

Marek Pauka

EXTENDIBLE COMMERCIAL NOTES
– ALTERNATYWA DLA TRADYCYJNYCH
KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH

1. Wstęp

Już w XIX w. przedsiębiorstwa zaczęły pozyskiwać kapitał poprzez emisję krótkoterminowych papierów dłużnych [12, s. 2-30]. Jednak dopiero w ostatnich dziesięcioleciach XX w., proces powstawania jednej gospodarki, obejmującej cały świat, któremu towarzyszyło powstawanie powiązań między rynkami finansowymi oraz finansowych rynków międzynarodowych, przyczynił się do tworzenia nowych alternatywnych możliwości zarówno dla popytu, jak i podaży na rynku pieniądza i kapitału [6, s. 65]. W rezultacie zwiększyła się konkurencja pomiędzy podmiotami pozyskującymi środki finansowe w formie papierów dłużnych, a także między instytucjami obsługującymi emisję tych papierów.

Wzrost konkurencji skutecznie przyczynia się w tym przypadku do poprawy jakości, zarówno jeśli chodzi o jakość kredytobiorców (na rynek wchodzi prawie wyłącznie podmioty bardzo wysoko oceniane przez agencje ratingowe) [1, s. 80-87], jak i o jakość obsługi transakcji, wskutek czego na rynku pojawiają się krótkoterminowe papiery dłużne o parametrach dostosowanych do oczekiwań inwestorów, a jednocześnie których koszty emisji są atrakcyjne dla emitentów w porównaniu do tradycyjnych kredytów bankowych.

Jednym z takich nowych rodzajów krótkoterminowych papierów dłużnych, będącym alternatywą dla tradycyjnych dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez przedsiębiorstwa na krótki okres są *extendible commercial notes* (ECNs), czyli papiery komercyjne z opcją wydłużenia terminu do wykupu¹. Celem artykułu jest zaprezentowanie konstrukcji relatywnie nowego rodzaju papierów komercyjnych oraz analiza możliwości implementacji na polskim rynku podobnych rozwiązań.

¹ W literaturze polskiej nie ma jeszcze nazwy dla tego rodzaju papierów komercyjnych, nazwa jest propozycją autora.

2. ECNs jako krótkoterminowe papiery dłużne – klasyfikacja

Krótkoterminowe papiery dłużne, zwane również papierami komercyjnymi (*commercial paper* – CP), można klasyfikować ze względu na różne kryteria podziału. Najważniejsze z nich to:

- udział pośredników w procesie emisji,
- rodzaj emitenta,
- obecność wbudowanych opcji walutowych,
- występowanie programów emisji,
- podstawa prawna (podział ten dotyczy zwłaszcza polskich KPD),
- występowanie zabezpieczeń przed ryzykiem kredytowym (zabezpieczenia dla inwestorów),
- występowanie zabezpieczeń przed ryzykiem płynnościowym (zabezpieczenie dla emitentów).

Z perspektywy omawianego w artykule nowego rodzaju papierów dłużnych najistotniejsze są dwa ostatnie podziały, w których kryterium można by określić jako odporność na ryzyko kredytowe i płynnościowe. Oczywiście, klasyfikując ECNs w ramach innych kryteriów, należy wspomnieć, iż pierwsze trzy są obojętne dla tego rodzaju papierów, natomiast ECNs praktycznie zawsze emitowane są w ramach programów. Podział ze względu na podstawę prawną jest możliwy do zastosowania w przypadku polskich KPD. Jak na razie nie dotyczy on papierów z opcją wydłużenia terminu do wykupu, które w Polsce jeszcze nie są emitowane, o czym będzie mowa w dalszej części artykułu.

Jedną z najważniejszych cech krótkoterminowych papierów komercyjnych jest brak zabezpieczeń spłaty zobowiązań wynikających z tych papierów. Jako zabezpieczenie można umownie traktować dobrą reputację emitenta, często popartą oceną niezależnej agencji ratingowej. Wraz z upowszechnianiem się sekurytyzacji aktywów jako sposobu na pozyskanie kapitałów na rynku pojawiły się krótkoterminowe papiery komercyjne zabezpieczane aktywami (*asset backed commercial paper* – ABCP). Dzięki wydzielaniu tych aktywów do specjalnych spółek celowych (*special purpose vehicle* – SPV), ogranicza się ryzyko kredytowe emitenta (zob. [10, s. 199-210]).

