

Izabela Iwanienko

Drugi Urząd Skarbowy w Krakowie

CHARAKTERYSTYKA FORM PRAWNYCH *COMMERCIAL PAPERS* EMITOWANYCH W POLSCE

1. Wstęp

Zmiany społeczno-ekonomiczne warunków gospodarowania skłaniają się coraz wyraźniej ku racjonalności podejmowania decyzji przez kadrę zarządzającą podmiotów gospodarczych. Przedsiębiorcy, którzy dokonują wyboru źródła jak najbardziej korzystnego, kierują się nie tylko kosztem uzyskania środków finansowych, choć właśnie to kryterium zazwyczaj jest najważniejsze, ale również łatwością dostępności, a także szybkością pozyskania kapitału potrzebnego do sfinansowania działalności przedsiębiorstwa zarówno inwestycyjnej, jak i bieżącej.

Obecny rozwój rynku finansowego w Polsce sprzyja zwiększaniu możliwości dywersyfikacji zewnętrznych źródeł finansowania, a różnorodność form prawnych oferowanych krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw zwiększa znacznie możliwości zarówno obniżenia kosztów, jak i zwiększenia szybkości pozyskania funduszy wpływających na bieżącą działalność i rozwój.

2. Ogólna charakterystyka *commercial papers* jako instrumentu rynku pieniężnego

Krótkoterminowe papiery wartościowe stanowią instrument rynku pieniężnego, który można porównać z rynkiem kredytowym o różnych terminach zapadalności. Cechą charakterystyczną tego rynku jest krótki, nieprzekraczający roku, termin zapadalności. Rynek pieniężny jest miejscem pozyskiwania kapitału krótkoterminowego, niezbędnego dla pokrycia zapotrzebowania przedsiębiorstw na kapitał obrotowy. Krótkie terminy zapadalności, jakie posiadają instrumenty finansowe wykorzystywane na rynku pieniężnym, powodują, że mają one jednocześnie wysoką

płynność. Dzięki temu instrumenty rynku pieniężnego używane są głównie w celu zarządzania płynnością.

Ze względu na to, że pożyczane na rynku pieniężnym środki muszą zostać zwrócone pożyczkodawcy w krótkim terminie, dla tych ostatnich pierwszorzędne znaczenie mają dwa czynniki, do których należą: zdolność zamiany instrumentów pożyczkowych na pieniądź gotówkowy (płynność) oraz bezpieczeństwo, czyli pewność otrzymania przez pożyczkodawcę jego należności. Od strony uwarunkowań gospodarczych KPD (krótkoterminowe papiery dłużne) służą finansowaniu rozwoju danego podmiotu gospodarczego za pomocą kapitału zewnętrznego pochodzącego ze źródeł pozabankowych. Jest to kapitał pozyskiwany bezpośrednio od dysponentów środków pieniężnych.

Istota KPD polega na tym, że pożyczkobiorca zaciąga kredyt bezpośrednio od właścicieli nadwyżki środków pieniężnych, co powoduje zmniejszenie kosztów obsługi pożyczek, a zatem ich wyższą efektywność w porównaniu z kredytami bankowymi i lokatami. KPD stanowią zatem instrument konkurencyjny w stosunku do kredytów bankowych. Kapitał pozyskiwany w drodze emisji krótkoterminowych papierów wartościowych cechują niższe koszty niż koszty kredytu bankowego. Koszty pozyskiwania przez bank środków przeznaczanych następnie na akcje kredytowe obciążane są nie tylko kosztami depozytów, ale ponadto na ich cenę wpływa również potrzeba utrzymywania na rachunkach banku centralnego rezerw obowiązkowych. Pozyskanie środków w następstwie emisji KPD pozwala na uniknięcie kosztów funkcjonalnie związanych z systemem bankowym. KPD można nazwać więc instrumentem kredytu komercyjnego, udzielonego ich emitentowi nie przez jego kontrahenta i nie w związku z zawartą transakcją, jak to ma miejsce w przypadku weksła, ale przez podmiot zamierzający korzystnie ulokować na krótki czas wolne środki pieniężne.

