów skarbowych. Jest ona zbliżona do rentowności pożyczek na światowych rynkach międzybankowych²¹. Oznacza to, że finansowanie za pomocą CP pozwala obniżyć koszty finansowe nawet do minimum, które wyznaczają stopy procentowe pożyczek udzielanych sobie nawzajem przez instytucje finansowe.

Analiza poziomu rentowności CP emitowanych w Stanach Zjednoczonych w okresie od stycznia 1997 r. pozwala stwierdzić, że na początku analizowanego okresu rentowność CP osiągała wartości od 5,2% dla instytucji o ratingu AA i około 5,4% dla ratingu A2/P2. Na początku 1998 r. wartości te wzrosły odpowiednio do 6% i 6,25%, następnie stopniowo się obniżyły i na koniec 1998 r. wyniosły około 5% i 5,4%. W 1999 r. wahały się od 4,6% do 5,4% dla instytucji o najlepszym ratingu. W połowie 2000 r. rentowność CP wzrosła do 6,5% i 6,9%, a od II połowy 2001 r. zaczęła się sukcesywnie obniżać. Obecnie rentowność CP kształtuje się na poziomie 1,2% dla instytucji o ratingu AA i około 1,8% dla instytucji o ratingu A2/P2²².

Rentowność poszczególnych emisji CP zależy w dużym stopniu od oceny ryzyka inwestycyjnego, czyli pozycji rynkowej oraz wiarygodności kredytowej emitenta. Ocena jest przeprowadzana przez agencję ratingową, która nadaje emisji określony rating. Oceny ratingowe są przyznawane przez cztery największe agencje ratingowe, czyli: Standard & Poors, Moody's, Duff & Phelps oraz Fitch. W Stanach Zjednoczonych 95% wszystkich emisji CP ma przyznany rating. Jest to istotne zarówno z punktu widzenia emitenta, jak i inwestora. Firmy otrzymujące najwyższe oceny ratingowe mogą liczyć na wysoki popyt na emitowane instrumenty finansowe, inwestorzy otrzymują zaś gwarancję wypłacalności emitenta i tym samym wykupu papierów dłużnych.

Na koszty pozyskiwania środków pieniężnych drogą emisji CP poza dyskontem i opłatą dla agencji ratingowej składają się także koszty administracyjne emisji, tj. porady prawne, opłata zabezpieczająca linię kredytową i koszty dystrybucji emisji. W przypadku dużych emisji całość kosztów administracyjnych stanowi około 0,15% wartości emisji. Łącznie całkowity koszt, jaki ponosi emitent CP w USA, jest o 0,3-0,5 punktu procentowego wyższy niż oprocentowanie obligacji rządowych²³. Z uwagi na to, że większość emitentów to instytucje finansowe, są one zdolne do uplasowania emisji we własnym zakresie. Wpływa to na pomniejszenie kosztu pozyskania środków o wydatki związane z usługami pośredników zajmujących się sprzedażą pa-

¹⁸ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce ...*, op.cit. s. 36; W. Dębski: *Rynek finansowy ...*, op.cit., s. 36.

¹⁹ D. Wieczorek: *Commercial papers – skrypty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa*. „Bank i Kredyt” nr 4/1998 Bankowe ABC, nr 41, s. 7.

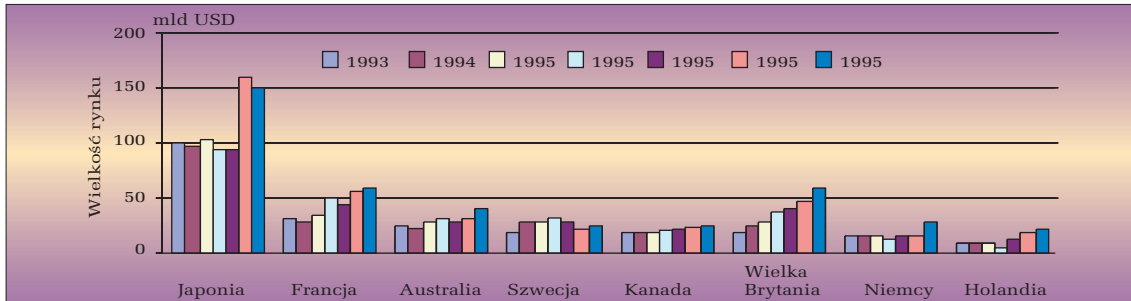
²⁰ *Corporate Bonds and Commercial Papers*. Debt and Equity Markets Series, BPP Financial Publishing 1993.