Analizując rozwój rynku papierów komercyjnych dostrzeżono, iż często zdarza się, że pomimo najwyższych ocen ratingowych i mimo, wydawałoby się, braku ryzyka kredytowego, emitenci nie są w stanie w danej chwili wykupić zapadających papierów, gdyż na rynku występują różnego rodzaju zawirowania (*market disruption*)² [5, s. 24]. Dlatego jako kolejne kryterium podziału papierów komercyjnych można wyróżnić obecność zabezpieczeń przed ryzykiem płynności.

² Przez to pojęcie będą rozumiane wszelkie wydarzenia na rynkach finansowych, niezwiązane bezpośrednio z danym podmiotem, które utrudniają mu pozyskiwanie środków finansowych z rynku, w tym również rolowanie zapadających papierów komercyjnych.

Tradycyjne KPD nie posiadają tego typu zabezpieczeń lub zabezpieczenia występują w postaci linii kredytowych, traktowanych jako wsparcie płynnościowe, udzielane przez banki wspomagające emisję. Natomiast emitowane od 1998 r., jako pomysł Goldman Sachs, tzw. *extendible commercial notes* (ECNs) nie wymagają wsparcia ze strony banków, lecz posiadają wbudowane specjalne opcje wykupu, dzięki którym możliwe jest unikanie niekorzystnych zdarzeń, ograniczających chwilowo dostęp do środków płynnościowych [3, s. 4], co zostanie szerzej przedstawione w dalszej części artykułu. W tym miejscu należy zaakcentować, że stosowanie mechanizmu ECNs staje się coraz bardziej popularne w przypadku papierów komercyjnych zabezpieczonych aktywami, co można uzasadnić tym, iż rola spółek celowych w tym przypadku sprowadza się do zapewniania ciągłości finansowania dla podmiotów prowadzących działalność operacyjną.

3. ECNs jako alternatywa dla tradycyjnych CP

Przyczyną wprowadzenia na rynek ECNs jako alternatywy dla tradycyjnych papierów komercyjnych była chęć ograniczenia ryzyka płynności w taki sposób, aby uniezależnić się w tym obszarze od dobrej woli, a często od sytuacji płynnościowej³ banków udzielających emitentom kredytów w celu zabezpieczenia wykupu zapadających papierów dłużnych. Przedsiębiorstwa zostały zmuszone do poszukiwania innych niż tradycyjne rozwiązań zapewniających odporność programów na ryzyko zawirowań rynkowych, co wynikało z bardzo dynamicznego rozwoju rynku papierów komercyjnych oraz z mniejszego zainteresowania ze strony banków do dostarczania wsparcia płynnościowego [7, s. 14].

3.1. Ryzyko płynności przy rolowaniu emisji

W trakcie omawiania klasyfikacji krótkoterminowych papierów dłużnych jednym z kryteriów podziału była obecność zabezpieczeń dla emitentów przed ryzykiem niewykupienia długu, rozpatrywanym w dwóch aspektach: płynnościowym i kredytowym. Rozumiane są one jako zagrożenie dla emitenta, który nie będzie mógł wykupić zapadających papierów dłużnych środkami pozyskiwanymi z emisji nowych papierów, ponieważ na rynku pieniężnym wystąpią chwilowe braki płynności, wynikające zwykle z różnego rodzaju zawirowań rynkowych, przy czym dobra sytuacja ekonomiczna emitenta w ogóle nie będzie brana pod uwagę przy ocenie inwestycji przez potencjalnych inwestorów (aspekt płynnościowy) lub też, że zagrożenie to będzie wynikało z pogorszenia się wiarygodności kredytowej emitenta (aspekt kredytowy).

