

Krótkoterminowe papiery dłużne – charakterystyka, geneza i struktura rynku

Marcin Kobus

Firmy, aby mogły być bardziej konkurencyjne i mogły się rozwijać, muszą inwestować. Sposobów pozyskania kapitału na realizację inwestycji jest kilka. Artykuł ten przedstawia krótkoterminowe papiery dłużne (commercial papers) jako jeden ze sposobów pozyskania środków potrzebnych na inwestycje. Emisja KPD może również zapewnić prefinansowanie inwestycji, które po ukończeniu zostaną refinansowane ze środków Unii Europejskiej. Może to być bardzo dobre rozwiązanie dla samorządów terytorialnych, których np. nie stać na wybudowanie oczyszczalni ścieków.

Zaprezentowany mechanizm emisji tego rodzaju papierów wartościowych jest tym bardziej ciekawy, ponieważ pozwala jednocześnie zadowolić: emitentów, bo pozyskują kapitał taniej niż w postaci (np. kredytów), inwestorów, bo dostają wyższe stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w KPD, niż otrzymaliby na lokatach lub obligacjach Skarbu Państwa, i wreszcie banki, bo mogą uczestniczyć w emisji i późniejszym obrocie tymi papierami, zyskując na prowizjach.

Artykuł pokazuje także, jak wygląda rynek KPD w Polsce, z jakimi rodzajami KPD mamy do czynienia, a także mówi, co należy wiedzieć i o czym trzeba pamiętać, aby przeprowadzić emisję tego typu papierów wartościowych.

1. Wprowadzenie

Inwestowanie to działanie, jakie musi podejmować każda firma, aby utrzymać się na rynku bądź zwiększyć w nim swój udział. Inwestycje pomagają głównie w obniżaniu kosztów działalności poprzez wprowadzenie bardziej efektywnych rozwiązań, służą wdrażaniu innowacji i nowych technologii, pomagają w zdobywaniu nowych rynków, nowych konsumentów, użytkowników.

Inwestycje wymagają jednak wcześniejszego poniesienia pewnych nakładów finansowych, na które jednak nie wszystkie firmy stać. Również dotacje z funduszy UE wyma-

gają, aby dany podmiot najpierw sfinansował odpowiednią inwestycję z własnych środków, a dopiero później może liczyć na jakąkolwiek refundację. Jednak aby się rozwijać, firma musi zdobyć się na tego typu wydatek, nie koniecznie finansując go z własnych funduszy bądź środków pozyskanych od inwestora strategicznego, którego nie wszystkie firmy chciałyby widzieć w swoich strukturach kapitałowych i późniejszych podziałach zysków.

Jednym z dostępnych rozwiązań na rynku finansowym oprócz powszechnie stosowanych kredytów i pożyczek, leasingu, wspomnianych dotacji ze środków UE, są komercyjne papiery dłużne (nazywane często commercial papers), które dane przedsiębiorstwo jest w stanie wyemitować i upłynnić na rynku. Chętni na tego typu instrumenty z pewnością znajdują się wśród posiadających nadwyżki finansowe inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych. Przykładowo w USA przez emisję commercial papers przedsiębiorstwa uzyskują corocznie dostęp do środków finansowych na kwoty ponad 200 mld USD (Mojek 2004: 97). Na koniec III kwartału 2005 r. wartość papierów dłużnych wyemitowanych przez banki, przedsiębiorstwa i jednostki samorządów terytorialnych wyniosła 24,21 mld PLN (Fitch Polska 2005), tj. ok. 7 mld USD.

Krótkoterminowe papiery dłużne (KPD) ze względu na terminy, na jakie są emitowane (zapadalność poniżej roku), stanowią przedmiot obrotu na rynku pieniężnym. Dzięki tym dyskontowym papierom wartościowym przedsiębiorstwa mają możliwości pożyczania pieniędzy na rynku, zamiast ubiegać się o kredyt w banku. Natomiast inwestorzy udzielający takiej pożyczki zyskują więcej, niż mogliby otrzymać z lokat bankowych. Jednak banki nie są pomijane w tym obrocie. KPD sprzedawane są za pośrednictwem banku agenta emisji, który następnie organizuje rynek wtórny tych papierów w celu zapewnienia odpowiedniej

płynności inwestorom. Ponadto zysk z tego typu transakcji jest pewniejszy niż zysk wynikający z inwestycji w akcje, a o bezpieczeństwie danej inwestycji wypowiadają się niezależne firmy ratingowe. Przydzielają one oceny odpowiadające wysokości ryzyka inwestycji w dane przedsiębiorstwo.

Krótkoterminowe papiery wartościowe podzielić można na:

- papiery skarbowe: bony skarbowe,
- papiery pozaskarbowe: papiery komercyjne, bony pieniężne NBP, krótkoterminowe papiery wartościowe jednostek samorządu terytorialnego, certyfikaty depozytowe.

Przedmiot niniejszego artykułu będzie stanowił opis komercyjnych krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych, które z racji różnych podstaw prawnych posiadają wiele nazw.

2. Rys historyczny krótkoterminowych papierów dłużnych

Emisja krótkoterminowych papierów wartościowych zaczęła się w XIX wieku w Stanach Zjednoczonych. Commercial papers, jak były określane, stanowiły podstawę dostarczania kapitału amerykańskim kopalniom, kolejom i innym przedsiębiorstwom zgłaszającym potrzebę kapitału i będącym na tyle wiarygodnymi, aby go uzyskać. W Polsce pierwszą instytucją, która wprowadziła krótkoterminowe papiery-

dłużne, był Polski Bank Rozwoju S.A. Było to w 1992 r. Obecnie rynek krótkoterminowych papierów dłużnych wyceniany jest na 25 mld PLN (Fitch Polska 2005) i, jak przedstawiają dane statystyczne, nadal wzrasta. Statystykę krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych przedstawia tabela 1.