²¹ D. Dziawgo: *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym ...*, op.cit., s. 5.

²² Na podstawie <http://www.federalreserve.gov/releases/cp/histrates.txt>.

²³ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce ...*, op.cit., s. 38.

Wykres 5 Kształtowanie się rynków commercial papers poza Stanami Zjednoczonymi w latach 1993-1999



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

pierów dłużnych. Średnio koszt ten stanowi 1/8 punktu procentowego wartości emisji²⁴. Emitent plasujący papiery komercyjne we własnym zakresie musi się jednak liczyć z kosztami zatrudnienia własnych pracowników, odpowiedzialnych za proces sprzedaży wyemitowanych instrumentów.

Można stwierdzić, że koszt pozyskiwania środków pieniężnych za pomocą emisji papierów komercyjnych jest na ogół niższy niż koszt odsetek i prowizji od kredytu bankowego. Jest to rezultat pominięcia pośrednika przy pozyskiwaniu finansowania, tj. banku. Emitent uzyskuje środki finansowe bezpośrednio od inwestorów, a zatem bezpośrednio z rynku. Koszty finansowania, które ponosi emitent, nie zawierają więc marży banku oraz jego prowizji w przypadku finansowania kredytem. Konsekwencją ponoszenia niższych kosztów przez emitenta jest przeniesienie ryzyka inwestycyjnego na inwestora. W przypadku trudności finansowych emitenta i jego niewypłacalności inwestor ponosi pełne ryzyko utraty zainwestowanych środków.

Europejski rynek krótkoterminowych papierów dłużnych (ECP Market) oraz lokalne rynki krajów rozwiniętych z uwzględnieniem rynku polskiego

W latach 80. XX wieku zaczęły się rozwijać rynki papierów dłużnych w poszczególnych krajach Europy, a także poza nią. Rozwój ten opierał się na istniejących już średnioterminowych konstrukcjach finansowych, umożliwiających emisję krótkoterminowych papierów wartościowych, zwanych *euro commercial papers*.

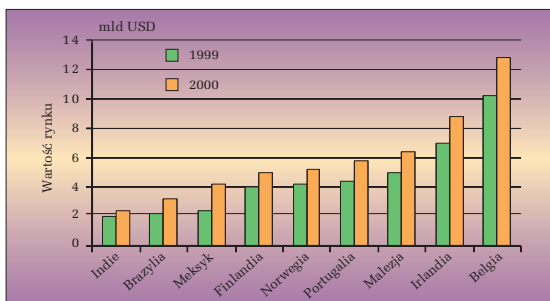
Powstały rynki ECP m.in. we Francji, Szwecji, Hiszpanii, Niemczech, Holandii, Finlandii, Włoszech, Turcji, Norwegii oraz rynki CP w Japonii, Hongkongu, Australii i Kanadzie. Wykres 5 przedstawia rozwój tych rynków w latach 1993-1999.

W 1999 i 2000 r. powstały rynki CP w Belgii, Portugalii oraz Finlandii, a także w innych państwach, również w Ameryce Południowej. Ilustruje to wykres 6.