Jeśli pogorszeniu ulega wiarygodność emitenta, wówczas nie tylko inwestorzy, ale przede wszystkim instytucje kredytowe są niechętne, aby przyznawać kredyty

³ O czym dokładniej w dalszej części artykułu.

bez zabezpieczenia⁴ Wejście na rynek papierów krótkoterminowych jest wówczas bardzo trudne, o ile w ogóle możliwe. Kapitałodawcy próbują chronić swoje udziały, wpisując do umów o emisję długu tzw. *covenants*, czyli warunki, których niespełnienie przez emitenta daje inwestorom prawo do złożenia papierów do wykupu przed terminem ich zapadania.

Zagrożenie niewykupienia przez emitenta papierów komercyjnych jest stosunkowo niewielkie, zwłaszcza w krajach, gdzie rynek papierów komercyjnych jest dobrze rozwinięty (por. statystyki bankructw w [2, s. 12-19]). Jednak duże prawdopodobieństwo wywołania paniki na rynkach finansowych, w tym zwłaszcza na rynku pieniężnym, powoduje, że mimo dobrej sytuacji finansowej spółki nie mogą w krótkim okresie wyemitować nowych transz, aby wykupić transze właśnie zapadające. Te zawirowania rynkowe powodują, iż pojawia się ryzyko niepozyskania płynnych środków.

Zrozumiała staje się teraz przyczyna pojawienia się mechanizmu wsparcia płynnościowego jako odpowiedzi na problemy z płynnością, które miały miejsce po upadku Atlantic Acceptance Corporation w Kanadzie czy Penn Central Railroad w USA (por. [3, s. 1]), kiedy to inwestorzy stracili zaufanie do całego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych emitowanych przez przedsiębiorstwa, przez co wiele instytucji o wysokich ratingach nie mogło rolować zapadających emisji. Aby w przyszłości unikać podobnego „efektu domina”, agenci emisji zaczęli organizować alternatywne źródła płynności, z których emitenci mogli korzystać w ściśle określonych sytuacjach, kiedy na rynku występowały niedobory płynności.

3.2. Mechanizmy wsparcia płynnościowego – tradycyjne i ECNs

Tradycyjny sposób wsparcia płynnościowego, jaki banki oferują emitentom papierów komercyjnych, może przybrać następujące formy:

- przyrzeczenia zakupu nowej transzy w całości w celu jej dalszej odsprzedaży inwestorom,
- przyrzeczenia zakupu części nowej transzy, której nie udało się sprzedać inwestorom,
- linii kredytowej, uruchamianej w sytuacji, kiedy emitent nie jest w stanie sprzedać papierów nowej transzy.

Rolą wsparcia płynnościowego jest zatem zapobieganie wystąpieniu sytuacji, kiedy emitentowi nie udałoby się rolować papierów dłużnych. Dzięki takiemu rozwiązaniu inwestorzy mogą traktować *commercial paper* jako inwestycje relatywnie bezpieczne (oczywiście dotyczy to KPD emitowanych przez wysoko oceniane przedsiębiorstwa).

⁴ Jako przykład może posłużyć porównanie sytuacji w KGHM czy w PGNiG w 2003 r. – obu spółkom zagrażało wypowiedzenie umów kredytowych (KGHM) czy natychmiastowy wykup obligacji (PGNiG), co było spowodowane zapowiedzią obniżenia ratingu.

Agencje ratingowe wymagają, zwłaszcza na rynkach rozwiniętych ([por. [4, s. 1-2]), aby programy emisji papierów komercyjnych posiadały wsparcie płynnościowe na poziomie 100% wartości emitowanych papierów. Dostawca płynności ma prawo wypowiedzenia umowy bezzwłocznie, kiedy obniżony zostanie rating emitenta, co jak widać, wyraźnie wskazuje, że wzbrania się on przed przejmowaniem na siebie ryzyka kredytowego. Za gotowość udzielenia wsparcia dostawca raz w roku obciąża emitenta kwotą, której wielkość zależy przede wszystkim od wielkości programu emisji, nie od faktycznego wykorzystania przyznanego limitu. Dostawca płynności, zwykle bank, jest zobowiązany, aby udzielić wsparcia płynnościowego emitentowi, ale tylko wówczas, gdy spełnione są dokładnie zdefiniowane warunki. Wśród nich najważniejsze i najczęściej pojawiające się to:

- utrzymanie przez emitenta ratingu kredytowego na niezmiennym poziomie,
- przyczyna niepowodzenia w plasowaniu emisji musi być wynikiem oddziaływania problemów na rynku papierów komercyjnych, niezależnych od sytuacji ekonomicznej emitenta.

