

**Marcin Olszewski<sup>42</sup>**

**V rok SSM, Finanse Międzynarodowe i Bankowość**

## **ROLA BANKÓW W PROCESIE EMISJI KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW DŁUŻNYCH PRZEDSIĘBIORSTW**

### **Wstęp**

Na polskim rynku finansowym jedną z form pozyskiwania przez przedsiębiorstwa kapitału na prowadzenie bieżącej działalności gospodarczej jest emisja krótkoterminowych papierów dłużnych (KPD), nazywanych również papierami komercyjnymi (*commercial papers, CP*). Są to instrumenty rynku pieniężnego o maksymalnym terminie zapadalności do 1 roku, dzięki którym emitujące je podmioty niefinansowe uzyskują środki pieniężne bezpośrednio z otwartego rynku po niższej cenie niż koszt alternatywy, czyli kredytu bankowego, natomiast inwestorzy mają możliwość płynnego i opłacalnego zainwestowania wolnych środków finansowych<sup>43</sup>. Emisja papierów komercyjnych jest organizowana i przeprowadzana przez agenta emisji, którym na polskim rynku KPD jest bank, działający w imieniu i na rzecz emitenta, zobowiązującego się do wykupu papieru w ustalonym terminie, według wskazanej na nim wartości nominalnej. W istocie nabywca tych papierów udziela bez zabezpieczenia krótkoterminowej pożyczki emitentowi, którego płynność finansowa i zdolność do generowania dochodu jest gwarancją spłaty zobowiązania<sup>44</sup>. Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie funkcji pełnionych przez bank w procesie emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, pokazanie zmian, jakie zaszły na polskim rynku papierów komercyjnych od początku jego funkcjonowania oraz zobrazowanie tendencji i czynników, które znacząco wpływają na zaangażowanie banków w emisję papierów komercyjnych.

---

<sup>42</sup> Praca napisana pod kierunkiem prof. zw. dr hab. Danuty Marciniak-Neider, Instytut Handlu Zagranicznego, Wydział Ekonomiczny Uniwersytetu Gdańskiego.

<sup>43</sup> A. Dulian, *Papier komercyjny jako instrument pozyskiwania środków finansowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 1, s. 55.

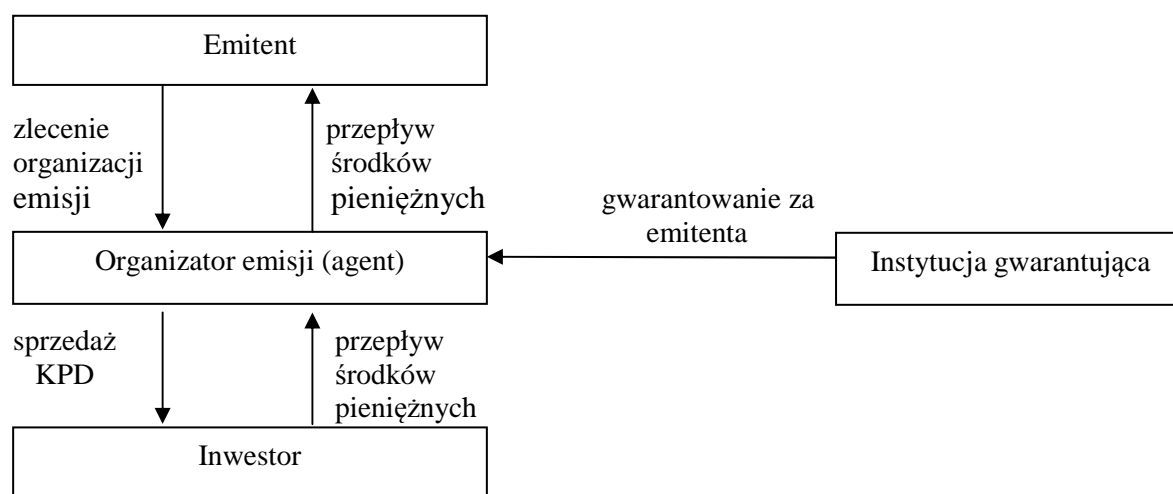
<sup>44</sup> *Finanse*, red. J. Zarzecki, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2003, s. 381.