W przypadku papierów wartościowych stanowiących instrument rynku pieniężnego u podstaw ich emisji leży zawsze stosunek pożyczki, jaką dysponent kapitału udziela emitentowi KPD. Dlatego też z perspektywy funkcji ekonomicznych po stronie emitenta zasadnicze znaczenie przypisać należy funkcji pożyczkowej. Jeśli zaś chodzi o nabywcę papierów krótkoterminowych, kieruje się on zawsze zyskiem, jaki może osiągnąć z tytułu powierzenia na oznaczony czas posiadanego kapitału finansowego. Dlatego z jego punktu widzenia papiery krótkoterminowe pełnią funkcję lokacyjną.

Literatura angielska definiuje *commercial papers* jako zbywalny instrument rynku pieniężnego o charakterze niezabezpieczonego skryptu dłużnego w postaci weksła własnego, emitowanego zwykle ze ściśle określoną wartością nominalną oraz terminem zapadalności nieprzekraczającym roku [Stigum 1983, s. 625]. Powyższa klasyczna definicja opisuje ogólną postać tego instrumentu, jednak nie każdy *commercial papers* emitowany jest w formie weksła własnego, a zróżnicowanie papierów wartościowych tego typu rośnie.

Papiery komercyjne emitowane na wszystkich rynkach są powszechnie stosowanym sposobem finansowania alternatywnym dla kredytu bankowego, ponieważ koszty pozyskania funduszy w ten sposób są mniejsze. Ich podstawową zaletą są szybkość pozyskiwania dużego kapitału z rynku, prosta procedura emisji, często brak zabezpieczeń oraz możliwość rolowania [Wieczorkiewicz-Kidacka 2002, s. 486].

Oprocentowanie *commercial papers* jest nieco wyższe niż oprocentowanie depozytów bankowych, co zapewnia zyskowność lokat, a ponadto stwarza możliwość dywersyfikacji ryzyka w portfelu inwestycji finansowych. Na niektórych rynkach umowy zawierane z agentami emisji mają dodatkowe opcje pozwalające emitentowi na emitowanie *commercial papers* w różnych walutach w ramach danego programu [Alworth 1993, s. 23].

Terminy zapadalności papierów komercyjnych ściśle dostosowuje się do potrzeb emitenta. Odnowianie się zaś zapadających transz oznacza w praktyce wykorzystanie tych papierów jako średnio- lub długoterminowego źródła finansowania przedsiębiorstw.

3. Formy prawne emitowanych w Polsce *commercial papers*

Programy emisji polskich *commercial papers* różnią się od siebie podstawami prawnymi, a także wewnętrznymi regulaminami. Konstrukcje prawne decydują o regulacji *commercial papers*, dzięki której inwestorzy mogą być pewni charakteru i zasadności swoich roszczeń. Papiery komercyjne są emitowane pod różnymi nazwami handlowymi, zależącymi od agenta emisji, co nie przesądza jednak o ich charakterze prawnym. W Polsce mamy trzy rodzaje papierów komercyjnych, w zależności od ich formy prawnej. Są to papiery oparte na kodeksie cywilnym, walory oparte na prawie wekslowym oraz papiery oparte na ustawie o obligacjach.

3.1. *Commercial papers* oparte na kodeksie cywilnym

Pierwszy rodzaj papierów komercyjnych to papiery oparte na kodeksie cywilnym. Bony stanowią rodzaj skryptów dłużnych zawierających bezwarunkowe zobowiązanie emitenta do zwrotu określonej nominalnie kwoty w dniu jego wymagalności aktualnemu posiadaczowi. Są one instrumentem pożyczki krótkoterminowej, a przepisy kodeksu cywilnego nie określają zakresu informacji, które emitent powinien udostępnić inwestorom przed i po emisji KPD. Jedynie w przypadku bonów handlowych zostały stworzone przepisy bezpośrednio dotyczące emisji KPD. Komisja Papierów Wartościowych określiła zakres obowiązków informacyjnych emitenta takich papierów, a memorandum informacyjne przypomina skróconą wersję projektu emisyjnego.

Do papierów komercyjnych opartych na kodeksie cywilnym należą:

- bony dłużne – o nominałach głównie 100 tys. zł, emitowane na różne okresy;

- bony handlowe – o nominale głównie 10 tys. zł, emitowane typowo na 3 miesiące,
- bony inwestycyjne o nominałach głównie 100 tys. zł, emitowane w większości przypadków na 3 miesiące.