W efekcie oba te warunki spełnione jednocześnie są gwarancją, że problem z rolowaniem nie wynika z pogorszenia się jakości kredytowej emitenta i że jest on w stanie nadal terminowo regulować swoje zobowiązania.

Tabela 1. Porównanie cech tradycyjnych CP z zabezpieczeniem płynnościowym i ECNs

Cechy	Tradycyjne CP	ECNs
Kto ponosi ryzyko płynności	dostawca płynności alternatywnej	inwestor
Kto decyduje o uruchomieniu mechanizmów wsparcia	dostawca na wniosek emitenta	emitent, po spełnieniu odpowiednich warunków
Kiedy następuje rolowanie długu	w pierwotnie ustalonym momencie	w sytuacji zawirowań rynkowych jest opóźnione w czasie
Czy mechanizm wsparcia chroni przed ryzykiem kredytowym?	zwykle nie, ale mechanizmy w niektórych programach mogą również ten rodzaj ryzyka przesunąć na bank – dostawcę płynności	nie, mechanizm jest stosowany tylko wtedy, gdy jakość kredytowa emitenta pozostaje na tym samym poziomie
Jaka jest zależność emitenta od płynności w systemie bankowym	bardzo duża	bardzo niewielka i w dodatku nie jest to zależność bezpośrednia
Koszty dla emitenta związane z mechanizmem wsparcia	roczna opłata za gotowość udzielenia pomocy oraz odpowiednia premia za pomoc udzieloną (w różnych formach: odsetki lub odpowiednio wyższe dyskonto) – korzysta udzielający wsparcia	relatywnie wyższe dyskonto/oprocentowanie (dotyczy tylko faktycznie wyemitowanego długu) – korzysta inwestor

Źródło: opracowanie własne na podstawie [3, s. 2-5].

W przypadku ECNs ryzyko płynności zostaje przesunięte z dostawcy wsparcia płynnościowego na inwestorów, a decyzja o skorzystaniu z mechanizmu „obronnego” leży teraz w gestii emitenta. Jednak w umowie emisji są opisane dokładne parametry sytuacji, w której można wykorzystać prawa zawarte w ECNs. Najważniejsze z tych parametrów są bardzo zbliżone do warunków opisanych w przypadku tradycyjnych linii wsparcia. Problemem staje się obiektywne scharakteryzowanie zawirowań rynkowych. Jednak rozwiązanie okazało się bardzo proste. Polega ono na ustaleniu maksymalnego spreadu, który zostaje zaakceptowany przez emitenta jako graniczny maksymalny koszt, po jakim emitent zgadza się wyemitować i sprzedać papiery komercyjne (np. 110 pkt procentowych powyżej stopy LIBOR). Jeśli strona popytowa nie wykaże zainteresowania nabyciem papierów z ceną nie wyższą niż ustalony limit, emitent może skorzystać z prawa do wydłużenia terminu wykupu. Zwykle całkowity maksymalny termin do wykupu nie przekracza 364 dni [3, s. 4]⁵. Emitenci stosują mniej lub bardziej elastyczne rozwiązania, które ostatecznie mają służyć temu, aby w trakcie dodatkowego czasu emitent mógł przekonać inwestorów do swojej wysokiej jakości kredytowej i aby pozyskał środki pieniężne po cenach adekwatnych do tej jakości.

W tab. 1 zostały przedstawione najważniejsze podobieństwa i różnice między tradycyjnym mechanizmem wsparcia płynnościowego a tym, który jest stosowany w przypadku ECNs.