## 1. Miejsce i funkcje banku w procesie emisji krótkoterminowych papierów dłużnych

Niezbędnym warunkiem do wszczęcia programu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych jest porozumienie i uzgodnienie interesów trzech rodzajów podmiotów – emitenta, grupy potencjalnych inwestorów oraz agenta emisji. Jak wcześniej wspomniano emitentami papierów komercyjnych są podmioty niefinansowe, zazwyczaj przedsiębiorstwa o stabilnej kondycji finansowej i dobrej wiarygodności kredytowej, poszukujące bezpośredniego finansowania na rynku pieniężnym. Z kolei do grona inwestorów, skłonnych korzystnie ulokować krótkoterminowe nadwyżki finansowe w tego rodzaju papiery, zalicza się z reguły banki, przedsiębiorstwa, fundusze inwestycyjne, fundusze powiernicze, fundusze emerytalne, towarzystwa ubezpieczeniowe, fundacje, podmioty zagraniczne oraz osoby fizyczne<sup>45</sup>. Procedurę emisji krótkoterminowych papierów dłużnych oraz podmioty w niej uczestniczące obrazuje rysunek nr 1.

Rysunek nr 1

### Emisja krótkoterminowych papierów dłużnych



Źródło: S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty, Innowacje, Perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 101.

W proces emisji krótkoterminowych papierów dłużnych może być również zaangażowana agencja ratingowa, czyli niezależny podmiot, który zajmuje się oceną aktualnej i przyszłej kondycji finansowej emitentów oraz przeprowadza analizę

<sup>45</sup> J. Onoszko, *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 4, s. 113.

prawdopodobieństwa przyszłej spłaty wyemitowanych papierów wartościowych<sup>46</sup>. Warto jednak zaznaczyć, że w polskich warunkach zwyczaj ubiegania się o nadanie ratingu dla emisji papierów komercyjnych nie jest powszechny, w przeciwieństwie do krajów wysoko rozwiniętych, gdzie brak oceny ratingowej jest często postrzegany jako oznaka problemów kredytowych emitenta. Jednak jednym z najważniejszych uczestników emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, dzięki któremu dochodzi ona do skutku, jest bank, który w tym procesie pełni następujące funkcje:

- agenta emisji lub organizatora programu – koordynuje działania mające na celu uruchomienie programu emisji; prowadzi rozmowy i negocjuje treść umowy z potencjalnym emitentem; przygotowuje m.in. dokumentację emisji oraz opracowuje i uaktualnia materiały informacyjne na temat emitenta (memorandum informacyjne); przeprowadza w imieniu i na rachunek przedsiębiorstwa dystrybucję papierów wartościowych,
- agenta płatniczego – ewidencjonuje zmiany w stanie posiadania papierów komercyjnych oraz wykonuje operacje związane z rozpoczęciem i wykupem emisji – m.in. przekazuje emitentowi otrzymaną od inwestorów cenę emisyjną; realizuje płatność wartości nominalnej w dniu odkupu,
- dealera – dokonuje plasowania papierów komercyjnych na rynku pierwotnym oraz odpowiada za utrzymanie płynności w obrocie wtórnym,
- depozytariusza - prowadzi rejestr posiadaczy papierów komercyjnych oraz wystawia kwity lub świadectwa depozytowe stwierdzające prawo ich własności; dokonuje obsługi przeniesienia praw z papierów komercyjnych w obrocie wtórnym<sup>47</sup>.

Należy zaznaczyć, że oprócz wymienionych powyżej funkcji bank może pełnić również rolę maklera rynkowego, czyli zajmować się organizacją rynku wtórnego poprzez podawanie cen kupna i sprzedaży papierów wartościowych. Ponadto bank może realizować funkcję subemitenta, która polega na określeniu w umowie emisyjnej limitu, tj. granicy, do której bank będzie nabywał krótkoterminowe papiery dłużne. Za określoną opłatą agent emisji, czyli bank może również podjąć się pełnienia funkcji gwaranta, czyli zobowiązać się do uplasowania na rynku

---

<sup>46</sup> S. Solarz, *Rating – nowe słowo i nowe zjawisko w bankowości i finansach*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 8, s. 14.

<sup>47</sup> A. Dulian, op. cit., s. 55.

wyemitowanych przez przedsiębiorstwo transz<sup>48</sup>. W takiej sytuacji mamy do czynienia z gwarantowaniem emisji (*underwriting*), które, co należy podkreślić, nie powinno być utożsamiane z przejęciem przez agenta odpowiedzialności finansowej za zobowiązania emitenta. Ponadto program emisji może być wsparty przez bank linią kredytową, która ma na celu utrzymanie płynności finansowej emitenta, w przypadku uzyskania niewystarczającej ilości środków z emisji, na skutek braku dostatecznego popytu ze strony inwestorów. Agent emisji może również uruchomić program z gwarancją wykupu emisji w sytuacji przejściowych kłopotów finansowych emitenta, który nie wywiąże się terminowo z zapłaty za papiery komercyjne przedstawione mu do wykupu<sup>49</sup>. Warto zaznaczyć, że jedna konstrukcja programu emisji nie wyklucza innej, zatem mogą być one ze sobą łączone.