Jak wynika z danych opublikowanych przez FICH, na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych dominują obligacje przedsiębiorstw, które w ostatnim roku przeskoczyły na pierwszą pozycję, prześcigając długo letniego lidera na tym rynku, jakim były krótkoterminowe papiery dłużne.

3. Podstawy prawne funkcjonowania krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce

Na rynku polskim krótkoterminowe papiery dłużne funkcjonują w oparciu o kilka aktów prawnych (Mojek 2004: 98). Samo wyróżnienie kategorii krótkoterminowe papiery dłużne nie ma charakteru prawnego i jest pojęciem czysto ekonomicznym. Dlatego też w związku z różnorodnością podstaw prawnych papiery te posiadają różnorodne nazewnictwo, jednak funkcja ich jest taka sama. Wszystkie mają służyć pozyskaniu kapitału przez emitenta i ulokowaniu nadwyżek finansowych na korzystnych warunkach przez inwestorów. W Polsce wyróżniamy następujące akty prawne stanowiące

| | 2003 | 2004 | 2005 |
|--|------------------|------------------|------------------|
| Wartość rynku PLNm | 21 771,10 | 23 222,31 | 25 108,83 |
| dynamika w skali roku | 9,8 % | 6,7 % | 8,1 % |
| Krótkoterminowe papiery dłużne PLNm | 11 055,20 | 9 935,31 | 8 604,30 |
| dynamika w skali roku | -4,2 % | -10,1 % | -13,4 % |
| Obligacje przedsiębiorstw (pow. 365 dni) PLNm | 5 288,20 | 7 258,52 | 8 919,75 |
| dynamika w skali roku | 16,8 % | 37,3 % | 22,9 % |
| liczba emitentów | 59 | 69 | 82 |
| Obligacje banków (pow. 365 dni) PLNm | 2 788,60 | 3 073,95 | 4 289,57 |
| dynamika w skali roku | 80,5 % | 10,2 % | 39,5 % |
| liczba emitentów | 8 | 13 | 15 |
| Obligacje komunalne (pow. 365 dni) PLNm | 2 639,10 | 2 954,53 | 3 295,21 |
| dynamika w skali roku | 18,9 % | 12,0 % | 11,5 % |
| liczba emitentów | 201 | 227 | 264 |

Tab. 1. Statystyka krajowego rynku pozaskarbowych papierów dłużnych.
Źródło: Fitch Polska S.A.

podstawy do emisji krótkoterminowych papierów dłużnych:

- Prawo wekslowe z 1936 r.
- Kodeks cywilny z 1964 r. art. 921
- Ustawa o obligacjach z 29.06.1995 r. ze zmianami (z 01.01.2003 r. i 01.01.2004 r.)
- Prawo bankowe z 1997 r

Na bazie prawa wekslowego z 1936 r. w obrocie znajdują się papiery określone jako KWIT-y (krótkoterminowe weksle inwestycyjno-terminowe), wykreowane przez polski oddział ING w imieniu i na rzecz przedsiębiorstw (głównie spółek joint-venture) kontrolowanych przez duże zagraniczne koncerny (Mojek 2004: 98). Na bazie prawa wekslowego działają jeszcze weksle komercyjne, weksle krótkoterminowe. W 1999 r. około 80% emisji opierało się na konstrukcji weksla (Cera S.A.).

Z kodeksu cywilnego z 1964 r. wywodzą się papiery określane jako bony komercyjne, bony handlowe, bony inwestycyjne.

Jednak powyższe wymienione papiery zaczęły być wypierane poprzez papiery emitowane na bazie ustawy o obligacjach, która daje większą elastyczność w dopasowaniu struktur i terminów zapadalności, odzwierciedlających w większym stopniu zapotrzebowanie rynku i potrzeby finansowe emitenta (Czerniawski 2004: 25). Wadą systemu prawa wekslowego były zbyt sztywne zasady weksla oraz ciągłe podkreślanie jego materialnej formy, natomiast w przypadku papierów dłużnych bazujących na k.c. utrudnieniem była obowiązująca zasada numerus clausus (zasada zamkniętego katalogu papierów wartościowych) (Waclawik 2002: 32) oraz konstrukcja umów między emitentami a nabywcami bonów, która jest zabiegiem sztucznym i niezgodnym z przepisami zaciągania tego typu zobowiązań (Mojek 2004: 98).

Instrumenty finansowe emitowane na podstawie prawa bankowego to certyfikaty depozytowe (CD). Emitentami tych papierów dłużnych mogą być tylko banki. Certyfikaty depozytowe mogą posiadać gwarancję wykupu udzieloną przez podmiot dominujący w stosunku do emitenta (dzięki czemu zmniejsza się koszt emisji). Termin zapadalności papierów dłużnych zawiera się w przedziale od tygodnia do trzech lat. Terminy są dopasowane do aktualnych potrzeb banku (emitenta Certyfikatów Depozytowych). Ze względu na ograniczenia podmiotowe co do emitentów CD, którymi

mogą być tylko renomowane banki, papiery te nie będą stanowić przedmiotu tej publikacji.

4. Parametry charakteryzujące krótkoterminowe papiery dłużne (KPD)

Krótkoterminowe papiery dłużne są to instrumenty rynku pieniężnego o terminie wykupu poniżej roku (Bielecka 1998: 23). Papiery te potwierdzają zadłużenie ich emitenta wobec nabywcy (inwestora). Papiery te są w głównej mierze papierami emitowanymi na okaziciela, co ułatwia obrót nimi, jednak na życzenie emitenta papiery te mogą być papierami imiennymi. Uzależnione jest to od podstawy prawnej, na bazie której te papiery są konstruowane (o tym mowa w rozdziale wcześniejszym).