Wartość zadłużenia na europejskim rynku CP przedstawia wykres 7. Widać na nim, że dynamiczny rozwój Eurorynku nastąpił w drugiej połowie lat 90. XX wieku wraz z wejściem na ten rynek funduszy rynku pieniężnego oraz wprowadzeniem wspólnej waluty

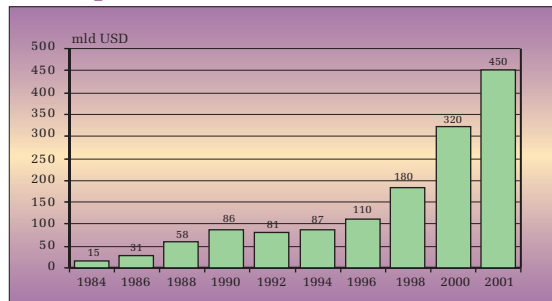
²⁴ M. Nowak: *Emisja papierów komercyjnych w Polsce ...*, op.cit., s. 37.

Wykres 6 Rozwój kolejnych rynków CP w okresie 1999-2000



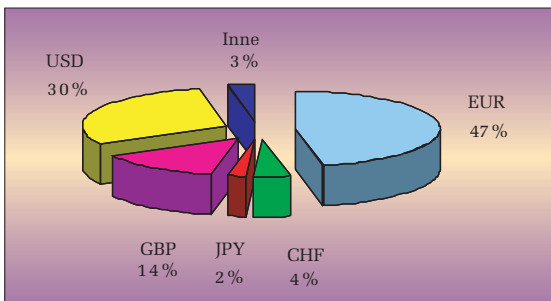
Źródło: opracowanie własne na podstawie Commercial Paper Defaults and Rating Transactions, 1972-2000. Moody's Investors Service. Global Credit Research, 2000.

Wykres 7 Kształtowanie się rynku KPD w Europie w latach 1984-2001



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

Wykres 8 *Udział poszczególnych walut w emisjach ogółem na Eurorynku według stanu na koniec marca 2003 r.*



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

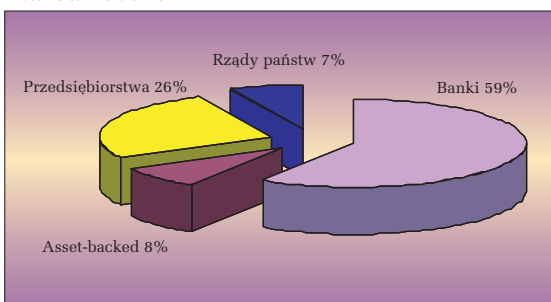
euro. Obecnie przypomina on rynek amerykański z początku lat 90. XX wieku.

ECP są obecnie denominowane głównie w pięciu walutach, tj. USD, EUR, GBP, CHF i JPY. Transakcje są jednak zawierane również w innych walutach. Około 35% transakcji zawiera opcje przewalutowania w celu ochrony przed ryzykiem kursowym (65% przed wprowadzeniem euro). Dolar amerykański jest nadal dominującą walutą, jednak duży udział ma również euro, co zostało przedstawione na wykresie 8. W 1998 r. udział programów emisji w dolarach amerykańskich na Eurorynku wynosił 63%, podczas gdy w 1992 r. aż 83%.

Udział poszczególnych instrumentów finansowych na europejskim rynku pieniężnym, którego wartość na koniec czerwca 2002 r. kształtowała się na poziomie 1.070 mld USD, przedstawia wykres 9.

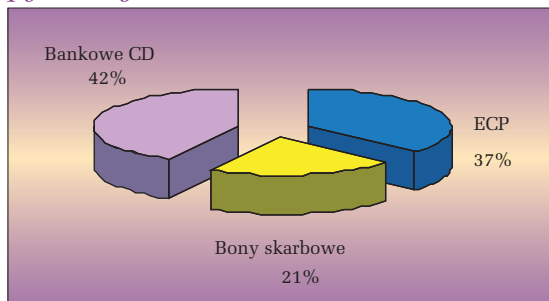
Większość emisji ECP przeprowadzana jest w formie specjalnie przygotowanych do tego celu programów. Od 1984 r. uruchomiono około 2.800 emisji euro *commercial papers*. Po podpisaniu umowy agencyjnej z dealerem, którym najczęściej jest bank, papiery są sprzedawane inwestorom. Programy agencyjne określają maksymalną kwotę zadłużenia, której emitent nie może przekroczyć, terminy zapadalności kolejnych transz oraz czas trwania emisji (zwykle wynosi on od 1 roku do 3 lat).