## **2. Aktywność banków na polskim rynku krótkoterminowych papierów dłużnych**

Początki rozwoju polskiego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych datuje się od roku 1992. W początkowym etapie jego funkcjonowania podstawą prawną emisji papierów komercyjnych było prawo wekslowe<sup>50</sup> oraz kodeks cywilny<sup>51</sup>. W 1995 roku wprowadzono ustawę o obligacjach, która stała się trzecią, lecz zarazem najczęściej wykorzystywaną wykładnią wielu późniejszych emisji papierów dłużnych<sup>52</sup>. Pierwszymi emitentami papierów komercyjnych były przede wszystkim spółki notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych oraz duże niepubliczne przedsiębiorstwa o dobrej kondycji finansowej. Należy podkreślić, że powszechny obowiązek spółek giełdowych odnośnie do bieżącego publikowania informacji dotyczących ich działalności, zmniejszył ryzyko niespłacenia emisji papierów komercyjnych, dlatego też banki w głównej mierze przeprowadzały emisje dla tej kategorii przedsiębiorstw<sup>53</sup>. Prekursorem polskiego rynku krótkoterminowych papierów dłużnych był Polski Bank Rozwoju SA, który w roku 1992 zorganizował siedem emisji bonów komercyjnych o wartości nominalnej 34,6 mln złotych, w tym

---

<sup>48</sup> S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty, Innowacje, Perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006, s. 100.

<sup>49</sup> J. Onoszko, *Rynek krótkoterminowych...*, op. cit., s. 114.

<sup>50</sup> Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 roku Prawo wekslowe, Dz. U. 1936, nr 37, poz. 282 z późn. zm.

<sup>51</sup> Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, Dz. U. 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.

<sup>52</sup> Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, Dz. U. 1995, nr 83, poz. 420 z późn. zm.

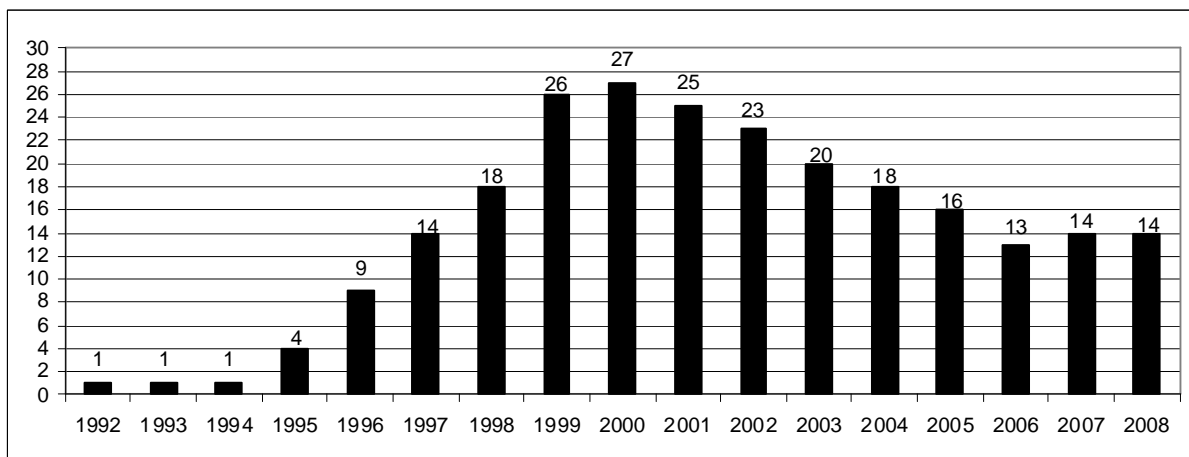
<sup>53</sup> S. Antkiewicz, *Rozwój rynku papierów komercyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 9, s. 28.

pierwszą emisję dla spółki Próchnik SA<sup>54</sup>. Do końca roku 1995 bank ten był liderem, przeprowadzając 229 emisji na łączną sumę 1,1 mld złotych. W 1994 roku do grupy agentów emisji papierów komercyjnych dołączyli ING Bank Warszawa oraz Citibank Polska. W tym samym roku pierwszy ze wskazanych dealerów zorganizował emisję dla spółek z udziałem kapitału zagranicznego takich jak: Pepsico, Lever, Fiat, AGA Gaz, zaś drugi dla firm Tchibo i Henkel. Warto dodać, że najczęściej stosowanym zabezpieczeniem wykupu wyemitowanych papierów komercyjnych przez tego typu emitentów stały się gwarancje ich spółek-matek<sup>55</sup>. W 1995 roku papiery komercyjne wyemitowała Fabryka Elektrolitów z Pszczyny, jako pierwsze przedsiębiorstwo nie notowane na giełdzie i niebędące filią spółki zagranicznej.

W drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych, jak obrazuje rysunek nr 2, liczba organizatorów emisji papierów komercyjnych szybko wzrastała. W 1996 roku w roli agentów emisji zadebiutowały banki wydzielone w 1989 roku ze struktury Narodowego Banku Polskiego: Bank Śląski SA, Bank Gdański SA, Bank Przemysłowo-Handlowy SA oraz Powszechny Bank Kredytowy SA. Nasilająca się konkurencja spowodowała zintensyfikowanie działań agentów emisji w aktywnej promocji usług w specjalistycznej prasie finansowej oraz wymusiła uatrakcyjnienie warunków emisji, poprzez m.in. zmniejszenie kosztów i czasu jej organizacji, celem przyciągnięcia jak największej liczby potencjalnych klientów<sup>56</sup>.

Rysunek nr 2

**Liczba organizatorów emisji KPD w latach 1992 – 2008**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: M. Matyjasik, *Nierozwinięte papiery*, „Bank” 2005, nr 5, s. 26; *Podsumowanie IV kwartału 2008 i roku 2008 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2009, s. 1.

<sup>54</sup> K. Marecki, *Podstawy finansów*, PWE, Warszawa 2008, s. 217.

<sup>55</sup> J. Onoszko, op. cit., s. 116.

<sup>56</sup> S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych...*, op. cit., s. 104.

Jak wynika z rysunku nr 2, liczba organizatorów emisji papierów komercyjnych dynamicznie wzrastała do roku 2000, w którym to liczba agentów obsługujących rynek ukształtowała się na poziomie 27. Od tego roku liczba banków – dealerów emisji systematycznie spadała, co m.in. było rezultatem postępującej koncentracji sektora bankowego (m.in. w 2001 roku nastąpiły fuzje Banku Handlowego SA z Citibankiem Poland SA, WBK SA z Bankiem Zachodnim SA oraz ING Barings z Bankiem Śląskim SA)<sup>57</sup>. Ponadto należy dodać, iż utrzymujące się w 2002 roku spowolnienie wzrostu gospodarczego w Polsce wpłynęło na pogorszenie sytuacji finansowej emitentów i pojawienie się ograniczeń w możliwości pozyskania środków finansowych za pomocą emisji papierów dłużnych dla przedsiębiorstw o niższej wiarygodności kredytowej. Dodatkowo niewywiązanie się ze zobowiązań z tytułu emisji papierów komercyjnych przez kilka spółek w 2001 roku oraz informacja o bankructwie Enronu i obniżeniu ratingu kilku znaczących przedsiębiorstw spowodowały wzrost awersji do ryzyka inwestorów, którzy w takiej sytuacji w coraz większym stopniu byli zainteresowani nabywaniem papierów dłużnych mających gwarancję zagranicznych spółek-matek<sup>58</sup>. Banki natomiast bardziej zwracały uwagę na zdolność kredytową potencjalnych emitentów papierów komercyjnych, przeprowadzały wnikliwe analizy posiadanych portfeli oraz rezygnowały ze współpracy z przedsiębiorstwami, których sytuacja finansowa budziła obawy<sup>59</sup>.

Pod koniec 2007 roku 13,8 mld zadłużenie z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw obsługiwało 14 banków mających stabilną pozycję w sektorze bankowości – tyle samo, ile było niezbędne do obsługi sześciokrotnie mniejszego zadłużenia, które odnotowano w roku 1997. Jak obrazuje rysunek nr 3, w 2007 roku 6 największych banków, pod względem wartości zadłużenia z tytułu emisji, kontrolowało łącznie ponad 84% udziałów w tym segmencie rynku nieskarbowych papierów dłużnych. Do grona tych banków należały: Pekao SA, BRE Bank, ING Bank Śląski, Bank Handlowy, Societe Generale i ABN

---

<sup>57</sup> J. Onoszko, *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) w Polsce i krajach wysokorozwiniętych*, Materiały i Studia NBP, Zeszyt nr 183, Warszawa 2004, s. 10.