Bony dłużne są dynamicznie rozwijającym się w ostatnich latach instrumentem rynku pieniężnego. Emitują je głównie podmioty gospodarcze o bardzo dobrej kondycji finansowej. Celem emisji tego instrumentu jest pozyskanie kapitału krótkoterminowego, w cenie konkurencyjnej wobec kredytu bankowego [Dziawgo 2000, s. 42], a także wyeliminowanie pośrednika na linii pożyczkobiorca–bank–pożyczkodawca. W tym celu dany podmiot gospodarczy emituje bony przeznaczone do sprzedaży na rynku pieniężnym, opierając się na cenach nominalnych, pomniejszonych jednak z góry o określone dyskonto. Jednocześnie zobowiązuje się do wykupu tych bonów według pełnej ceny nominalnej w ustalonym z góry terminie, przeważnie po upływie jednego lub trzech miesięcy, nieprzekraczającym jednak jednego roku. Plasowanie odbywa się przy pomocy pośredników, którymi są banki, organizujące emitentom proces pozyskiwania kapitału bezpośrednio z rynku pieniężnego, a inwestorom umożliwiające zyskowne zainwestowanie kapitału. Podobnie jak inne papiery wartościowe bony dłużne dzielą się na bony o charakterze inwestycyjnym i spekulacyjnym. Fundusze inwestycyjne działające na rynku pieniężnym określają na podstawie tego podziału, ile bonów wolno im nabywać [Fabozzi 2000, s. 195].

Emisję bonów handlowych prowadzi Centrum Operacji Kapitałowych Banku Handlowego. Oferowane one są zarówno zagranicznym, jak i krajowym inwestorom przez biura maklerskie stworzone dla celów publicznego obrotu. Uzyskanie zgody KPW na taki obrót zwalnia jego uczestników z opłaty skarbowej, co dodatkowo podnosi stopień płynności tych papierów na rynku wtórnym. Przetargi mogą mieć charakter publiczny lub być skierowane do określonych inwestorów (przetarg zamknięty). Obrót publiczny bonami handlowymi stwarza możliwość oferowania ich szerszemu kręgowi podmiotów, m.in. małym firmom i osobom fizycznym. Jednak występowanie ich w tym obrocie nakłada na emitenta obowiązek spełnienia wymogów informacyjnych wynikających z przepisów ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi.

Emisja bonów inwestycyjnych ma charakter niepubliczny, a konstrukcją jest zbliżona do bonów handlowych. Emitowane są one w nominałach 100 000 i 500 000 zł z okresem zapadalności 1-6 miesięcy. Stawką bazową dla ustalenia poziomu rentowności bonów inwestycyjnych jest odpowiednia stopa WIBOR lub stopa rentowności bonów skarbowych. Rejestr transakcji z użyciem bonów inwestycyjnych odbywa się poprzez rachunek powierniczy inwestora prowadzony przez powiernika.

3.2. Papiery komercyjne oparte na prawie wekslowym

Drugi rodzaj prawny to papiery oparte na prawie wekslowym. Weksel jest traktowany przez ustawę o rachunkowości jako środek pieniężny, o ile jest płatny w

ciągu 3 najbliższych miesięcy. Według tej ustawy CP także są środkami pieniężnymi, wykorzystywanymi do regulacji zobowiązań w sytuacji przejściowego braku środków pieniężnych [Drab 2001, s. 80-83].

Prawo wekslowe nie precyzuje żadnych wymogów dotyczących ujawnienia informacji o emitencie. Jediną opłatę uiszcza się od wystawienia i wynosi ona 0,1% sumy wekslowej.

Na rynku polskim na podstawie regulacji prawa wekslowego pojawiły się:

- Weksel inwestycyjno-komercyjny (WIK) – o okresie zapadalności od 8 do 52 tygodni z możliwością rolowania. Standardowe nominały tego instrumentu opiewają na kwoty: 10, 50, 100, 500 tys. zł oraz 1 mln zł. Wystawcami WIK mogą być krajowe przedsiębiorstwa prywatne i państwowe, spółki oraz jednostki samorządu terytorialnego lub ich związki. Cena weksla jest ustalana na podstawie aktualnej rentowności bonów skarbowych o analogicznym okresie wykupu.