Wykres 10 *Udział poszczególnych grup emitentów w Eurorynku według stanu na koniec marca 2003 r.*



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

Wykres 9 *Udział poszczególnych instrumentów finansowych na rynku pieniężnym Europy według stanu na koniec czerwca 2002 r.*



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów opracowanych przez Citigroup.

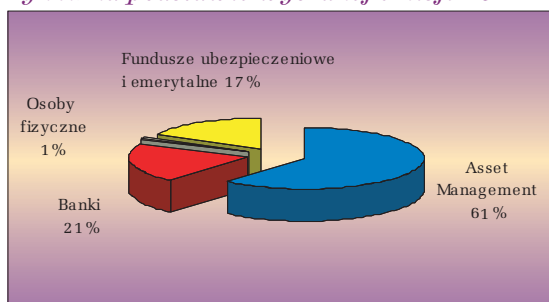
Wśród emitentów znajdują się instytucje finansowe, rządy państw, przedsiębiorstwa lokalne, zabezpieczające zobowiązania aktywami (*asset-backed*), korporacje międzynarodowe (por. wykres 10). Dominują jednak banki, których udział wynosi 59%.

Wykres 11 ilustruje strukturę inwestorów na Eurorynku, opracowaną na podstawie wybranej emisji ECP. Zauważa się, że dominują wśród nich fundusze zarządzające aktywami (*asset management*), ale znaczny udział mają również banki oraz fundusze emerytalne i ubezpieczeniowe.

Termin zapadalności ECP w Europie waha się zazwyczaj od 60 do 180 dni i jest dłuższy niż w USA, gdzie z reguły wynosi do 45 dni. Średni termin zapadalności ECP kształtuje się na poziomie około 60-65 dni, co potwierdza wykres 12. W ostatnim okresie coraz częściej kupowane są 3-miesięczne CP.

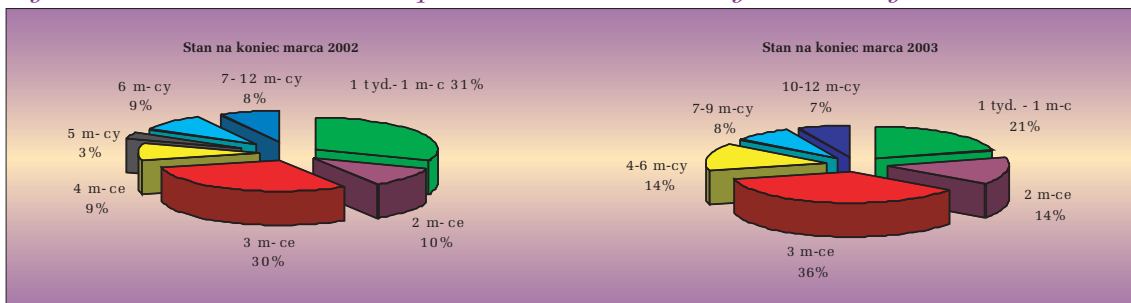
Wartość nominalna emitowanych ECP w większości krajów wynosi kilka tysięcy dolarów. Najniższe wartości nominalów są w Hiszpanii (równowartość 2,2 tys. USD), Australii (równowartość 70 tys. USD), Kanadzie (równowartość 80 tys. USD), najwyższe zaś w Japonii (równowartość 800 tys. USD). Wysoka wartość nominalów ECP powoduje, że mogą je nabywać przede wszystkim inwestorzy instytucjonalni. Wyjątkiem jest Hiszpania, w której dzięki niskiej wartości nominalnej

Wykres 11 *Struktura inwestorów na Eurorynku na podstawie wybranej emisji ECP*



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

Wykres 12 Struktura terminów zapadalności ECP emitowanych na Eurorynku



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

pojedynczego *commercial paper* w rynku mogą również uczestniczyć inwestorzy indywidualni.