3.3. Zalety i wady ECNs

Extendible commercial notes są specyficznym rodzajem papierów komercyjnych, emitowanych przede wszystkim w ramach programów, których konstrukcja łączy w sobie cechy tradycyjnych krótkoterminowych papierów dłużnych, oferując przy tym atrakcyjne rozwiązania dla emitentów i inwestorów, służące zwiększeniu bezpieczeństwa transferu środków, a będące jednocześnie rozwiązaniem atrakcyjnym cenowo dla obu stron transakcji (relatywnie tańsze dla emitenta i relatywnie bardziej rentowne dla inwestorów).

Najważniejsze zalety to możliwość uniezależnienia się od woli i sytuacji płynnościowej banku, zapewniającego (w przypadku tradycyjnych KPD) wsparcia płynnościowego. Korzyść ta jest warta podkreślenia, zwłaszcza że wykonanie prawa do wydłużenia okresu do wykupu ma miejsce wówczas, kiedy większość emitentów bezskutecznie próbuje uplasować na rynku swoje papiery, równocześnie większość korzysta z linii płynnościowych przyznawanych przez bank, a więc powstaje wówczas sytuacja niekorzystna dla banków, które zmuszone są w tym samym czasie pozyskiwać środki pieniężne, aby wywiązać się z roli „ratunkowego” gwaranta płynności, co w efekcie prowadzi do tego, że również rynek międzybankowy zaczyna odczuwać brak środków pieniężnych.

⁵ Phil Nyegaard podaje przykład, w którym maksymalny okres do wykupu wyniósł 390 dni (por. [3, s. 3]).

Gwarantowanie przez banki linii płynnościowych na wypadek wystąpienia zawirowań rynkowych powoduje powstawanie zależności emitentów od sytuacji płynnościowej banku, a więc i od jego ratingu krótkoterminowego. W zasadzie przyjmuje się wówczas, że rating emitenta nie może być wyższy od ratingu banku. Dane zebrane przez Moody's Investor Service (por. [2, s. 11]) pokazują, że w latach 1997-2000 na rynku ABCP w Stanach Zjednoczonych miało miejsce 16 degradacji (obniżek ratingów) emitentów, spowodowanych nie przez zmniejszenie się wiarygodności kredytowej emitenta, lecz przez obniżenie ratingu poszczególnych dostawców płynności.

Dzięki ECNs emitenci, zwłaszcza dużych programów, mogą spodziewać się zwiększonego popytu na swoje papiery, gdyż z powodu regulacji ostrożnościowych banki nie mogą gwarantować linii płynnościowych pokrywających wartościowo cały program emisji. Z kolei tworzenie konsorcjów sprawia, że znacznie drożeją koszty emisji, a także ją komplikuje, spowalniając jednocześnie proces pozyskiwania środków pieniężnych. ECNs wydaje się również atrakcyjnym instrumentem dla emitentów, którzy przeprowadzają emisje bez udziału zewnętrznych organizatorów (tzw. emisje bezpośrednie).

Niewątpliwie zaletą emisji ECNs dla samych emitentów jest niższy ogólny koszt takiego sposobu pozyskania kapitału. Emitent oferuje wyższe oprocentowanie inwestorom, ale jednocześnie nie jest obciążany opłatą za przyznanie gwarancji na linię płynnościową, która naliczana jest od maksymalnej wartości programu – płaci się za gotowość do wsparcia, bez względu na faktyczne zadłużenie emitenta z tytułu papierów komercyjnych. Przy okazji opisu mechanizmu wsparcia płynnościowego wspomniano również o tym, że w dodatkowym okresie zaczynają obowiązywać regulacje dotyczące oprocentowania, skonstruowane w taki sposób, aby ochronić inwestorów przed wzrostem stóp procentowych, gdyż w „normalnych” warunkach mogliby oni zainwestować w inne aktywa przynoszące wyższą rentowność.

ECNs są papierami o konstrukcji na tyle elastycznej, że można ją dopasować do indywidualnych potrzeb emitenta, uwzględniając potencjalny czas potrzebny na znalezienie alternatywnych źródeł płynności w warunkach rynkowych.