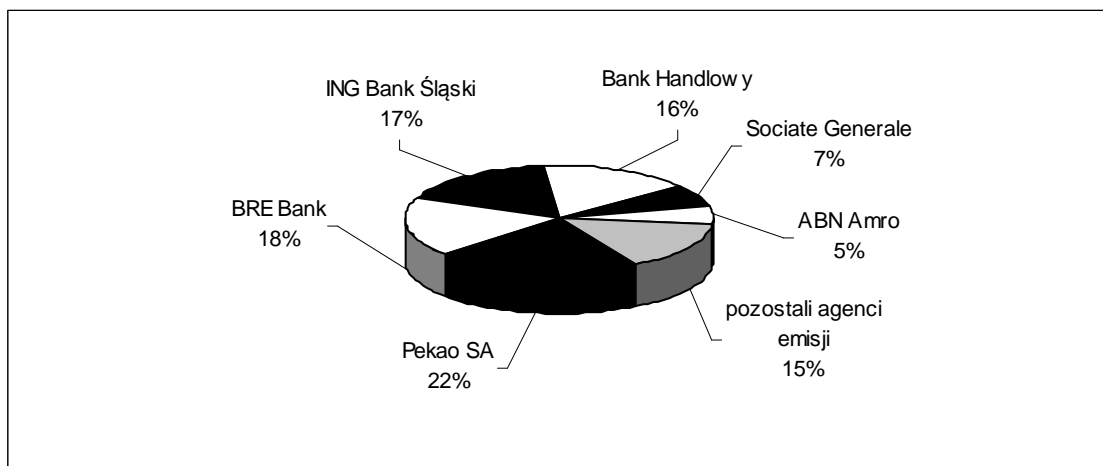
<sup>58</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl, 10.02.2009.

<sup>59</sup> J. Onoszko, *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw...*, op. cit., s. 39.

Amro<sup>60</sup>. Warto zaznaczyć, że w 2007 roku w wyniku fuzji włoskiej grupy UniCredito Italiano oraz niemieckiej grupy HVB, nastąpiło włączenie w struktury Banku Pekao SA wyodrębnionej części Banku BPH. W rezultacie Bank Pekao SA przejął klientów, którym Bank BPH organizował emisję papierów komercyjnych, stając się tym samym jednym z czołowych agentów emisji na rynku<sup>61</sup>.

Rysunek nr 3

**Udział poszczególnych banków w organizacji emisji KPD w 2007 roku  
(według kwot zadłużenia na koniec grudnia 2007)**



Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Podsumowanie IV kwartału 2007 i 2007 roku na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2008, s. 3.

W 2008 roku, podobnie jak w roku poprzednim, przedsiębiorstwo, które było zainteresowane pozyskaniem środków finansowych za pomocą emisji krótkoterminowych papierów dłużnych mogło wybrać ofertę spośród pakietu usług finansowych oferowanych przez 14 działających na polskim rynku finansowym banków pełniących rolę agentów emisji. Warto przy tym zaznaczyć, że przy wyborze potencjalnego dealera przedsiębiorstwo powinno dokładnie przeanalizować liczbę obsługiwanych przez niego klientów, liczbę zorganizowanych emisji oraz łączną sumę uplasowanych na rynku transz. W kwestii prowizji istotne znaczenie odgrywa nie tylko jej wysokość, lecz również możliwość jej zapłaty w ratach. Ponadto należy zwrócić uwagę na sieć dystrybucji danego agenta oraz zorientować się do jakiej wielkości przedsiębiorstw kieruje on swoją ofertę, gdyż niektórzy dealerzy specjalizują się wyłącznie w obsłudze dużych koncernów<sup>62</sup>.

<sup>60</sup> *Podsumowanie IV kwartału 2007 i 2007 roku na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2008, s. 3.

<sup>61</sup> *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 roku*, Narodowy Bank Polski, www.nbp.pl, 10.02.2009.

<sup>62</sup> S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych...*, op. cit., s. 104.

W tabeli nr 1 zaprezentowano statystyki obrazujące zaangażowanie poszczególnych banków, jako organizatorów emisji na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych w grudniu 2008.

Tabela nr 1

**Zaangażowanie banków na rynku KPD w Polsce w okresie 1.12.2008 – 31.12.2008**

Pozycja pod względem wartości zadłużenia	Agent emisji	Zadłużenie w mln zł	Procentowy udział w wartości zadłużenia	Wartość emisji w mln zł	Liczba wyemitowanych transz	Procentowy udział w wartości emisji
1	Bank Handlowy	4177,6	31,32	4715,0	109	42,00
2	ING BSK	2583,0	19,37	1993,9	32	17,76
3	Pekao	1606,2	12,04	1385,3	43	12,34
4	BRE Bank	1559,9	11,70	855,0	32	7,62
5	PKO BP	1060,3	7,95	524,8	4	4,67
6	Raiffeisen Bank	458,0	3,43	162,7	25	1,45
7	Sociate Generale	454,8	3,41	476,8	11	4,25
8	Rabobank	444,4	3,33	414,4	1	3,69
9	ABN Amro	402,7	3,02	242,7	9	2,16
10	BZ WBK	184,7	1,38	106,8	7	0,95
11	Bank DnB Nord	164,3	1,23	122,0	28	1,09
12	Nordea Bank	140,0	1,05	140,0	1	1,25
13	Bank Millenium	58,0	0,43	58,0	1	0,52
14	WestLB	36,7	0,28	27,0	7	0,24
15	Kredyt Bank	6,1	0,05	2,0	1	0,02
16	BGK	0,0	0,00	0,0	0	0,00
	<b>Suma</b>	<b>13336,7</b>	<b>100</b>	<b>11226,4</b>	<b>311</b>	<b>100</b>