ECP prawie wszędzie są emitowane na bazie dyskonta, co oznacza, że różnica między wartością nominalną a wartością emisyjną jest dochodem inwestora. Wyjątek stanowi Norwegia, gdzie – podobnie jak w przypadku obligacji – płacone są kupony odsetkowe. Oprocentowanie *commercial papers* zależy od relacji popytu i podaży na rynku pieniężnym. Przy jego wyznaczaniu brane są pod uwagę: okres zapadalności instrumentu oraz rating, jaki otrzymał emitent. Na Eurorynku oprocentowanie zależy od funkcji stawki LIBID lub LIBOR oraz EURIBOR.

Oprocentowanie krótkoterminowych papierów dłużnych w Europie jest wyższe niż w USA, z uwagi na mniejszą liczbę emisji mających rating oraz wyższe stopy procentowe na rynku pieniężnym. W tabeli 1 porównano kształtowanie się oprocentowania *commer-*

cial papers w USA i na Eurorynku w zależności od ratingu emitenta.

Posiadanie pierwszorzędного ratingu (A1/P1) umożliwia przyciągnięcie większej liczby inwestorów. Jedynie emitenci znani na całym świecie, ciesząc się dobrą opinią wśród inwestorów mają możliwość uplasowania papierów bez uzyskania ratingu. Jego posiadanie nie jest w Europie obligatoryjne, w przeciwieństwie do restrykcyjnego pod tym względem rynku amerykańskiego. Jednak w celu uzyskania lepszych warunków emisji emitenci na ogół mają odpowiedni rating nadany przez Standard & Poor's lub Moody's. Tabela 2 prezentuje system ocen ratingowych stosowanych przez wybrane agencje ratingowe.

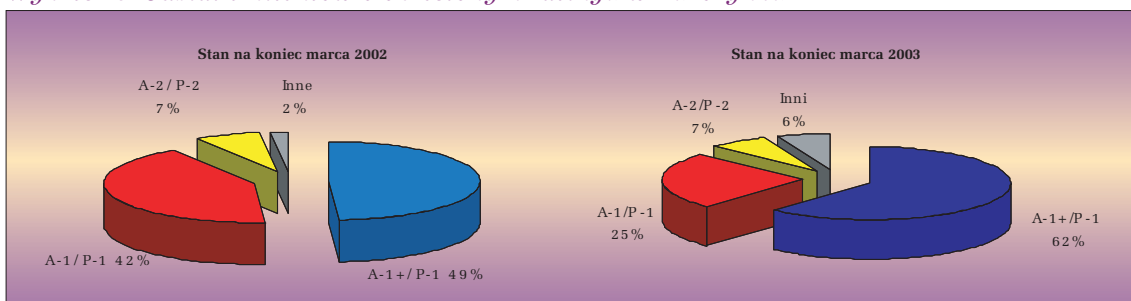
Wykres 13 przedstawia strukturę udziałową emitentów na Eurorynku pod względem przyznanych ocen ratingowych. A-1+ i A-1 są najwyższymi ocenami przyznawanymi przez Standard & Poor's.

Tabela 1 Oprocentowanie *commercial papers* w zależności od ratingu emitenta w Stanach Zjednoczonych i na Eurorynku

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

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów opracowanych przez Citigroup.

