

Piotr Zapadka

Bankowość inwestycyjna państwa



Piotr Zapadka

Doktor nauk prawnych Uniwersytetu Warszawskiego, Prodziekan Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego, wykładowca polskich uczelni publicznych, autor prac naukowych, pracował m.in. dla kancelarii prawnych, firm konsultingowych, Narodowego Banku Polskiego (doradca Prezesa NBP), nadzoru bankowego oraz Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA.

State (Public) Investment Banking

The business activity called "investment banking" is in communis opinio classified as private law area, owing to the fact that this scope of activity is mainly conducted by private entities. However, current anti-crisis efforts taken by the States and various public financial institutions, allows us to ask the fundamental question related to existence or not existence of business activity called "State (public) investment banking", which is based on public law rules. Unlike the widespread private investment banking business area, the main activity which could be taken by state (public) investment banking entities is the organization of the process of financing the public expenses by using the capital market instruments. In addition, the State is also obliged to regulate the financial liquidity mechanism, especially in the banking sector, on the basis of credit instruments and capital market instruments. In both cases, the final effect of such activities is not strictly connected with obtaining the profits (gains), but is rather connected with improving the mechanism of public finance area, public budget and financial system stability. Under the Polish law, mentioned public functions and duties are executed by the National Bank of Poland, the Ministry of Finance and state-owned banks. The idea of "State (public) investment banking" can be also treated as an example of using the private law mechanism and institution in the public law area, what is typical for present financial markets.

Działalność określana mianem bankowości inwestycyjnej jest *in communis opinio* uznana za domenę sfery prywatnoprawnej, z tej racji, iż prowadzą ją podmioty (przedsiębiorcy) w formule zarobkowej działalności gospodarczej. Jednak współczesne zmagania ze światowym kryzysem finansowym pozwalają na zadanie pytania, czy istnieje pewna sfera aktywności państwa, którą można określić jako „bankowość inwestycyjna państwa”, a jeśli odpowiedź na to pytanie byłaby twierdząca, jakie

funkcje można tego rodzaju aktywności przypisać.

I. Bankowość inwestycyjna

Chcąc odnieść się do prezentacji tytułowego zagadnienia, w pierwszej kolejności należy zdefiniować pojęcie oraz funkcje bankowości inwestycyjnej, ze szczególnym podkreśleniem różnic pomiędzy tego rodzaju aktywnością a tradycyjną działalnością depozytowo-kredytową banków.

Ujmując prezentowane zagadnienie w pewnym uproszczeniu, wskazać należy, iż działalność depozytowo-kredytowa banków oparta jest na zgromadzonej przez banki bazie depozytowej oraz dokonywanej na jej podstawie tzw. wtórnej kreacji pieniądza banko-

Uwzględniając przywołane kryterium źródeł pochodzenia i przeznaczenia wykorzystywanych zasobów pieniężnych, usystematyzujemy, iż prowadzenie działalności bankowości inwestycyjnej w ujęciu *stricte* inwestycyjnym (lokacyjnym) opierać się może zarówno na:

...istota bankowości inwestycyjnej polega na niekorzystaniu przez podmioty prowadzące tego rodzaju aktywność ze zgromadzonej bazy depozytowej, co zastąpione jest ścisłym „przyporządkowaniem” powierzanych środków i ich przeznaczaniem na określony cel inwestycyjny, albo korzystaniu ze środków własnych (np. zysk banku) niestanowiących bazy depozytowej powierzonej przez klientów banku pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym.

wego, która pozwala na zdematerializowany obrót jednostkami pieniężnymi (np. polecenia przelewu i polecenia zapłaty) zapisanymi na rachunkach bankowych oraz udzielaniu przez banki finansowania (kredyty, pożyczki) lub refinansowania (gwarancje, poręczenia, akredytywy). W tym znaczeniu bank, prowadząc działalność depozytowo-kredytową, „korzysta” z powierzonych mu przez klientów środków pieniężnych – dla celów prowadzenia zarobkowej działalności bankowej.

Tymczasem istota bankowości inwestycyjnej polega na niekorzystaniu przez podmioty prowadzące tego rodzaju aktywność ze zgromadzonej bazy depozytowej, co zastąpione jest ścisłym „przyporządkowaniem” powierzanych środków i ich przeznaczaniem na określony cel inwestycyjny, albo korzystaniu ze środków własnych (np. zysk banku) niestanowiących bazy depozytowej powierzonej przez klientów banku pod jakimkolwiek tytułem zwrotnym.