4.1. Rodzaje krótkoterminowych papierów dłużnych

Ze względu na emitenta krótkoterminowe papiery dłużne dzielimy na (Sobolewski 1999: 32):

- krótkoterminowe papiery dłużne skarbowe, których emitentem jest Skarb Państwa. Stopa zwrotu uzyskiwana z inwestycji w te papiery z racji mniejszego ryzyka (Skarb Państwa jest dłużnikiem pewnym) jest mniejsza niż w przypadku papierów dłużnych pozaskarbowych,
- krótkoterminowe papiery dłużne pozaskarbowe. Tu emitentami są podmioty posiadające dostateczną wiarygodność finansową.

4.2. Sposoby emisji

Papiery te mogą być emitowane na trzy sposoby:

- emisja publiczna, czyli taka, która jest kierowana do ponad 300 nabywców, lub nabywcami są nieokreślone z góry osoby, lub jest przeprowadzana z wykorzystaniem środków masowego przekazu. Emisja taka podlega wówczas regulacjom ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi,
- emisja publiczna bez odwołania się do ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Trzeba wówczas spełnić następujące warunki: wartość nominalna jednej obligacji musi być wyższa niż 40.000 EURO i opiewać wyłącznie na wierzytelności pieniężne o terminie krótszym niż rok oraz niezbędne jest

- ogłoszenie warunków emisji w jednym z dzienników o zasięgu ogólnopolskim,
- emisja niepubliczna, czyli skierowana do maksymalnie 300 podmiotów.

4.3. Cena KPD

Cena krótkoterminowych papierów dłużnych uzależniona jest od terminu zapadalności, stopnia ryzyka niewypłacalności emitenta, popytu na dany papier oraz oczywiście od obowiązujących na rynku stawek. Najczęściej oscyluje ona w okolicach stopy WIBOR. Ze względu na sposób ustalania dochodu wyróżnić można papiery dyskontowe i kuponowe.

Papiery rodzaju dyskontowego, dominujące wśród krótkoterminowych papierów dłużnych, sprzedawane są inwestorom po cenie niższej niż nominalna, czyli z dyskontem. Dyskontem nazywamy różnicę między wartością nominalną a jej ceną emisyjną. Stopę dyskonta można wyrazić za pomocą wzoru:

$$d = \frac{N - c}{N} * \frac{365}{t}$$

Gdzie:

d – stopa dyskonta

N – nominal

c – cena zakupu

t – liczba dni do wykupu, obliczana jako różnica pomiędzy datą wykupu a datą rozliczenia transakcji

Aby obliczyć, jaką stopę zwrotu inwestor może uzyskać w okresie do wykupu, stosujemy

$$r = \frac{N - c}{c} * \frac{365}{t}$$

Gdzie:

r – rentowność podawana w skali roku

N – nominal

c – cena zakupu

t – liczba dni do wykupu, obliczana jako różnica pomiędzy datą wykupu a datą rozliczenia transakcji

Papiery rodzaju kuponowego są to instrumenty, w których zysk dopisywany jest po dokonaniu inwestycji. Te papiery bardzo rzadko spotykane są wśród krótkoterminowych papierów dłużnych. Wyznaczanie dochodu metodą opartą na kuponach najczęściej stosowana jest w instrumentach o zapadalności powyżej roku. Kupon jest to oprocentowanie podawane w skali roku, wypła-

cane przez emitenta w określony, cykliczny sposób (najczęściej w okresach: kwartalnych, półrocznych, rocznych). Zysk z papierów kuponowych wyznaczany jest za pomocą wzoru:

$$Z = N - c + O$$

Gdzie:

N – wartość nominalna papieru

c – cena zakupu

O – odsetki wyliczone według wzoru

$$O = N * i * \frac{t_1}{365}$$

i – oprocentowanie w skali roku

t₁ – okres na jaki zostały wyemitowane papiery

Aby obliczyć, jaką stopę zwrotu z inwestycji w papiery kuponowe inwestor może uzyskać w okresie do wykupu, stosujemy wzór:

$$r = \left(\frac{N \left(1 + i * \frac{t_1}{365} \right)}{c} - 1 \right) * \frac{365}{t_1}$$

Gdzie:

c – cena zakupu papieru, z tym że pamiętać należy, że przy zakupie obligacji na rynku wtórnym inwestor zapłaci bieżącą cenę rynkową powiększoną o skumulowane odsetki.

4.4. Zabezpieczenie KPD

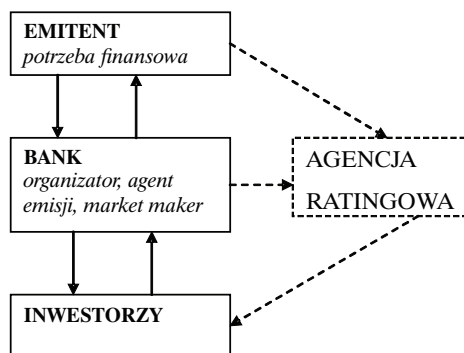
Najczęściej stosowanym rodzajem KPD są emisje niezabezpieczone. Opierają się one jedynie na dobrym imieniu firmy, jej płynności finansowej oraz zdolności do generowania zysku. Niektóre firmy emitujące KPD posiadają gwarancje innych firm. Są to najczęściej zagraniczne firmy matki (Fitch Polska 2004: 1). Inne firmy starają się o uzyskanie kredytu wspierającego, czyli kredytu, który przeznaczony jest na utrzymanie przez emitenta ciągłości finansowania w przypadku uzyskania niewystarczających środków z emisji Papierów dłużnych. Ma on formę kredytu rewolwingowego. Inną formą kredytu, który również gwarantuje inwestorom bezpieczeństwo odzyskania zainwestowanego kapitału i przenosi ryzyko na bank, jest kredyt zabezpieczający. Jest to kredyt przeznaczony na wykup Papierów dłużnych w przypadku niewywiązywania się przez emitenta z obowiązku wykupu wyemitowanych PD

lub niedokonania płatności kuponowych. Ma on formę kredytu płatniczego (Bank BPH 2005).