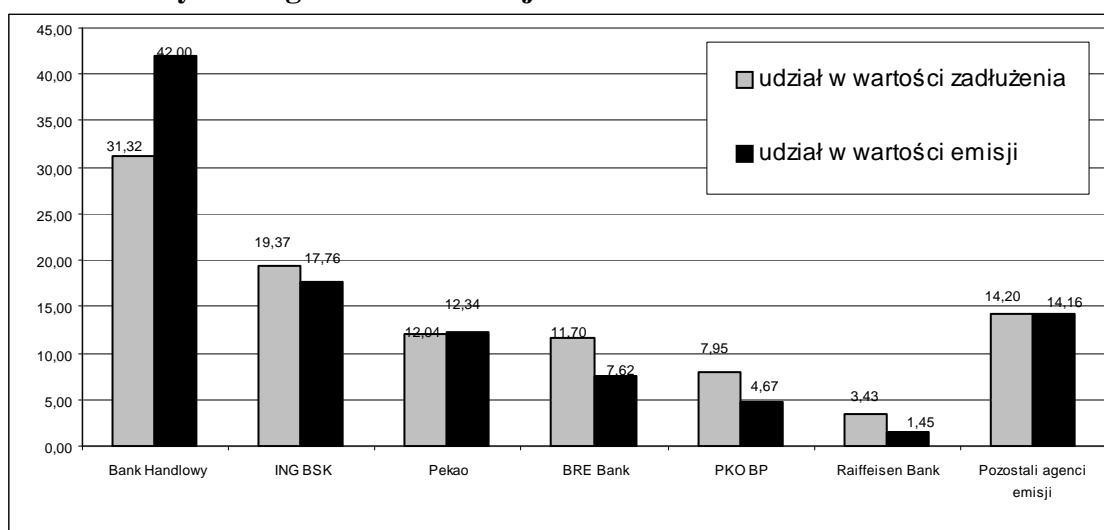
Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Ostrowska, *Kryzys odbija się na obligacjach firm*, „Rzeczpospolita” z 19.01.2009, nr 15.

Należy zaznaczyć, że dokonując analizy aktywności działających na rynku agentów emisji szczególny nacisk położono na wskaźnik przedstawiający procentowy udział w rynku pod względem wartości zadłużenia z tytułu papierów komercyjnych obsługiwanych podmiotów. Zaobserwowano bowiem, iż inny parametr pokazujący procentowy udział w rynku pod względem wielkości emisji dokonanych w określonym czasie charakteryzuje się dużą zmiennością, z uwagi na różnice w zapotrzebowaniu na środki finansowe w poszczególnych okresach<sup>63</sup>. Oba wskaźniki prezentuje rysunek nr 4.

<sup>63</sup> Ibidem, s. 108.



### Udział w rynku organizatorów emisji KPD w okresie 1.12.2008 – 31.12.2008



Źródło: opracowanie własne na podstawie: K. Ostrowska, *Kryzys odbija...*, op. cit.

Na koniec grudnia 2008 roku na pozycji lidera pod względem wartości zadłużenia z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych obsługiwanych podmiotów znalazł się Bank Handlowy z 31,3% udziałem, przed ING BSK z 19,8% udziałem oraz Pekao z 12% udziałem. Na kolejnych miejscach uplasowały się odpowiednio: BRE Bank (11,7%), PKO BP (7,9%) oraz Raiffeisen Bank (3,4%). Wymienione sześć banków posiadało aż 85,8% udziałów. Statystyki te świadczą o dużej koncentracji tego segmentu rynku papierów dłużnych - pozostałych ośmiu udziałowców kontrolowało bowiem łącznie zaledwie 14,2% zadłużenia z tytułu emisji krótkoterminowych papierów dłużnych.