- Weksel obrotowo-inwestycyjny (WOI) – jego nominal ustalono na 100 tys. zł, a minimalna wartość emisji powinna wynosić nie mniej niż 1 mln. zł. Emisja jest zabezpieczona wystawionym przez emitenta wekslem własnym oraz może mieć dodatkowe zabezpieczenia. Plasowanie emisji odbywa się poprzez badania marketingowe prowadzone wśród potencjalnych inwestorów. Agent organizujący emisję może także zabezpieczyć subskrybowanie jej nieobjętej części. Emitowany jest na 30, 60, 90 i 180 dni. Oprocentowanie w dwóch pierwszych terminach oparte jest na stawce WIBOR powiększonej o 0,75 punktu procentowego, pozostałe zaś na stopie rentowności bonów skarbowych z przetargu plus 1,5 punktu procentowego.

- Weksel inwestycyjno-dyskontowy (WID) – wszystkie parametry emisji są indywidualnie ustalane w porozumieniu z emitentem oraz potencjalnymi inwestorami.

- Komercyjny weksel inwestycyjno-terminowy (KWIT).

Weksle własne emitentów są to niezabezpieczone weksle własne przedsiębiorstw na określoną kwotę pieniężną, które muszą być zapłacone w ściśle określonym dniu [Francis, Taylor 2001, s. 24]. Prekursorem emisji tego instrumentu na rynku polskim był PBR działający jako agent emisji, pierwotnie dla spółek kontrolowanych przez duże koncerny zagraniczne o wysokiej wiarygodności kredytowej o nominałach głównie 500 tys. lub 1 mln zł, emitowane typowo na 3 miesiące. Papier ten emituje się w postaci weksla własnego domicylowanego; w drodze indosu podlega on przeniesieniu na rzecz osoby trzeciej. Bank zajmuje się nie tylko pośrednictwem w sprzedaży, ale także organizuje za pośrednictwem biur maklerskich rynek wtórny. Bon ten skierowany jest do osób zarówno fizycznych, jak i prawnych. Dyskonto ustalane jest podobnie jak przy bonie handlowym.

Wśród weksli własnych emitentów możemy wyróżnić:

- weksel trasowany przez emitenta na bank (agenta emisji),
- weksel trasowany przez emitenta na spółkę matkę.

KWIT-y wprowadzone zostały w 1994 r. przez ING B.V. oddział w Warszawie, działający jako agent emisji, pierwotnie dla spółek kontrolowanych przez

duże koncerny zagraniczne o wysokiej wiarygodności kredytowej, o nominalach głównie 500 tys. zł i są emitowane typowo na okres miesiąca. Do emisji KPD w postaci KWIT-ów można wykorzystać oba rodzaje weksli, w praktyce jednak wykorzystywana jest forma prawna weksli własnych.

Wśród KWIT-ów możemy wyróżnić:

- weksel własny, zupełny emitenta,
- weksel własny *in blanco* emitenta, tzn. remitent nie występuje w treści weksla,
- weksel globalny – odmiana weksla własnego emitenta z figurującymi w treści weksla wieloma remitentami; o nominale 5 mln zł. Maksymalna liczba remitentów to 10. W praktyce emitent wystawia tzw. weksel globalny na kwotę, na jaką opiewa całość emisji. Następnie weksel jest zatrzymywany w depozycie u agenta emisji, po czym agent emisji dokonuje dalszych czynności emisyjnych [Nowakowski 2002, s. 61].

KWIT stanowi specyficzną formę weksla finansowego wykorzystywanego przez wystawców w celu zaciągnięcia większych kwot krótkoterminowych kredytów bezpośrednio na rynku pieniężnym, jednocześnie u różnych inwestorów. Oprocentowanie uzależnione jest podobnie jak w bonie komercyjnym od poziomu notowań w sprzedaży bonów skarbowych oraz wymaganej przez rynek premii za ryzyko powierzenia środków emitentowi. Dodatkową zaletą tego papieru jest to, że opłata skarbową wynosi 0,1% sumy nominalnej. W wypadku jednak, gdy umowy kupna-sprzedaży tego instrumentu dokonuje się pomiędzy firmami z pominięciem banków, opłata wynosi 2% sumy nominalnej.