W ocenie ryzyka danej inwestycji pomagają firmy ratingowe, które przyznają oceny danym instrumentom i firmom je emitującym (szerzej o ratingu w następnych rozdziałach).

5. Emisja KPD

Emisja KPD odbywa się na podstawie zawieranej przez emitenta i agenta emisji umowy programu emisji lub pojedynczej emisji. (Bank BPH 2005) W proces emisji zaangażowane są następujące podmioty: emitent, inwestorzy, agencje ratingowe, pośrednicy (banki). Sam proces emisji można przedstawić tak jak na rysunku 1.:



Rys. 1. Podmioty zaangażowane w proces emisji.
Źródło: opracowanie własne.

5.1. Podmioty zaangażowane w emisję

5.1.1. Emitent

Sam proces emisji zaczyna się od emitenta. To on zgłasza potrzebę finansowania pewnej działalności. Na samym początku organizowania emisji papierów dłużnych w Polsce emitentami były jedynie spółki giełdowe lub spółki córki zagranicznych koncernów posiadające odpowiednie gwarancje spółek matek.

Emitentami mogą być jedynie firmy mające stabilną sytuację finansową i wiarygodność kredytową. Banki organizujące emisję wymagają od emitentów posiadania zdolności kredytowej pozwalającej zagwarantować płynność w płatnościach kuponowych oraz wykup papierów dłużnych w okresie ich zapadalności. Dostęp do tego rynku stał się jeszcze bardziej utrudniony po tym, jak kilka znanych firm-emitentów

nie było w stanie wykupić swoich wierzytelności. Były to między innymi takie firmy jak Elektrim, Netia (Mojek 2004: 98).

Dlatego teraz, aby firma mogła liczyć na zorganizowanie emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, musi wykazać się rzetelną oceną swojej obecnej sytuacji. W ocenie, czy sytuacja danej firmy jest rzeczywiście stabilna i czy wyemitowane przez spółkę KPD są bezpieczne z punktu widzenia inwestorów, pomagają agencje ratingowe wystawiając oceny.

5.1.2. Agencje ratingowe

Kolejną grupą zaangażowaną w proces emisji są agencje ratingowe. Agencje ratingowe to niezależne podmioty, które zajmują się oceną bieżącej i przyszłej sytuacji finansowej emitentów. Agencje te dokonują analizy prawdopodobieństwa przyszłej spłaty wyemitowanych papierów wartościowych (Raczkowska 2001: 37).

Wysokość przyznawanych ocen wystawianych przez agencje ratingowe wpływa bezpośrednio na koszt pozyskania funduszy przez emitentów oraz na sam sposób znalezienia inwestorów. Im ocena wystawiona przez agencje jest wyższa, tym dany emitent jest bardziej wiarygodny, więc inwestycja w papiery dłużne należące właśnie do takiego podmiotu z wysoką oceną ratingową jest bardziej bezpieczna. Czyli koszt za kapitał, jaki musi płacić emitent, będzie niższy, a tym samym więcej inwestorów zainteresuje się jego papierami. Potencjalni inwestorzy muszą mieć zatem pewność, że nabywane przez nich papiery wartościowe są obciążone niskim ryzykiem niewykupienia (Raczkowska 2001: 37).

W Polsce najbardziej znanymi agencjami ratingowymi są: Capital Intelligence, Fitch Ratings Ltd., Moody's Investors Services Ltd., Standard & Poor's. Oceny wystawiane przez te instytucje są przyznawane w oparciu o publicznie dostępne informacje.

5.1.2.1. Skala i opis ocen ratingowych wystawianych przez czołowe agencje ratingowe

Capital Intelligence

| | |
|----------------|---|
| Siła finansowa | Oceniana jest w skali ośmiostopniowej ('AAA' – ocena najwyższa, 'D' – ocena najniższa, oceny te mogą być modyfikowane przez znak +/-) |
|----------------|---|

| | |
|------------------------------------|--|
| Ocena zobowiązań krótkoterminowych | Przyznawana jest w skali sześciostopniowej ('A1' – ocena najwyższa, 'D' – ocena najniższa) |
| Ocena zobowiązań długoterminowych | Oceniana jest w skali ośmiostopniowej ('AAA' – ocena najwyższa, 'D' – ocena najniższa, oceny te mogą być modyfikowane przez znak +/-) |
| Perspektywa | Może być określona jako: pozytywna, stabilna lub negatywna. Odzwierciedla ona przewidywania co do polepszenia, braku zmiany lub pogorszenia oceny ratingowej w okresie dłuższym niż 12 miesięcy. |
| Rating wsparcia | Przyznawany jest w skali pięciostopniowej (1 – ocena najwyższa, 5 – ocena najniższa) |

Fitch Ratings Ltd.