Za wadę ECNs można uznać trudności, jakie towarzyszą precyzyjnemu określanu warunków, które charakteryzowałyby sytuację zwaną zawirowaniami rynkowymi. Spory, wynikające z odmiennego zrozumienia tego pojęcia przez dostarczyciela płynności i przez emitenta, mogą okazać się bardzo kosztowne i w efekcie mogą uniemożliwić dalsze korzystanie przez emitenta z rynku pieniężnego.

Konieczność posiadania ratingu i wymóg stałego poddawania się ocenie niezależnej agencji eliminuje z kręgu emitentów podmioty najmniejsze. Jednak podmioty te rzadko mają dostęp do rynku krótkoterminowych papierów dłużnych.

4. ECNs w warunkach polskich

Po okresie dynamicznego wzrostu rozwój rynku papierów komercyjnych w Polsce uległ wyraźnemu zahamowaniu⁶ Poza przyczynami makroekonomicznymi, wynikającymi głównie ze spowolnienia gospodarki, nie można zapomnieć również o wydarzeniach, które bezpośrednio dotknęły rynek krótkoterminowych papierów dłużnych po roku 2000. Panika wśród inwestorów, wywołana niewykupieniem długu wyemitowanego przez Stocznnię Szczecińską, spowodowała ograniczenie popytu na papiery emitowane przez innych emitentów, których sytuacja ekonomiczna wcale nie była zła. Można dostrzec podobieństwo do opisywanych wcześniej zachowań inwestorów w latach 1960-1970 w Ameryce Północnej, gdy bez uzasadnionego powodu wiarygodność kredytową w oczach inwestorów traciły firmy o dobrej reputacji. Podobnie jak wtedy w USA, tak i obecnie w Polsce dobrym rozwiązaniem mogłoby być zaoferowanie inwestorom papierów, których konstrukcja byłaby zbliżona do *extendible commercial notes*.

Argumentem przemawiającym za takim rozwiązaniem jest bardzo emocjonalny stosunek inwestorów do rynku finansowego w Polsce, przejawiający się tym, że złe informacje „rozchodzą” się bardzo szybko, powodując paniczne zachowania stad-ne, polegające na pozbywaniu się papierów komercyjnych z portfeli, bez względu na jakość kredytową emitentów. Skutki „owczego pędu”, powszechnie występującego na rynkach finansowych na świecie, którego kierunku do końca przewidzieć nie można, są do uniknięcia, jeśli podmiot zdecyduje się na wyemitowanie papierów dających prawo do wydłużenia okresu zapadania, oczywiście przy spełnieniu odpowiednich warunków tak, aby chęć skorzystania z prawa do późniejszego wykupienia papierów nie wynikała z pogarszającej się sytuacji kredytowej emitenta.

Stosunkowo już niski poziom stóp procentowych zmusza inwestorów do coraz aktywniejszego poszukiwania inwestycji dających najwyższe stopy zwrotu. Takimi atrakcyjnymi papierami mogłyby być ECNs, które, jak już zostało to opisane powyżej, są papierami o wyższej rentowności z punktu widzenia inwestora, gdyż mają wbudowane dodatkowe prawa dla emitenta. Jednocześnie mechanizm zabezpieczenia się emitenta przed okresowymi niespodziewanymi problemami z płynnością daje również inwestorom większą szansę, niż w przypadku tradycyjnych KPD, na to, że emitent ostatecznie ureguluje zobowiązania wynikające z papierów komercyjnych. Potencjalny popyt na ECNs mógłby być bez większych problemów zaspokajany dzięki temu, że banki obsługujące emisję – liderzy rynku – mają bardzo dobrze rozwinięty system dealerski. Ponieważ konstrukcja ECNs zapewnia mniejsze narażenie inwestorów na utratę zainwestowanego kapitału w wyniku zawirowań rynkowych, na które nie mają wpływu, można przewidzieć, że zwiększyłaby się również baza inwestorów, skłonnych inwestować w tego typu

⁶ We wrześniu 2003 r. zanotowano kolejny spadek wartości emisji (por. [11]).

papiery komercyjne, którzy obecnie są negatywnie nastawieni do lokowania w tradycyjne papiery komercyjne.