Potencjalny kredytobiorca, który decyduje się na emisję KWIT-ów, poszukuje agenta emisji specjalizującego się w tej dziedzinie. Jeżeli agent emisji taką propozycję przyjmie, to kredytobiorca przekazuje mu memorandum informacyjne, zawierające charakterystykę jego działalności i przedstawiające sytuację majątkowo-finansową. Memorandum określa także cel, na jaki ma być wykorzystana pożyczka, oraz ewentualne dodatkowe zabezpieczenia (gwarancje) wypłacalności wystawcy weksla. Agent emisji po zapoznaniu się z sytuacją finansową i majątkową, po dokonaniu oceny wiarygodności potencjalnego emitenta, rozsyła memorandum informacyjne do potencjalnych inwestorów, proponując im zawarcie umowy.

Umowa stanowi zobowiązanie inwestora do nabycia określonej ilości walorów po uzgodnionej cenie, czyli wartości nominalnej weksla pomniejszonej o uzgodnione dyskonto. Gdy agent znajdzie odpowiednie grono nabywców, wtedy kredytobiorca przekazuje mu wystawione weksle, inwestorzy wpłacają uzgodnione należności, a agent wydaje im odpisy weksli, gdyż pełni przeważnie funkcję depozytariusza oryginałów. Gotówkę agent emisji przekazuje wystawcy weksli, otrzymując od niego prowizję za wykonane czynności.

Nabywca KWIT-ów może zatrzymać je do dnia wykupu, ale może także odpisy te indosować, odstępując lub odsprzedając wcześniej te papiery innemu nabywcy. Ostatni posiadacz weksla w dacie płatności przedkłada go domicyliatowi do wykupu, który w przeddzień otrzymuje na ten cel odpowiednią kwotę od wystawcy

KWIT-ów. System emisji KWIT-ów – podobnie jak przy emisji bonów komercyjnych – pozwala na pozyskanie od wielu inwestorów znacznych sum kredytów obrotowych, atrakcyjniejszych od kredytów w bankach.

3.3. *Commercial papers* oparte na ustawie o obligacjach

Trzeci rodzaj *commercial papers* to papiery oparte na ustawie o obligacjach. Zgodnie z tą ustawą krótkoterminowe papiery dłużne emitowane w serii do jednego roku są swoistym rodzajem obligacji. Gdy termin realizacji praw z tych papierów emitowanych w ofercie publicznej jest krótszy niż rok od daty emisji (tak jest w przypadku CP), wtedy emitent zobowiązany jest do ogłoszenia warunków emisji tych instrumentów w dwóch dziennikach ogólnopolskich. W rozumieniu Ustawy z dnia 3 października 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi proponowanie nabycia takich papierów w drodze publicznej subskrypcji nie stanowi publicznego obrotu. Emitent tych CP powinien jedynie w terminie 7 dni przed rozpoczęciem emisji zawiadomić o tym pisemnie Komisję Papierów Wartościowych i Giełd, a następnie poinformować ją o zakończeniu emisji.

Do papierów komercyjnych opartych na ustawie o obligacjach zaliczamy:

- krótkoterminowe obligacje zerokuponowe sprzedawane z dyskontem. Ich termin wykupu zbieżny jest z terminem wykupu weksli,
- krótkoterminowe obligacje kuponowe – sprzedawane z dyskontem lub premią; są one rzadkością na rynku.

Obligacje krótkoterminowe wykupywane są zwykle jednorazowo. Emitentami obligacji mogą być podmioty prowadzące działalność gospodarczą, posiadające osobowość prawną oraz inne podmioty posiadające osobowość prawną, upoważnione do emisji obligacji na podstawie innych ustaw. Aby wyemitować obligację, należy podać cel jej wyemitowania.

Obligacje krótkoterminowe mają termin wykupu krótszy niż rok i najczęstszym ich celem jest pozyskanie przez emitenta kapitału obrotowego, a czasami spłata nadmiernego zadłużenia, co umożliwi emitentowi rozszerzenie działalności gospodarczej i odzyskanie zdolności kredytowej. W wyjątkowych przypadkach obligacje krótkoterminowe mogą także służyć finansowaniu inwestycji realizowanych w krótkim cyklu inwestycyjnym. Taki charakter mają tzw. obligacje modernizacyjne, które spełniają dla emitentów funkcję pożyczkowo-rozwojową.

Tabela 1 przedstawia porównanie cech papierów komercyjnych emitowanych na rynku polskim w zależności od ich podstawy prawnej.