| | |
|------------------------------------|--|
| Ocena zobowiązań krótkoterminowych | Przyznawana jest w skali sześciostopniowej ('D' – ocena najniższa, 'F1' – ocena najwyższa, oceny te mogą być dodatkowo modyfikowane przez znak +/-) |
| Ocena zobowiązań długoterminowych | Oceniana jest w skali ośmiostopniowej ('AAA' – ocena najwyższa, 'D' – ocena najniższa, oceny te mogą być modyfikowane przez znak +/-) |
| Rating wsparcia | Przyznawany jest w skali pięciostopniowej (1 – ocena najwyższa, 5 – ocena najniższa, dodatkowo oceny od 2 do 5 mogą zostać zmodyfikowane przez literę T wskazującą na duże ryzyko transferowe, spowodowane warunkami ekonomicznymi i politycznymi wywołujące trudności w finansowaniu w walutach obcych) |
| Ocena indywidualna | Przyznawana jest w skali pięciostopniowej ('E' – ocena najniższa, 'A' – ocena najwyższa, oceny te mogą być dodatkowo rozszerzone o cztery pośrednie kategorie D/E, C/D, B/C, A/B) |

Moody's Investors Services Ltd.

| | |
|------------------------------------|---|
| Ocena zobowiązań krótkoterminowych | Przyznawana jest w skali trzystopniowej ('Prime 1' – ocena najwyższa, 'Prime 3' – ocena najniższa, ocena 'Not Prime' oznacza że przedmiot ratingu nie klasyfikuje się do kategorii 'Prime') |
| Ocena zobowiązań długoterminowych | Oceniana jest w skali dziewięciostopniowej ('Aaa' – ocena najwyższa, 'C' – ocena najniższa, do ocen tych mogą zostać dodane wartości liczbowe od 1 do 3; wartość 1 oznacza, że przedmiot ratingu znajduje się na wyższej, zaś 3 na niższej pozycji w obrębie danej kategorii) |
| Perspektywa dla siły finansowej | Przyznawany jest w skali pięciostopniowej ('E' – ocena najniższa, 'A' – ocena najwyższa, do ocen poniżej kategorii A może zostać dodany '+', w celu wyróżnienia lepszych w danej kategorii) |

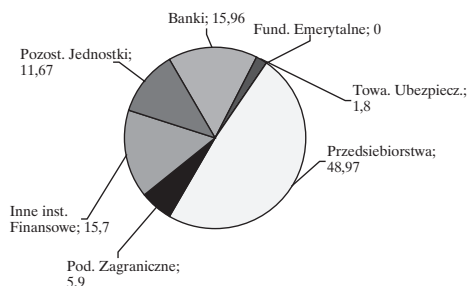
Tak przedstawione oceny pomagają inwestorom w podjęciu decyzji o zakupie bądź sprzedaniu posiadanych papierów dłużnych.

5.1.3. Inwestorzy

Kolejna grupa w procesie emisji CP to inwestorzy, czyli podmioty posiadające wolne środki finansowe, które są skłonne zainwestować w wyemitowane krótkoterminowe papiery dłużne. Najczęściej są to banki, przedsiębiorstwa, fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundacje, inwestorzy zagraniczni, oraz osoby fizyczne. Strukturę inwestorów na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych przedstawia tabela 1., natomiast strukturę inwestorów na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych poniżej 365 dni przedstawia rys. 2.

Niektóre podmioty takie jak fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeniowe obowiązują ograniczenia ustawowe mówiące o możliwej dopuszczalnej wielkości papierów dłużnych w strukturach własnych portfeli.

Wiele emisji commercial papers dochodzi do skutku w ramach tak zwanych emisji niepublicznych, czyli kierowanych do określonych adresatów. Podmioty decydujące się

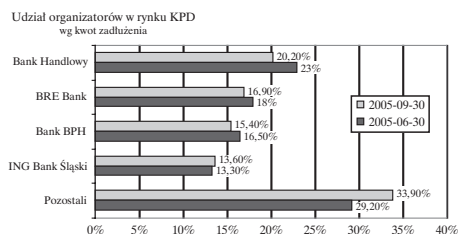


Rys. 2. Struktura inwestorów na rynku pozaskarbowych papierów dłużnych poniżej 365 dni.
Źródło: Fitch Polska S.A. na podstawie danych NBP.

na tego typu emisje od razu określają grupę docelowych inwestorów oraz warunki, na jakich dani inwestorzy nabędą wyemitowane papiery dłużne. Często banki stają się przymusowymi inwestorami w papiery danego emitenta, co wynika z umowy objęcia niezakupionej w ofercie publicznej części wyemitowanych papierów dłużnych, tzw. underwriting (o tym szerzej w dalszych rozdziałach).

5.1.4. Agent emisji

Funkcję agenta emisji w Polsce najczęściej pełni bank. Oprócz tej funkcji często przyjmują również obowiązki organizatora, agenta płatniczego, dealera (market makera) i depozytariusza (Nowak 1999: 68). Strukturę podziału rynku pomiędzy poszczególnych organizatorów emisji na rynku KPD według kwot zadłużenia pokazuje rysunek 3.



Rys. 3. Struktura podziału rynku pomiędzy organizatorów emisji na rynku KPD wg kwot zadłużenia.

Źródło: Fitch Polska S.A.