Wykres 13 Udział emitentów o określonym ratingu w Eurorynku



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

Tabela 2 Wybrane firmy ratingowe i stosowane przez nie symbole ocen emisji papierów komercyjnych w USA

Nazwa firmy	Stosowane oceny (od najlepszych do najgorszych)	
	poziom inwestycyjny	poziom spekulacyjny
Standard & Poor's, Inc.	A-1+, A-1, A-2, A-3	B
Moody's Investors Service	Prime-1, Prime-2, Prime-3	Not-Prime
McCarthy, Crisanti, Maffei, Inc.	Od MCM-1 do MCM-6	
Fitch Investor Services Corp.	F-1+, F-1, F-2, F-3	F-S, D
Duff & Phelps, Inc.	Duff 1+, Duff 1, Duff 1-, Duff 2 lub Duff 3	

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Nowak: *Emisje papierów komercyjnych w Polsce. Warszawa 1999 Twigger SA, s. 39* oraz D. Dziawgo: *Bony komercyjne na polskim rynku finansowym - wybrane aspekty w działalności bankowej*, „Bank i Kredyt” nr 4/1998.

Podczas, gdy w USA 95% wszystkich emisji ma ocenę agencji ratingowej, w Europie ma ją tylko 40%. Powodem tego jest fakt, że na początku funkcjonowania rynku ECP w Europie głównymi dealerami były banki mogące ocenić ryzyko emisji na podstawie analiz sporządzonych przez swoje komórki kredytowe.

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

Polski rynek krótkoterminowych papierów dłużnych nie należy do najmłodszych w Europie. Jego rozwój zainicjował w 1992 r. Polski Bank Rozwoju SA. Początkowo niewielkie pod względem wartości nominalnej programy emisji KPD zaczęły powiększać swoje rozmiary i w ostatnich latach największe z nich, zebrane w Tabeli 3, mają po kilkaset milionów złotych.

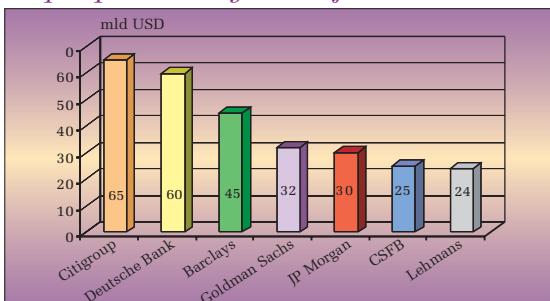
Emitentami KPD są zarówno podmioty gospodarcze cieszące się renomą na polskim rynku, jak KGHM PM, PKN Orlen SA, Polkomtel SA, Polskie Sieci Elektroenergetyczne SA, jak też mniej znane podmioty, ale mające wysoką wiarygodność kredytową. Kilka dosyć poważnych „potknięć” niektórych emitentów w zakresie zdolności do wykupu wyemitowanych papierów, wzmogło ostrożność inwestorów w wyborze spółki, w której papiery inwestują, a przede wszystkim banków-

agentów emisji, które część programów emisji zamknęły lub nie przedłużyły umów z powodu słabej sytuacji finansowej emitenta. Na koniec sierpnia 2003 r. było 235 emitentów KPD, podczas gdy na koniec 2000 r. było ich 328. Ich liczba obniżyła się zatem o blisko 30%, ale wzrosła wiarygodność tych podmiotów. Rynek KPD oczyścił się z emitentów o wątpliwym standingu. Kształtowanie się liczby emitentów i wartości rynku KPD od 1997 r. do końca sierpnia 2003 r. przedstawia wykres 15.

Wśród inwestorów KPD dominują przedsiębiorstwa (52,24% na koniec II kwartału 2003 r.²⁵), którym nadal ustępują miejsca fundusze emerytalne, inwestycyjne oraz instytucje ubezpieczeniowe. Na uwagę może zasługiwać fakt, że polskim rynkiem KPD zaczynają interesować się inwestorzy zagraniczni (11,05% na koniec II kwartału 2003 r.²⁶). Większemu zaangażowaniu się w rynek KPD inwestorów z grupy podmiotów finansowo-ubezpieczeniowych przeciwdziałają m.in.: ograniczenia ustawowe, a także brak rynkowej wyceny papierów, ich niska płynność oraz zbyt mała podaż papierów i często marża nieadekwatny do poziomu ryzyka.