Podsumowując powyższe rozważania, można stwierdzić iż emisja CP opartych na kodeksie cywilnym wymaga fachowej wiedzy i odpowiedniej organizacji, co pociąga za sobą znaczne koszty związane z niemożnością przeprowadzenia takiej emisji samodzielnie. Banki jako pośrednicy osiągają przy tym zyski z tytułu pośrednictwa wolne od ryzyka inwestycyjnego, które w całości przyjmuje na siebie inwestor. Głównym wyznacznikiem ceny emisyjnej, w przypadku papierów opartych

zarówno na prawie wekslowym, jak i na kodeksie cywilnym, jest rentowność bonów skarbowych i wymagana przez rynek premia za ryzyko przekazania środków emitentowi. Ich zaletą jest to, iż pozwalają one na pozyskanie od wielu inwestorów znacznych sum kredytów obrotowych atrakcyjniejszych od kredytów w bankach.

Tabela 1. Porównanie cech KPD emitowanych na rynku polskim

Opis cechy/akt prawny	Prawo wekslowe z 1936 r.	Ustawa o obligacjach	Kodeks cywilny z 1936 r.
Definicja	zobowiązanie wystawcy do zapłaty określonej nominalnie kwoty w terminie płatności posiadaczowi weksla	papier wartościowy emitowany w serii, będący zobowiązaniem emitenta do spełnienia określonego świadczenia na rzecz właściciela	krótkoterminowa imienna nota, zobowiązująca emitenta do zapłaty określonej kwoty w określonym dniu
Czy jest papierem wartościowym?	tak	tak	nie
Zakres obowiązków informacyjnych przed emisją	brak	obowiązek informacyjny wobec emisji publicznej	brak
Opłata skarbową na rynku pierwotnym/wtórny	0,1% wartości nominalnej wystawianych weksli/ brak	brak/ brak	brak/ brak
Kolejność i łatwość egzekucji długu	łatwa windykacja należności, postępowanie nakazowe	szybki i tani sposób egzekucji długu	postępowanie cywilne
Zabezpieczenie/brak zabezpieczenia	poręczenie wekslowe/ dopuszczalny brak zabezpieczenia	zastaw, hipoteka, gwarancja NBP lub banków, których kapitał własny wynosi co najmniej 10.000 euro	poręczenie według prawa cywilnego/ dopuszczalny brak zabezpieczenia
Charakter oferty	niepubliczny	niepubliczny	niepubliczny
Adresat oferty	osoby prawne i fizyczne z wyjątkiem TU	osoby prawne i fizyczne	osoby prawne i fizyczne

Źródło: opracowanie własne.

Najbardziej popularną wśród emitentów na polskim rynku formą prawną emisji są papiery oparte na ustawie o obligacjach. Ich znaczenie zwiększa się za sprawą przewidywalnych parametrów ekonomicznych (inflacji). Coraz częściej też emitent zawiera na rzecz inwestorów umowę z zakładem ubezpieczeniowym, dotyczącą ubezpieczenia ryzyka niewypłacalności emitenta. Główną zaletą „prywatnej” obligacji jest krótki czas i niskie koszty jej przygotowania. Udogodnieniem jest też to, że dla publicznej emisji obligacji krótszej niż rok nie jest wymagana zgoda KPW oraz umowa z bankiem, reprezentującym obligatariuszy wobec emitenta (umowa o repre-

zentację). Aż 75% respondentów ze 130 przedsiębiorstw biorących udział w badaniu w 2005 r. odpowiedziało, iż preferuje właśnie tę formę emisji, a jako przyczynę wyboru wskazało dostępność, bezpieczeństwo inwestycji (papiery zabezpieczone), zapisy ustawowe ograniczające możliwości lokowania środków stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, limity inwestycyjne dotyczące funduszy inwestycyjnych oraz czytelność formy prawnej.

Znacznie mniejszym zainteresowaniem cieszą się dwie pozostałe formy prawne CP, tj. walory oparte na kodeksie cywilnym – 10%, oraz na prawie wekslowym (15%).

Największy popyt jest na papiery o krótkiej zapadalności (najczęściej 3-miesięczne – 38% badanych), natomiast tylko nieliczni opowiedzieli się za bardzo krótkim terminem inwestycyjnym (1-14 dni). Jest to związane z niską płynnością rynku wtórnego. W konsekwencji nabywcy papierów dłużnych trzymają je najczęściej do terminu zapadalności.