| (PLN m) | Papiery bankowe | | | | Obligacje komunalne | Pozostałe instrumenty dłużne | | | Ogółem |
|-----------------------------|-----------------|------------|-----------------|----------------|---------------------|------------------------------|------------|-----------------|-----------|
| | ogółem | do 365 dni | powyżej 365 dni | Listy zastawne | | ogółem | do 365 dni | powyżej 365 dni | |
| Banki | 2 995,50 | 517,10 | 2 478,40 | 432,30 | 1 884,10 | 3 677,20 | 750,50 | 2 926,70 | 8 989,10 |
| Towarzystwa ubezpieczeniowe | 83,50 | 13,50 | 70,00 | 12,50 | 51,70 | 1 021,40 | 129,30 | 892,10 | 1 169,10 |
| Fundusze emerytalne | 25,00 | 0,00 | 25,00 | 0,00 | 0,00 | 189,10 | 0,00 | 189,10 | 214,10 |
| Przedsiębiorstwa | 568,10 | 568,10 | 0,00 | 3,20 | 66,10 | 6 133,20 | 3 321,90 | 2 811,30 | 6 770,60 |
| Podmioty zagraniczne | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 270,70 | 337,50 | 2 103,70 | 468,30 | 1 635,40 | 2 711,90 |
| Inne instytucje finansowe | 356,80 | 199,60 | 157,20 | 174,10 | 88,90 | 3 334,40 | 1 047,70 | 2 286,70 | 3 954,20 |
| Pozostałe jednostki | 177,00 | 177,00 | 0,00 | 0,00 | 39,80 | 918,10 | 750,30 | 167,80 | 1 134,90 |
| Razem | 4 205,90 | 1 475,30 | 2 730,60 | 892,80 | 2 468,10 | 17 377,10 | 6 468,00 | 10 909,10 | 24 943,90 |

Tab. 2. Inwestorzy na rynku pozaskarbowych instrumentów dłużnych, struktura wg wartości nominalnej, stan na 30 września 2005 r.

Źródło: NBP.

5.2. Organizacja emisji papierów dłużnych

W większości podmiotów organizacja emisji krótkoterminowych papierów dłużnych odbywa się według tego samego klucza. Najczęściej organizacja emisji i prace z nią związane wymagają od 5 do 7 tygodni. Niektóre czynności związane z wdrożeniem emisji prowadzone są równolegle, co skraca okres oczekiwania na emisję. Rodzaj prac i wymagany czas przedstawia tabela 3.

| DZIAŁANIE | WYMAGANY CZAS |
|---|---------------|
| Wstępna ocena emitenta przez bank | 2 tygodnie |
| Dokumentacja prawna związana z programem (umowy oraz memorandum informacyjne) | 3 tygodnie |
| Marketing emisji | 2 tygodnie |
| Emisja pierwszej transzy | 1 tydzień |

Tab. 3. Rodzaj prac i czas potrzebny na przygotowanie emisji.

Źródło: Deutsche Bank Polska.

Całe prace zaczynają się od wyrażenia chęci organizacji emisji, czyli od zawarcia umowy wstępnej porozumienia między emitentem a agentem emisji.

5.2.1. Umowa wstępna emisji

Podstawą emisji PD jest umowa wstępna porozumienia zawarta pomiędzy emitentem szukającym funduszy a agentem emisji organizującym emisję. Umowa taka określa wstępnie: wielkości programu emisji bądź pojedynczej emisji, datę uruchomienia programu bądź pojedynczej emisji, czas obowiązywania emisji oraz termin wykupu (Bank BPH).

Agent emisji, którym jest najczęściej bank, organizuje emisje PD w ramach programów, czyli ustalonych powtarzalnych emisji PD bądź po prostu organizuje jednorazową emisję PD. Emisje organizowane są wyłącznie dla emitentów (klientów banków) o akceptowalnym, wysokim standingu finansowym.

5.2.2. Analiza standingu finansowego emitenta i podjęcie decyzji przez agenta emisji o dopuszczeniu emisji.

Wstępna analiza standingu finansowego, jeszcze potencjalnego, emitenta dokony-

wana jest zgodnie z przyjętymi standardami oceny w danym banku, na ogół niewiele odbiega ona od zwykłej oceny dokonywanej w przypadku ubiegania się o kredyt.

Do podjęcia decyzji przez decydentów banku-agenta emisji niezbędne są następujące informacje:

- nazwa emitenta, podstawowe informacje finansowe (wielkość przychodów, zysk netto, zysk operacyjny, zasłużenie krótkoterminowe i długoterminowe, EBITDA), przebieg dotychczasowej współpracy z bankiem – agentem emisji, inne ważne informacje z punktu widzenia danej transakcji oraz współpracy,
- przewidywana struktura programu lub pojedynczej emisji – kwota, oczekiwany przez emitenta termin zapadalności PD, czas trwania programu, oprocentowanie posiadanych kredytów, oczekiwana przez emitenta rentowność PD,
- proponowana wstępna strukturę przewidywanej emisji,
- przesłanki realizacji programu lub pojedynczej emisji, w przypadku gdy emitent nie spełnia w danym momencie określonych wymogów dotyczących ryzyka kredytowego (Bank BPH).

Na podstawie takich danych bank – agent emisji podejmuje decyzje o odrzuceniu lub przystąpieniu do realizacji programu lub pojedynczej emisji w przedstawionej lub zmienionej formie, zgodnie z zachowaniem zasady dołożenia najlepszych starań (best effort).

Istnieje możliwość zorganizowania przez bank-agenta emisji programu lub pojedynczej emisji dla emitentów niespełniających w danym momencie określonych wymogów dotyczących ryzyka. W takim przypadku muszą zaistnieć inne przesłanki organizacji finansowania, które zapewnią zmniejszenie ryzyka niewykupienia przez emitenta papierów dłużnych lub spełnienia przez niego świadczeń z papierów dłużnych. A więc emisja może być dokonana w ofercie niepublicznej – do określonych adresatów, którzy są świadomi ryzyka i są skłonni je zaakceptować, bądź emitent zapewni inną, szczególną formę zabezpieczenia emisji, jaką może być na przykład gwarancja innego podmiotu.

Po uwzględnieniu tych wszystkich czynników pomiędzy emitentem a agentem emisji dochodzi do podpisania Umowy Emisji oraz ewentualnie umowy Gwarancji Objęcia Papierów Dłużnych.