(i) *środkach własnych* podmiotu prowadzącego taką działalność, jak i

(ii) *środkach powierzonych przez klientów* takiego podmiotu z przeznaczeniem

na jasno zdefiniowany cel inwestycyjny.

O ile pierwszy z rodzajów działalności można zaklasyfikować do zarobkowej działalności gospodarczej, której skutki (rezultaty) obciążają bezpośrednio prowadzący taką działalność podmiot, który w ten sposób ponosi *ryzyko własne* prowadzonej działalności, o tyle szczególna troska prawodawcy dostrzegana jest w kształcie regulacji o charakterze reglamentacyjnym i ostrożnościowym, które odnoszą się do drugiego ze wskazanych rodzajów działalności, co głównie wynika z faktu obciążania *ryzykiem inwestycyjnym* środków pieniężnych powierzonych przez klientów instytucji finansowych.

Przy tej okazji niezbędne jest również podkreślenie, iż kolejnym kluczowym rozróżnieniem umożli-

wiającym przeciwstawienie tradycyjnej bankowości depozytowo-kredytowej i bankowości inwestycyjnej jest wskazanie, jakiego rodzaju ryzyko wiąże się z określoną aktywnością, a także czy klienci instytucji finansowych (w ujęciu schematycznym) akceptują, czy też nie akceptują występującego ryzyka związanego z przeprowadzonymi czynnościami.

O ile bowiem w tradycyjnej działalności depozytowo-kredytowej klient banku nie akceptuje ryzyka związanego z powierzonymi depozytami i posiada roszczenie o zwrot pełnej powierzonej sumy, powiększonej o należne pożytki prawa (odsetki), o tyle w ramach świadczenia usług bankowości inwestycyjnej klient *ab initio* akceptuje występowanie ryzyka inwestycyjnego, związanego z dokonywanymi operacjami (czynnościami) o inwestycyjnej naturze.

II. Bankowość inwestycyjna państwa

Po dokonaniu stosownego wprowadzenia należy podjąć próbę przyporządkowania wskazanych rodzajów usług bankowości inwestycyjnej do określonych obszarów działalności państwa, z uwzględnieniem wszelako odmiennego charakteru zadań realizowanych przez państwo.

Tytułowa bankowość inwestycyjna państwa ze swej istoty nie może polegać na świadczeniu wyspecjalizowanych usług finansowych związanych z procesem pozyskiwania kapitału, ponieważ państwo nie prowadzi działalności usługowej na rzecz klientów, zaś obszary aktywności w omawianym zakresie dotyczą realizacji zadań publicznoprawnych.

Konsekwentnie, nie jest także możliwe uznanie, iż państwo podejmuje pośrednią lub bezpośrednią dzia-

...jedynym obszarem wyróżnionym jako usługa bankowości inwestycyjnej, który mógłby zostać zaklasyfikowany do tytułowej bankowości inwestycyjnej państwa, jest organizowanie finansowania podmiotów przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego.

Zważywszy na powyższe, możliwym jest wyróżnienie następujących obszarów bankowości inwestycyjnej¹:

- (i) wykonywanie przez podmioty bankowe wyspecjalizowanych usług finansowych związanych z procesem pozyskiwania kapitału,
- (ii) dokonywanie bezpośrednich lub pośrednich inwestycji kapitałowych na podstawie środków pieniężnych powierzonych przez klientów na określony cel inwestycyjny,
- (iii) organizowanie finansowania podmiotów przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego.

łałność inwestycyjną (lokacyjną) na rachunek klientów, na podstawie środków pieniężnych powierzonych przez klientów na określony cel inwestycyjny.

W takim kontekście jedynym obszarem wyróżnionym powyżej jako usługa bankowości inwestycyjnej, który mógłby zostać zaklasyfikowany do tytułowej bankowości inwestycyjnej państwa, jest organizowanie finansowania podmiotów przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego.

Innymi słowy, tylko w kontekście realizowania przez państwo zadań w odniesieniu do organizowania finansowania działalności określonych podmiotów, możliwe jest wskazywanie na aktywność, którą można definiować jako bankowość inwestycyjną państwa.

¹ P. Zapadka, *Usługi bankowości inwestycyjnej*, Warszawa 2012, s. 103.