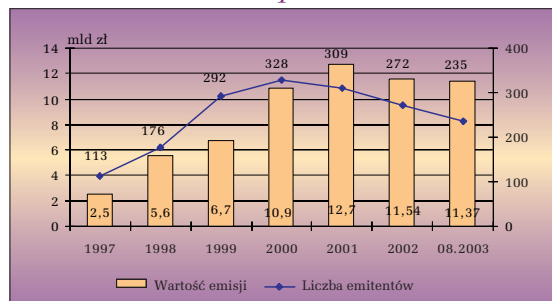
Od wielu lat do grona dominujących na rynku KPD banków-agentów emisji należą: Bank Handlowy

Wykres 14 Udział banków-liderów w europejskim rynku emisji euro commercial papers (stan na koniec marca 2003 r.) według wartości przeprowadzonych emisji



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów Citigroup.

Wykres 15 Charakterystyka rynku KPD pod względem wartości emisji i liczby emitentów w okresie 1997 r. - sierpień 2003 r.



Źródło: na podstawie danych Fitch Polska SA.

Tabela 3 Największe programy emisji w historii rozwoju rynku KPD w Polsce

Lp.	Emitent	Organizator emisji	Rok zorganizowania programu emisji	Limit programu (mln PLN)
1.	Telekomunikacja Polska SA	Bank Handlowy	1999	1.400
2.	Elektrociepłownie Warszawskie	Bank Handlowy	2001	1.000
3.	Fiat Polska	Bank Handlowy/ING Bank	2001	1.000
4.	Grupa Volkswagen	Bank Handlowy/BRE Bank	2002	1.000
5.	Telefonia Lokalna	Bank Pekao SA	2001	915
6.	Elektrim	Bank Pekao SA	2001	800
7.	PKN Orlen	Bank Handlowy	2001	700

Źródło: na podstawie danych Fitch Polska SA.

w Warszawie SA, BRE Bank SA, Raiffeisen Bank SA, Bank Pekao SA, ING Bank Śląski czy BPH PBK SA. Przeszły one przekształcenia, co w wielu wypadkach zdecydowało o wzmocnieniu ich pozycji na rynku KPD. Na koniec sierpnia 2003 r. było 19 banków-agentów emisji, z których do liczących się ze względu na udział w rynku KPD można zaliczyć: PKO BP SA, Deutsche Bank SA, Societe Generale SA i ABN AMRO.

Mimo pewnego zahamowania rozwoju rynku KPD w Polsce jego uczestnicy nadal bardzo pozytywnie oceniają perspektywy tego rynku.

Źródła prawa dotyczące emisji KPD w Polsce i jego oddziaływanie na rynek KPD zostały szerzej omówione w artykule opublikowanym przez autorkę w nr. 4/2003 „Banku i Kredytu”.

Regulacje prawne na zagranicznych rynkach commercial papers

W niektórych państwach, np. Japonii, Francji, Wielkiej Brytanii, Norwegii oraz Belgii, rynki commercial papers są normowane przez oddzielne regulacje, które definiują instrument i określają sposób obrotu nimi. W niektórych państwach nie ma regulacji prawnych bezpośrednio odnoszących się do CP. Przykładowo w Szwecji i Australii brak jest oficjalnych ograniczeń w stosunku do uczestników rynku papierów komercyjnych jak i samego instrumentu.

W Stanach Zjednoczonych, na Eurorynku i w mniejszym zakresie w Hiszpanii podstawowe cechy papierów komercyjnych są zwykle determinowane przez konieczność spełnienia takich kryteriów, które pozwolą uniknąć rejestracji emisji commercial papers w Komisji Papierów Wartościowych, a co za tym idzie dodatkowych kosztów.