Umowa Emisji szczegółowo uściśla po pierwsze, czy jest to emisja papierów w ramach programu, czy pojedyncza emisja, ponadto określone są wielkości emisji, nominały papierów, termin ich zapadalności i harmonogram przeprowadzania kolejnych emisji w przypadku programu emisji. Umowa Emisji określa również formę prawną instrumentu oraz sposób dystrybucji. Po podpisaniu przez obie strony umowy otwierany jest specjalny rachunek rozliczeniowy dla danego programu lub pojedynczej emisji (Bank BPH).

5.2.3. Memorandum informacyjne

W przypadku kiedy na podstawie wstępnie przeprowadzonej przez bank analizy (agenta emisji) poziom ryzyka związany z danym emitentem jest akceptowalny lub też inne czynniki decydują o atrakcyjności lub możliwości realizacji danej emisji przygotowywane jest Memorandum Informacyjne

Memorandum Informacyjne powinno zawierać następujące dane:

- przedmiot działalności emitenta,
- struktura udziałowców,
- struktura organizacyjna emitenta,
- władze spółki emitenta,
- historia powstania emitenta,
- opis branży, w której działa emitent (udział w rynku, konkurencja),
- prezentacja strategii Emitenta,
- dane finansowe za okres ostatnich 2 lat (bilans, rachunek zysków i strat, sprawozdania z przepływu środków pieniężnych),
- pozycje pozabilansowe,
- prognozy wyników finansowych na najbliższy rok lub na okres do wykupu obligacji,
- aktualne F-01 Emitenta.

Emitent PD w przypadku emisji na podstawie ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, zgodnie z przepisami tej ustawy, jest zobowiązany w terminie 7 dni przed rozpoczęciem emisji zawiadomić pisemnie Komisję Papierów Wartościowych i Giełd. Powiadomienie o emisji powinno zawierać określenie nazwy (firmy) emitenta, ilości emitowanych papierów wartościowych, wartość emisji, cenę emisyjną, charakter prawa z emisji, termin realizacji tych praw oraz cel emisji. Emitent powinien również zawiadomić Komisję o zakończeniu emisji (MojeK 2004: 98).

5.2.4. Marketing emisji i pierwsza emisja

Okres pomiędzy podpisaniem dokumentacji programu a pierwszą emisją nie powinien być krótszy niż 7 dni. W ciągu tego okresu bank powinien otrzymać Memorandum Informacyjne i rozesłać je do potencjalnych inwestorów. W przypadku programu lub pojedynczej emisji opartej na prawie wekslowym emitent jest zobowiązany złożyć przed pierwszą emisją w banku weksel globalny na kwotę równą limitowi zadłużenia oraz przedstawić dowód dokonania opłaty wekslowej. Wysokość limitu zadłużenia to maksymalne możliwe do osiągnięcia w ramach programu łączne zadłużenie emitenta z tytułu wyemitowanych i niewykupionych papierów dłużnych, liczone według wartości nominalnej PD.

Po wywiązaniu się stron umowy emisji z zawartych w umowie zobowiązań umowa emisji wchodzi w życie.

Krótkoterminowe papiery dłużne oferowane są inwestorom z zachowaniem regulującej staranności (best effort). Jeżeli została zawarta pomiędzy emitentem a bankiem – agentem emisji umowa gwarancji objęcia, bank bierze na siebie zobowiązanie gwaranta nieobjętej przez inwestorów części lub całości emisji. Takie działanie określane jest jako *underwriting*.

Innym sposobem zabezpieczenia emisji jest udzielenie przez bank emitentowi kredytu zabezpieczającego. Kredyt taki przeznaczony jest na wykup PD w przypadku niewywiązania się przez emitenta z obowiązku wykupu wyemitowanych PD lub niedokonania płatności kuponowych. Kredyt ten ma postać kredytu płatniczego.

Jeszcze innym sposobem zabezpieczenia emisji przez bank – agent emisji jest udzielenie kredytu wspierającego. Ta forma kredytu służy zachowaniu płynności przez emitenta w przypadku uzyskania niewystarczających środków z emisji PD. Kredyt taki najczęściej przyjmuje formę kredytu *revolvingowego*.

Kolejne tranze emisji, o ile takie przewidziane są w umowie programu emisji, uruchamiane są zgodnie z harmonogramem określonym w umowie programu emisji, każdorazowo ustalane są warunki dla kolejnych emisji, które są adekwatne do obecnie panujących na rynku i gwarantują zainteresowanie przez potencjalnych inwestorów.

| Emitent | Gwarancje/ Poręczenie | S&P | Moody's | Data zapadal- ności | Nominał 1 szt. | Dni do wykupu | Rentow- ność Sprzedaży | Rentow- ność Kupna |
|---------------|-----------------------------------|-----|---------|---------------------------|-------------------|------------------|------------------------------|--------------------------|
| AIG BANK | | | | 09gru04 | 100 000 | 37 | 5,80 | 8,00 |
| EFL | | | A2 | 22gru04 | 10 000 | 50 | 5,75 | 7,95 |
| Żywiec | | | | 07sty05 | 10 000 | 66 | 5,85 | 8,05 |
| Żywiec | | | | 12sty05 | 10 000 | 71 | 5,85 | 8,05 |
| VW Leasing | VW Financial Services AG | A- | A3 | 17sty05 | 10 000 | 76 | 5,85 | 8,05 |
| Węglkokos | | | | 18sty05 | 10 000 | 77 | 6,10 | 8,30 |
| AIG BANK | | | | 25sty05 | 100 000 | 84 | 5,85 | 8,05 |

Tab. 4. Kwotowania informacyjne papierów komercyjnych jednego z banków.
Źródło: Materiały informacyjne jednego z czołowych banków komercyjnych.