Współczesny kryzys gospodarczy, który rozpoczął się amerykańskim kryzysem *subprime* z 2008 r., postawił przez państwami nowoczesnych gospodarek wolnorynkowych, do których można również zaliczyć rodzimą gospodarkę, szereg wyzwań.

W pierwszym etapie tego kryzysu, w którym pojawiły się zagrożenia dla płynności na rynku finansowym, powodowane tzw. kryzysem zaufania pomiędzy instytucjonalnymi uczestnikami obrotu na tym rynku, państwo zobowiązane było do zapewnienia zasilenia gospodarki w zasoby pieniężne, ze szczególnym uwzględnieniem systemu bankowego. Przywołany kryzys zaufania powodował bowiem, iż bankowi uczestnicy obrotu na rynku finansowym nie dokonywali transakcji o pożyczkowej naturze na tzw. rynku międzybankowym, co skutkowało stopniowym narastaniem problemów z płynnością banków, a w dalszej kolejności problemów z obsługą zleceń klientów banków.

W takim ujęciu bankowość inwestycyjna państwa oznaczała przede wszystkim zasilanie obrotu na rynku finansowym w niezbędne zasoby pieniężne, czego skutkiem miało być podtrzymywanie wysokiego poziomu płynności tego obrotu, zagrożonego kryzysem zaufania na rynku międzybankowym.

Natomiast drugi etap kryzysu, który trwa do chwili obecnej, charakteryzuje się problemami państw o budżetowej naturze. Jest to głównie kryzys powodowany rzeczywistymi przeszkodami w pozyskiwaniu przez rządy środków pieniężnych niezbędnych dla pokrycia występujących corocznie deficytów budżetów państw (*vide* problemy ze sprzedażą państwowych papierów wartościowych, zaciąganiem pożyczek oraz z prywatyzowaniem majątku), a także kryzys narastającego długu publicznego.

Na tym drugim etapie kryzysu bankowość inwestycyjna państwa może być traktowana jako aktywność polegająca na pozyskiwaniu niezbędnych przychodów budżetu państwa, służących pokryciu deficytu dochodów nad wydatkami budżetowymi.

Reasumując, możliwe jest wskazanie, iż przywołane powyżej *organizowanie finansowania podmiotów przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego*, jako jeden z rodzajów bankowości inwestycyjnej, może być w odniesieniu do państwa rozumiane jako:

- (i) aktywne uczestnictwo w organizowaniu finansowania i zapewnianiu płynności na rynku międzybankowym; oraz
- (ii) organizowanie (pozyskiwanie) finansowania dla potrzeb zaspokojenia interesu ogółu, wyrażonego po stronie wydatkowej budżetu państwa.

Warte wszelako podkreślenia jest, iż w obu wskazanych powyżej przypadkach działalność państwa w zakresie organizowania finansowania podmiotów odbywa się przy użyciu *instrumentów rynku kapitałowego*.

Kluczowym dla działalności państwa, tak w odniesieniu do zapewnienia płynności na rynku międzybankowym, jak i organizowania przychodów pokrywających deficyt budżetu państwa, jest *dłużny papier wartościowy*.

Dłużny papier wartościowy ucieleśnia określone w nim (inkorporowane) prawa majątkowe, które z papierem wartościowym są tak ściśle związane, że wyłącznie posiadanie tego papieru wartościowego jest jedynym prawnie skutecznym sposobem legitymacji uprawnionego do uzyskania wynikających z tego papieru wartościowego świadczeń².

W literaturze przedmiotu ten rodzaj papierów wartościowych jest także określany mianem *wierzycielskich papierów wartościowych*, co wynika z faktu, iż prawa w nich ucieleśnione stanowią wierzytelności przysługujące ich nabywcom.

Niezależnie jednak od tego, czy używane jest określenie dłużnych czy też wierzycielskich papierów wartościowych, wskazać należy, iż tego typu papiery wartościowe związane są ze stosunkami zobowiązaniowymi, inkorporującymi określoną wierzytelność oraz jednocześnie określone obowiązki (dług) emitenta³.

Jedną z wymienianych funkcji dłużnych (wierzycielskich) papierów wartościowych jest także ich *pożyczkowy charakter*. W tego typu rozumieniu, które właściwe jest przede wszystkim dla literatu-

² Tak m.in. I. Weiss, *Obligacje* (w:) A. Szumański (red.), *Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego*, t. 19, Warszawa 2006, s. 374.