Należy również wspomnieć o tym, iż całościowe koszty emisji są niższe niż w przypadku emisji KPD z linią płynnościową, czyli ECNs mogą funkcjonować jako tańsze źródło finansowania działalności operacyjnej.

Na polskim rynku KPD coraz bardziej zauważalny jest skutek występowania preferencji banków co do wspomagania dużych (tj. o wartości co najmniej 50 mln zł) emisji. Z drugiej strony, ostrożnościowe przepisy prawa bankowego⁷, regulują rygorystycznie możliwość udzielania linii kredytowych, służących jako wsparcie płynnościowe. Zatem największe programy wymagają zaangażowania kilku banków jako gwarantów alternatywnego źródła płynności. Problem ten można doskonale rozwiązać, stosując ECNs.

Ustawa o obligacjach jest odpowiednią podstawą prawną do emitowania ECNs, gdyż umożliwia załączanie rozmaitych praw dodatkowych do emitowanych obligacji, praw zarówno dla inwestorów, jak i dla emitentów. Również ostatnie zmiany, wprowadzone w 2000 r., które uregulowały dokładniej emitowanie obligacji w ramach programów emisji, są korzystne z perspektywy wprowadzenia na polski rynek papierów komercyjnych z wbudowanym prawem wydłużenia okresu zapadania.

Pomimo istnienia wymienionych powyżej faktów, sprzyjających wprowadzeniu w Polsce *extendible commercial notes*, występują również pewne bariery, które, jak do tej pory, skutecznie uniemożliwiają w przeprowadzenie emisji ECNs.

Głównym problemem jest bardzo mocna pozycja banków, a jak wiadomo, to kosztem ich dochodów emitenci mogą oferować wyższe rentowności⁸. Oligopolistyczna pozycja największych agentów emisji, którzy w dodatku obsługują największych emitentów, przede wszystkim tych, których stać i dla których opłacalne jest uzyskanie ratingu krótkoterminowego, nie sprzyja wprowadzaniu nowych rozwiązań, ograniczających rentowność działalności banków. Z drugiej strony pozycja inwestorów jest zbyt słaba, aby mogli oni skutecznie wymuszać emisję omawianych rodzajów papierów wartościowych.

Brak konieczności posiadania ratingów przez emitentów, po części zastępowany „podszywaniami” się pod ratingi głównych udziałowców – dużych i znanych firm zagranicznych, nie zmienia tego, że jeśli w Polsce miałyby się pojawić papiery komercyjne z prawem emitenta do wydłużania okresu wykupu, potencjalni emitenci powinni uzyskać krótkoterminowe oceny niezależnych agencji ratingowych. Jako rozwiązanie przejściowe można by stosować ratingi wewnętrzne banków, jednak problemem byłby wyraźny konflikt interesów w banku: po pierw-

⁷ Por. rozdział 5 *Prawa bankowego*.

⁸ Emitując ECNs, podmioty przestają korzystać ze wsparcia płynnościowego banków, a więc tracą możliwość zarabiania na prowizjach z tytułu udzielanych kredytów wspierających emisje, dzięki temu emitenci mogą oferować inwestorom wyższe oprocentowanie, a jednocześnie emisja ECNs jest tańsza od emisji zwykłych KPD.

sze, analitycy, odpowiadając za rzetelne oceny, mogliby mieć zbyt dużą awersję do ryzyka, a po drugie, dealerom, sprzedającym papiery komercyjne, zależałoby na jak najdłuższym utrzymywaniu wysokich ratingów.

Dodatkowym hamulcem w rozwoju tego typu instrumentów jest niewielka jego znajomość wśród osób zarządzających nadwyżkami płynności, ale przede wszystkim niechęć ze strony banków, aby popularyzować te instrumenty wśród klientów.

5. Zakończenie

Wprowadzanie na rynek nowych rodzajów instrumentów finansowych, służących pozyskiwaniu kapitału, np. *extendible commercial notes*, poprzez swoją różnorodności i możliwość omijania problemów związanych z emisją tradycyjnych papierów komercyjnych, zwiększa atrakcyjność rynku finansowego zarówno dla emitentów (emisja papierów stanowi alternatywę dla kredytów, coraz ostrożniej udzielanych przez banki), jak i dla inwestorów, szukających atrakcyjnych lokat.