W 2008 roku m.in. Bank Pekao SA podpisał umowy na zorganizowanie programów emisji krótkoterminowych papierów dłużnych z kolejowym przewoźnikiem towarowym PCC Rail o wartości 18,5 mln złotych, z giełdową spółką GTC na kwotę 700 mln złotych oraz z Zakładem Urządzeń Komputerowych Elzab o wartości 30 mln złotych. Ponadto Bank Handlowy przeprowadził emisję papierów krótko i średnioterminowych dla spółki CP na kwotę 500 mln złotych oraz wraz z ABN Amro i ING Bankiem Śląskim zorganizował program emisji o wartości 2 mld złotych dla EFG Eurobank Ergasias oddział w Polsce. W październiku 2008 roku Bank DnB Nord zawarł umowę na program emisji papierów komercyjnych o wartości 5 mln złotych ze spółką Stormm, natomiast ABN Amro podpisał umowę na przeprowadzenie programu emisji w wysokości 300 mln złotych z firmą American

Restaurants<sup>64</sup>. Z kolei w listopadzie 2008 roku dwa nowe programy emisji krótkoterminowych papierów dłużnych o wartości 15,7 mln złotych podpisał bank BZ WBK. Odnotować należy jednak fakt, iż większość nowych programów emisji papierów komercyjnych miała niską wartość, a zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji w ostatnich miesiącach 2008 roku uległo zmniejszeniu, co niewątpliwie było konsekwencją globalnego kryzysu finansowego, który wyraźnie odbił się na polskim rynku papierów dłużnych.

### **3. Wpływ kryzysu finansowego na rynek krótkoterminowych papierów dłużnych**

W ostatnich trzech miesiącach 2008 roku zaobserwowano mniejsze zainteresowanie przedsiębiorstw pozyskiwaniem środków finansowych za pomocą emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, na które spadł również popyt ze strony inwestorów. Na koniec listopada 2008 roku zadłużenie przedsiębiorstw z tytułu emisji papierów komercyjnych spadło o prawie 10% w stosunku do wartości odnotowanej na koniec października i wyniosło 12,1 mld złotych<sup>65</sup>. Przyczyną takiego stanu rzeczy był fakt, iż na polskim rynku finansowym zaczęły być odczuwalne skutki kryzysu finansowego w USA, w wyniku którego m.in. spadło zaufanie przedsiębiorstw do banków, których aktywność na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych uległa obniżeniu. Znacznie zmniejszyła się liczba emitentów papierów komercyjnych, których zniechęciły wysokie koszty uzyskanego w ten sposób finansowania – firmy, które zdecydowały się przeprowadzić emisję zmuszone były do zaoferowania większych marż w celu przyciągnięcia inwestorów. Instytucje finansowe bowiem na skutek utraty zaufania do siebie nawzajem zaczęły pożyczać sobie mniej i drożej. Dodatkowo instytucje zagraniczne, które są właścicielami większości polskich banków zaczęły ograniczać ich finansowanie. Rezultatem tego stało się dążenie banków do pozyskiwania środków finansowych na lokalnym rynku, na co coraz częstszym sposobem okazywała się emisja obligacji bankowych. Warto zaznaczyć, że na koniec trzeciego kwartału 2008 roku wartość rynku obligacji banków o terminie zapadalności powyżej 365 dni wyniosła 12,6 mld złotych, co oznacza, że w stosunku do wartości odnotowanej na koniec drugiego kwartału 2008

---

<sup>64</sup> K. Ostrowska, *Nie ma chętnych na papiery firm*, „Rzeczpospolita” z 13.11.2008, nr 265.

<sup>65</sup> K. Ostrowska, *Coraz niższe zadłużenie firm*, „Rzeczpospolita” z 10.12.2008, nr 288.

roku zwiększyła się o 6,7%, natomiast w skali roku wzrosła o 53,8%<sup>66</sup>. Należy podkreślić, iż płacone przez banki marże stawały się coraz wyższe - w sierpniu 2008 roku znacznie przekroczyły 100 pkt. bazowych - wobec czego przedsiębiorstwa emitujące papiery komercyjne lub obligacje musiały liczyć się z większym kosztem emisji, gdyż chcąc pozyskać inwestorów należało zaoferować im wyższe marże, w stosunku do tych, które mogliby otrzymać w przypadku ulokowania nadwyżek finansowych w obligacje banków. W październiku 2008 roku marże na krótkoterminowych papierach dłużnych zawierały się w przedziale od 200 do 300 pkt.<sup>67</sup>, podczas gdy przed kryzysem wynosiły zaledwie kilkadziesiąt punktów bazowych. Analitycy rynku podkreślają, że nie należy oczekiwać spadku marż, które z pewnością nie powrócą do poziomów istniejących przed kryzysem finansowym. Jednocześnie nie powinien nastąpić dalszy, gwałtowny ich wzrost. Z kolei nabywcy papierów komercyjnych stali się bardziej ostrożni, a tym samym skłonni do inwestycji tylko w wysoko dochodowe i bezpieczne papiery – lokowali posiadane nadwyżki finansowe głównie w bezpieczne obligacje skarbowe oraz w krótkoterminowe papiery dłużne o wysokim ratingu.