³ Więcej na temat papierów wartościowych związanych ze stosunkami zobowiązaniowymi P. Machnikowski (w.), E. Gniewek (red.), *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2006, s. 1385.

ry ekonomicznej, papiery wartościowe stanowią *sui generis* formę pożyczki kapitałowej na określony czas, po upływie którego podlega ona zwrotowi podmiotowi udzielającemu tej „pożyczki”, wraz z odpowiednim oprocentowaniem należnym z tytułu czasowego korzystania ze środków pieniężnych przez emitenta papieru wartościowego⁴.

W przypadku emisji papierów wartościowych przez Narodowy Bank Polski, które realizują zadania bankowości inwestycyjnej państwa w odniesieniu do obszaru zapewnienia płynności na rynku międzybankowym, funkcjonalnym celem takiego mechanizmu będzie pozyskanie nadwyżki środków pieniężnych znajdujących się w posiadaniu banków krajowych, tak aby poprzez ograniczenie nadpłynności sektora bankowego umożliwić skuteczną realizację polityki pieniężnej banku centralnego.

Emisja dłużnego papieru wartościowego przez NBP jest w tym przypadku zobowiązaniem się emitenta (NBP) do wykupu papieru wartościowego w określonym terminie, co poprzez „ściągnięcie nadwyżek finansowych” od nabywców takiego papieru wartościowego (banków krajowych) ma finalnie zniechęcać banki krajowe do wzrostu poziomu akcji kredytowej, a tym samym ograniczyć jeden z bodźców inflacyjnych⁵.

Natomiast w przypadku państwowych papierów wartościowych emitowanych przez Skarb Państwa (skarbowe papiery wartościowe), które są emanacją funkcji bankowości inwestycyjnej państwa w odniesieniu do mechanizmu organizowania przychodów pokrywających deficyt budżetu państwa, ich dłużny charakter oznacza możliwość pozyskiwania środków pieniężnych dla potrzeb realizacji (finansowania) określonych zadań publicznych, jeśli wydatki budżetów publicznych swoją wartością przekraczają uzyskiwane dochody i występuje rzeczywista potrzeba pokrycia deficytu budżetowego⁶.

W takim ujęciu dłużne papiery wartościowe są jednym z instrumentów zaspokajania potrzeb pożyczkowych ich emitenta, gdzie ich nabywca *de facto* kredytuje (finansuje) działalność prowadzoną przez emitenta.

Przywołana funkcja *finansowania długiem* polega na pozyskiwaniu przez emitenta tzw. kapitału zwrotnego dla potrzeb prowadzenia działalności, co powiązane jest z emisją przez emitenta dłużnych papierów wartościowych, będących potwierdzeniem określonych uprawnień nabywcy (wierzyciela) oraz zobowiązań emitenta (dłużnika). Nabywcy dłużnego papieru wartościowego przysługuje zatem wobec emitenta roszczenie o zwrot pożyczonego kapitału w wartości nominalnej w określonym terminie wykupu, co powiększone jest o wynagrodzenie za czasowe udostępnienie środków pieniężnych⁷.

W prezentowanym ujęciu określony w warunkach emisji dłużnego papieru wartościowego *termin wykupu* jest oznaczonym terminem wykonania określonego świadczenia. Natomiast należne nabywcy papieru wartościowego wynagrodzenie za korzystanie z udostępnionych środków pieniężnych jest w rozumieniu kodeksu cywilnego⁸ (dalej: k.c.) rodzajem *pożytków prawa* (art. 54 k.c.)⁹.

Pożytkami będą zatem zarówno odsetki naliczane od wartości nominalnej stanowiącej przedmiot dłużnego papieru wartościowego, jak i (alternatywnie) przewidziane w konstrukcji określonego papieru wartościowego dyskonto, umożliwiające nabycie papieru wartościowego *ab initio* po cenie niższej niż cena nominalna, z jednoczesnym zobowiązaniem się emitenta do wykupu papieru wartościowego już po cenie nominalnej.