Przyjęte w Polsce rozwiązania prawne umożliwiają emisję papierów wartościowych w formie obligacji, zawierających dodatkowe prawa, w tym prawo do przedłużania okresu spłaty i z pewnością można się spodziewać, że wyższa rentowność ECNs zachęciłaby wielu inwestorów do zakupu tego rodzaju papierów komercyjnych. Jednocześnie niższe całociowe koszty emisji w połączeniu z korzystną konstrukcją papierów dłużnych byłyby atrakcyjne jako źródło finansowania w krótkim okresie. Aby jednak doszło do emisji nowego rodzaju papierów komercyjnych konieczny jest dalszy rozwój rynku papierów tradycyjnych, w tym przede wszystkim wzrost popytu na krótkoterminowe papiery dłużne. Znaczącym konkurentem w pozyskiwaniu środków z tego segmentu jest Skarb Państwa, postrzegany jako emitent bonów skarbowych. Zjawisko wypychania inwestycji prywatnych przez publiczne nie sprzyja rozwojowi rynku KPD, choć paradoksalnie może przyczynić się do wprowadzania nowych instrumentów, o wyższej rentowności, jeśli tylko pojawi się dobra wola ze strony agentów emisji, zajmujących obecnie pozycję oligopolistów na rynku papierów dłużnych. Poza tym ważne jest również, aby uzyskiwanie ratingu stało się niepisaną regułą, jeśli nie obowiązkiem emitentów. Wówczas idealnym rozwiązaniem, chroniącym emitentów przed ryzykiem płynności, mogą stać się papiery komercyjne, wykorzystujące mechanizmy podobne do tych, które są stosowane w ECNs.

Literatura

- [1] Alworth J.S., Borio C.E.V. *Commercial Paper Markets: a survey*, „BIS Economic Papers” nr 37 – Basle April 1993.
- [2] Berthault A., Hamilton D.T., Carty L.V., *Commercial Paper Defaults and Rating Transitions 1972-2000. Special Comment*, Moody's Investors Service Global Credit Research, October 2000.

- [3] Coventree Capital Group Inc., *Traditional Liquidity vs. Extendible Commercial Paper*, Toronto 22 May 2002.
- [4] Fitch Criteria Report, *Corporate Commercial Paper Liquidity Guidelines*, 24 April 2001.
- [5] Fons J.S., Bergqvist K., *Commercial Paper Defaults 1970-1993. Moody's Special Report*, Moody's Investors Service Global Credit Research, February 1994.
- [6] Mishkin F.S., *Ekonomika pieniądza, bankowości i rynków finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2002.
- [7] Musto P., wykłady do przedmiotu *Funding Investments* Spring 2003 <http://finance.wharton.upenn.edu/~musto/class/lect13.pdf> – 14.08.2003.
- [8] Nyegaard Ph., www.pue.state.or.us/agenda/pmemos/2001/052201/ca2.pdf – 14.08.2003.
- [9] *Papiery dłużne. Inwestorzy boją się małych firm*, Rzeczpospolita 3.10.2003.
- [10] Rosenthal J.A., Ocampo J.M., *Securitization of Credit. Inside the New Technology of Finance*, John Wiley & Sons, Inc., New York 1998.
- [11] Rzeczpospolita 3.10.2003.
- [12] Selden R.T., *Trends and Cycles in the Commercial Paper Market*, „NBER Occasional Paper” 1963 nr 85.
- [13] US Bank Corporate Trust Services, *Extendible Commercial Paper. A First for the Tax-exempt Muni Market*, Corporate Trust Connection, Winter 1999.

EXTENDIBLE COMMERCIAL NOTES – THE ALTERNATIVE FOR TRADITIONAL COMMERCIAL PAPER

Summary

This article shows one of the new kinds of commercial paper – Extendible Commercial Notes. These debt securities add new options for issuers and transfer market disruption risk from traditional financial institution founded liquidity lines to investors. The pros and cons for offering ECNs on the Polish money market are also considered.

Mgr Marek Pauka jest doktorantem w Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.