### **Podsumowanie**

Banki odgrywają kluczową rolę w procesie emisji krótkoterminowych papierów dłużnych, która bez ich udziału nie mogłaby dojść do skutku. Na koniec grudnia 2008 roku sześć banków posiadało 85,8% udział w rynku pod względem wartości zadłużenia z tytułu emisji papierów komercyjnych, co świadczy o jego dużej koncentracji. Niestety w ostatnich miesiącach roku 2008 aktywność banków oraz innych uczestników rynku papierów dłużnych została zahamowana na skutek kryzysu w USA, którego konsekwencje zaczęły być również odczuwalne na polskim rynku finansowym. Popyt na papiery komercyjne spadł, mimo że przedsiębiorstwa podnosiły marże w celu przyciągnięcia inwestorów. Brak zaufania do banków widoczny był również w działaniach firm, które ograniczały emisję ze względu na rosnące jej koszty. Pogłębienie kryzysu gospodarczego może oznaczać kontynuowanie niekorzystnych tendencji obserwowanych w ostatnim kwartale 2008 roku. Zatem dalszy rozwój rynku papierów komercyjnych oraz jego tempo będzie uzależnione od ogólnej kondycji polskiej gospodarki. W przyszłości, gdy sytuacja na

---

<sup>66</sup> A. Okrański, *Banki górą*, „Gazeta Bankowa” 2008, nr 46, s. 34.

<sup>67</sup> K. Ostrowska, *Mało chętnych na obligacje firm*, „Rzeczpospolita” z 11-12.10.2008, nr 239.

rynkach finansowych ustabilizuje się, można przypuszczać, że widoczna obecnie tendencja zmniejszania się wartości kredytów dla przedsiębiorstw zostanie utrzymana, wobec czego banki w większym zakresie zaangażują się w usługę organizowania emisji papierów wartościowych dla firm poszukujących alternatywnych źródeł finansowania.

## **Bibliografia**

- 1) Antkiewicz S., *Rozwój rynku papierów komercyjnych*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2003, nr 9.
- 2) Antkiewicz S., *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce. Instrumenty, Innowacje, Perspektywy*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006.
- 3) Dulian A., *Papier komercyjny jako instrument pozyskiwania środków finansowych*, „Bank i Kredyt” 2004, nr 1.
- 4) *Finanse*, red. J. Zarzecki, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Ekonomicznej w Białymstoku, Białystok 2003.
- 5) Marecki K., *Podstawy finansów*, PWE, Warszawa 2008.
- 6) Matyjasik M., *Nierozwinięte papiery*, „Bank” 2005, nr 5.
- 7) Okrasiński A., *Banki górą*, „Gazeta Bankowa” 2008, nr 46.
- 8) Onoszko J., *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw (KPDP) w Polsce i krajach wysokorozwiniętych*, Materiały i Studia NBP, Zeszyt nr 183, Warszawa 2004.
- 9) Onoszko J., *Rynek krótkoterminowych papierów dłużnych w Polsce*, „Bank i Kredyt” 2003, nr 4.
- 10) Ostrowska K., *Coraz niższe zadłużenie firm*, „Rzeczpospolita” z 10.12.2008, nr 288.
- 11) Ostrowska K., *Kryzys odbija się na obligacjach firm*, „Rzeczpospolita” z 19.01.2009, nr 15.
- 12) Ostrowska K., *Mało chętnych na obligacje firm*, „Rzeczpospolita” z 11-12.10.2008, nr 239.
- 13) Ostrowska K., *Nie ma chętnych na papiery firm*, „Rzeczpospolita” z 13.11.2008, nr 265.
- 14) *Podsumowanie IV kwartału 2007 i 2007 roku na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2008.

- 15) *Podsumowanie IV kwartału 2008 i roku 2008 na rynku nieskarbowych instrumentów dłużnych w Polsce*, FitchRatings, Warszawa 2009.
- 16) *Rozwój systemu finansowego w Polsce w latach 2002–2003*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).
- 17) *Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2007 roku*, Narodowy Bank Polski, [www.nbp.pl](http://www.nbp.pl).
- 18) Solarz S., *Rating – nowe słowo i nowe zjawisko w bankowości i finansach*, „Bank i Kredyt” 1996, nr 8.
- 19) Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 roku Prawo wekslowe, Dz. U. 1936, nr 37, poz. 282 z późn. zm.
- 20) Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, Dz. U. 1964, nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- 21) Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, Dz. U. 1995, nr 83, poz. 420 z późn. zm.