5.2.5. Rynek wtórny

Bank – agent emisji, często przyjmuje na siebie rolę market markera, czyli organizatora rynku wtórnego. Funkcja market markera wyemitowanych KPD polega na sprzedaży z własnego portfela lub sprzedaży odkupionych od innych inwestorów KPD. Bank zarabia na tym, że kwotuje ceny KPD z zachowaniem odpowiednich dla swojej polityki dochodowości poziomów marż. Kwotowania informacyjne papierów komercyjnych jednego z banków przedstawia tabela 4.

| | |
|--|---|
| 1. Transakcja Bank odkupuje od inwestora PD Węglkokosu | 2. Transakcja: Bank odsprzedaje inwestorowi PD Węglkokosu |
| – wartość nominalna 10.000 – ilość 100 szt. – dzień transakcji 02 listopad 2005 r. – zapadalność 18 styczeń 2006 r. (77 dni) – rentowność kupna 8,30% – rentowność sprzedaży 6,10% | |
| – kwota, jaką inwestor otrzymuje 982.557,- | – kwota, jaką inwestor musi zapłacić 987.121,- |
| Różnica 4.564 pln powstała z tytułu rozliczenia tych dwóch transakcji stanowi przychód banku. | |

Tab. 5. Przykładowy zysk wynikający z obrotu KPD na rynku wtórnym.
Źródło: opracowanie własne.

Rynek wtórny i pełnienie przez bank funkcji moderatora rynku ma kluczowe znaczenie dla płynności tego rynku, a także stanowi dodatkowe źródło przychodów dla banku.

5.2.6. Prowizje banku – agenta emisji

Za zorganizowanie oraz prowadzenie programu lub pojedynczej emisji agent emisji pobiera następujące opłaty i prowizje:

- a) związane z przygotowaniem i prowadzeniem obsługi emisji:
 - prowizja za przygotowanie programu lub pojedynczej emisji – płatna jednorazowo lub w ratach za przygotowanie emisji, naliczana procentowo od limitu zadłużenia lub ustalona kwotowo pomiędzy bankiem – agentem emisji a emitentem (ok. 0,15%),
 - prowizja za obsługę emisji – płatna okresowo w terminach ustalonych z emitentem, naliczana procentowo od limitu zadłużenia lub ustalona kwotowo z emitentem,
- b) związane ze sprzedażą PD na rynku pierwotnym:
 - prowizja za sprzedaż PD – płatna każdorazowo za sprzedaż PD na rynku pierwotnym, stanowiąca iloczyn wartości transakcyjny lub nominalnej sprzedanych PD i stawki prowizyjnej określonej w skali roku, zgodnie z zapisami umowy emisyjnej (ok. 0,05–0,15%),
 - prowizja za gwarantowanie objęcia PD na rynku pierwotnym – płatna każdorazowo od wartości PD, na które bank zło-

zył ofertę nabycia w ramach Gwarancji Objęcia lub płatna okresowo od wartości Gwarancji Objęcia określonej w umowie z emitentem (ok. 0,25%),

- prowizja za sukces – płatna w przypadku sprzedaży PD przez bank, po rentowności niższej niż ustalona w umowie emisji z emitentem i naliczona jako procent różnicy pomiędzy rentownością, po jakiej sprzedano PD, a rentownością ustaloną w umowach emisji.

Wszelkie prowizje i opłaty są pobierane przez bank-agenta emisji w formie oraz w terminach określonych w umowie emisji.

5. Podsumowanie

Sposób emisji i charakter krótkoterminowych papierów dłużnych sprawia, że dają one podwójną korzyść. Zyskuje zarówno emitujący PD, jak również inwestor, emitujący uzyskuje potrzebny mu kapitał po niższych kosztach, natomiast inwestorzy kupujący dane papiery otrzymują zwrot z inwestycji dużo większy, niż mogliby uzyskać na lokatach bankowych, i dużo pewniejszy niż wynikający z zakupu akcji danej spółki. Trzecim podmiotem zyskującym na emisji papierów dłużnych jest bank, który najczęściej jest agentem emisji, a następnie organizatorem rynku wtórnego.

Firmy uzyskujące kapitał z emisji KPD mogą go przeznaczyć na wzrost konkurencyjności swojego przedsiębiorstwa bądź na zwiększenie liczby miejsc pracy, a cele te są najczęściej refundowane ze środków Unii

Europejskiej. Tak więc emisja krótkoterminowych papierów dłużnych może być również atrakcyjną formą prefinansowania projektów dotowanych przez Fundusze Unii Europejskiej.

Informacje o autorze

Mgr Marcin Kobus – Studia Doktoranckie,
Wydział Zarządzania UW.
E-mail: Marcin.Kobus@bph.pl.

Bibliografia

- Bielecka, Z., Wierzbowski, M. 1998. *Papiery Dłużne – zagadnienia praktyczne*, Warszawa: Wydawnictwo Parkiet.
- Czerniawski, R. 2004. *Ustaawa o obligacjach – komentarz*, Warszawa: Wydawnictwa Profesjonalne.
- Dane z raportu CERA S.A.
- Fitch Polska S.A. 2005. *Podsumowanie III kwartału 2005*, Fitch Ratings.
- Materiały organizacyjne Banku BPH. 2005.
- Mojek, J. 2004. *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa: Lexis Nexis.
- Nowak, M. 1999. *Emisja papierów komercyjnych w Polsce*, Warszawa: Twigger.
- Raczkowska, I., Węclowski J. 2001. *Sekurytyzacja wierzytelności bankowych*, Warszawa: Wydawnictwo KiK.
- Sobolewski, L. 1999. *Obligacje i inne papiery dłużne*, Warszawa: Wydawnictwo C.H. Beck.
- Wacławik, A. 2002. *Prawo krótkoterminowych papierów dłużnych*, Kraków: Zakamycze, Polsko-Niemieckie Centrum Prawa Bankowego UJ.