Na wszystkich rynkach, gdzie krótkoterminowe papiery dłużne są normowane przez oddzielne przepisy, istnieje określona minimalna wartość nominalna jednego waloru. Rozwiązanie to służy wyeliminowaniu z rynku inwestorów detalicznych. Na niektórych ryn-

kach dochodzi jeszcze ograniczenie dotyczące maksymalnego (a czasami minimalnego) okresu zapadalności tych papierów.

Wymogi prawne w zakresie emisji KPD w Europie

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

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

We Francji podmiotami uprawnionymi do emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych są tylko te, które istniały przez dwa lata przed datą emisji oraz spełniają wymogi nałożone przez prawo (dotyczące m.in. minimalnej wartości opłaconego kapitału firmy). Do lutego 1992 r. wszystkie emisje papierów komercyjnych musiały być zarejestrowane miesiąc przed ich uruchomieniem, bowiem spółka musiała uzyskać pozwolenie Komisji Operacji Giełdowych i Banku Francji. Ponadto emitent był zobowiązany poinformować inwestorów o swoich planach i sytuacji finansowej. Od lutego 1992 r. o emisji commercial papers firma musi na dwa tygodnie wcześniej zawiadomić jedynie Bank

Francji. Od 1989 r. przy emisji papierów komercyjnych obowiązkowe jest wzmocnienie płynności finansowej emitenta, np. przyznaną linią kredytową.

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

W Niemczech fundusze powiernicze nie mogą inwestować w papiery komercyjne niemające ratingu.

Regulacje prawne dotyczące emisji *commercial papers* w niektórych krajach poza Europą

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

W Stanach Zjednoczonych Komisja Papierów Wartościowych (SEC), zgodnie z przepisami tzw. Securities Act z 1933 r., artykuł 3 (a) 3, zwolniła z obowiązku rejestracji, a także ujawniania wymogów emisji wszystkie papiery komercyjne, które spełniają następujące warunki: termin zapadalności nie przekracza 9 miesięcy, wartość nominalna pojedynczego waloru wynosi co najmniej 100 tys. USD, a emisja otrzymała wysoki rating agencji ratingowej. Rejestracji w SEC nie podlegają także emisje przeprowadzone przez spółki

zależne od banków lub mające gwarancje bankowe. W praktyce zapadalność papierów komercyjnych na rynku amerykańskim waha się w granicach od 5 do 45 dni, a średnia zapadalność wynosi 30 dni. *Commercial papers* mogą być także sprzedawane w ofercie publicznej, ale wówczas ich nabywcami są tylko podmioty instytucjonalne.

W pozostałych krajach nie ma uregulowań prawnych, które bezpośrednio określałyby charakter papierów komercyjnych i obowiązek rejestracji ich emisji w Komisji Papierów Wartościowych. O warunkach emisji i sposobie jej przeprowadzenia decyduje rynek²⁷.

Zakończenie

Rynek CP podlega ewolucji pod wpływem nowych zjawisk ekonomicznych oraz zmian instrumentów finansowych, czego przykładem mogą być ABCP. Coraz więcej podmiotów gospodarczych dostrzega korzyści wynikające z pozyskiwania środków finansowych w drodze emisji CP; inne lokują pieniądze w CP, aby uzyskać wyższe dochody. Popularność *commercial papers* wzrasta, o czym świadczy powstawanie nowych rynków CP, np. w Ameryce Łacińskiej czy nawet w Europie, jak również rozwój już istniejących.

Przyszłość CP nie wydaje się zagrożona. Z pewnością zależy od wielu czynników ekonomicznych, mających zmienny charakter. Jednak funkcjonowanie instrumentu *commercial papers* w warunkach gospodarki rynkowej w wielu krajach świata, bez względu na kształtowanie się w przyszłości rozmiarów jego rynku, ma charakter trwały.

²⁷ D. Wieczorek: *Commercial papers – skrypty dłużne emitowane przez przedsiębiorstwa*. „Bank i Kredyt” nr 4/1998, Bankowe ABC, nr 41, s. 2-3.