Według danych Fitchpolska w 1999 r. wartość zadłużenia z tytułu CP wyemitowanych przez spółki wynosiła 6 657,8 mln zł, czyli o blisko 20% więcej aniżeli rok wcześniej; w 2000 r. wartość tego rynku wzrosła jeszcze o 10,9 mld zł, czyli aż o 64%. Spowodowane to było tym, iż niemal 100 nowych przedsiębiorstw zdecydowało się na emisje CP.

W związku ze wzrostem gospodarczym w Polsce odnotować można większe zainteresowanie CP ze względu na ich wysoką przydatność w gospodarce finansowej przedsiębiorstw, które to jest uwarunkowane poszukiwaniem relatywnie tanich źródeł finansowania działalności w sytuacji wysokiego poziomu stop procentowych. Największymi barierami dla rozwoju tegoż rynku stały się przede wszystkim ustawy nakładające limity na inwestorów, niska płynność rynku wtórnego, zbyt mała podaż CP, ograniczona baza emitentów oraz zbyt duże zróżnicowanie podstaw prawnych emisji.

Emitowane w Polsce CP stworzyły konkurencyjny rynek lokowania środków pieniężnych, gdyż w przeciwieństwie do pozostałych papierów wartościowych występujących w obrocie gospodarczym inwestor, decydując się na nie, ma dość duże możliwości wyboru papieru o określonej stopie zwrotu, akceptowalnym poziomie ryzyka i stosunkowo wysokiej rentowności.

4. Zakończenie

Pomimo tak wielkiej różnorodności w doborze KPD coraz popularniejsze stają się emisje papierów dłużnych zabezpieczonych na aktywach emitenta, które w swojej idei odchodzą od klasycznej definicji papierów komercyjnych jako instrumentu niezabezpieczonego. Poprzez m.in. sekurytyzację pośrednicy finansowi stworzyli emitentom CP możliwości bezpośredniego pozyskiwania kapitałów z rynku po niższej cenie. Ostatecznie emisje papierów wartościowych w ramach programów sekurytyzacyjnych prowadzą do wzmocnienia pozycji przedsiębiorstwa na rynku, a in-

westorzy nabywają płynny, rentowny i bezpieczny instrument, banki zaś zwiększają zakres oferowanych usług.

Literatura

- Alworth J.S., Borio C.E.V., *Commercial Papers Markets: A Survey*, Bank for International Settlements Economic Papers, no. 37, April 1993.
- Drab M., Sowińska-Kobelak D., *Papiery wartościowe i prawa pochodne aspekty prawne i rachunkowe*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 2001.
- Dziawgo L., Dziawgo D., *Integracja czy dominacja? Refleksje na temat zarządzania procesem integracji polskiego rynku finansowego z międzynarodowym rynkiem finansowym*, „Bank i Kredyt” 2000, nr 1-2.
- Fabozzi F.J., *Rynki obligacji. Analiza i strategie*, Wydawnictwo Finansowe Wig-Press Warszawa 2000.
- Francis J.C., Taylor R.W., *Podstawy inwestowania*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2001.
- Nowakowski J., Niedziółka P., Mieloszyk J., *Portfel inwestycyjny banku*, Difin, Warszawa 2002.
- Stigum M., *The money Market*, 2nded, Down Jones & Irwin, Homewood III 1983.
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU nr 118, poz. 754).
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (DzU nr 16, poz. 93 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. prawo wekslowe (DzU nr 36, poz. 282 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (DzU nr 83, poz. 420 z późn. zm.).
- Wieczorkiewicz-Kidacka I., *Finanse, bankowość i ubezpieczenia wobec wyzwań współczesności*, t. I, *Bankowość i Rynki*, Materiały konferencyjne, Katowice 2002.

THE ESSENCE AND THE CLASSIFICATION OF FORMS OF LEGAL EMITTED COMMERCIAL PAPERS IN POLAND

Summary

The aim of the present article is a presentation of performance of commercial papers as a rational source of capital gains financial market for contractors. The paper also discusses forms of indebted legal short-term papers on the Polish, in particular papers emitted in support of the Law on bills of exchange, Code civilian as well as the Law of bonds.