Drugą cechą bankowości inwestycyjnej państwa (obok użycia dłużnych papierów wartościowych), charakteryzującą *organizowanie finansowania podmiotów przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego*,

4 Szerzej na ten temat W. Bień, *Rynek papierów wartościowych*, Warszawa 1997, s. 24.

5 Więcej na temat inflacji oraz polityki pieniężnej m.in. P. Zapadka, *Nauka o pieniądzu i funkcje banku centralnego* (w:) A. Nowak-Far (red.), *Finanse publiczne i prawo finansowe. Studia prawnicze*, Warszawa 2011, s. 83 i n.

6 Zob. W. Bień, *Rynek papierów wartościowych...*, s. 34.

7 Tak M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych* (w:) A. Szumański (red.), *Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego*, t. 18, Warszawa 2005, s. II–12.

8 Ustawa dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz.U. z 1964 r. Nr 16 poz. 93 z późn. zm.)

9 Szerzej na ten temat m.in. E. Gniewek (w:) *Kodeks cywilny. Komentarz*, Warszawa 2006, s. 118.

jest finalny cel tego rodzaju aktywności, którym jest *zapewnienie finansowania określonym podmiotom*.

Warto bowiem przypomnieć podnoszoną na wstępie do niniejszego artykułu tezę, iż państwo nie jest usługodawcą, który dla potrzeb prowadzenia zarobkowej działalności gospodarczej świadczy usługi na rzecz określonych klientów.

Zgoła odmiennie państwo realizuje zadania, które mogą być określane mianem tytułowej bankowości inwestycyjnej państwa, dla realizacji określonych zadań ze sfery *ius publicum*, do których wykonania jest zobowiązane choćby reżimem konstytucyjnym.

W konsekwencji: zapewnienie finansowania określonym podmiotom, na skutek aktywności w ramach bankowości inwestycyjnej państwa, wynika ze zdefi-

konywaniu omawianych zadań z zakresu bankowości inwestycyjnej państwa odgrywa bank centralny (NBP) oraz Minister Finansów.

III. Zadania banku centralnego

Jednym z posiadanych przez bank centralny *instrumentów polityki pieniężnej* jest: emitowanie i sprzedawanie przez NBP papierów wartościowych oraz sprzedawanie i kupowanie dłużnych papierów wartościowych w *operacjach otwartego rynku*.

Wskazywane są dwa podstawowe cele operacji otwartego rynku, tj. cele monetarne (czyli wpływanie na poziom rynkowych stóp procentowych) oraz cele systemowe (czyli zwiększanie efektywności działania rynku pieniężnego poprzez jego zasilanie w płynność)¹¹.

...warto zatem podkreślić rolę, jaką w wykonywaniu omawianych zadań z zakresu bankowości inwestycyjnej państwa odgrywa bank centralny (NBP) oraz Minister Finansów.

niowanych przepisami prawa zadań państwa, dotyczących następujących podmiotów:

- (i) zapewnienie płynności na rynku międzybankowym – co jest zadaniem Narodowego Banku Polskiego – dotyczy banków krajowych¹⁰;
- (ii) organizowanie przychodów pokrywających deficyt budżetu państwa – co jest zadaniem Ministra Finansów – dotyczy wszystkich bezpośrednich i pośrednich beneficjentów strony wydatkowej budżetu państwa.

Ujmując prezentowane zagadnienie od strony instytucjonalnej, warto zatem podkreślić rolę, jaką w wy-

W świetle współcześnie występujących turbulencji na światowych rynkach finansowych, wywołanych amerykańskim kryzysem *subprime* w 2008 r., a także z uwagi na tematykę niniejszego artykułu, na szczególne uwzględnienie zasługuje drugi ze wskazanych powyżej celów operacji otwartego rynku.

Na tej bowiem podstawie bank centralny korzysta ze sposobności zasilania w płynność większej ilości banków komercyjnych, które w czasach ograniczonego zaufania i niepewności rynkowej mają zauważalne kłopoty z pożyczaniem środków pieniężnych na rynku międzybankowym.

Operacje otwartego rynku są zatem transakcjami dokonywanymi bezpośrednio pomiędzy bankiem centralnym i bankami komercyjnymi, których przedmiotem są najczęściej albo dłużne papiery warto-

¹⁰ Zgodnie z art. 4 ust. 1 pkt 1 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo bankowe (Dz.U. Nr 140, poz. 939; dalej: pr. bank.), *bank krajowy* oznacza bank mający siedzibę na terenie Rzeczypospolitej Polskiej (w związku z art. 12 pr. bank., który stanowi, iż banki mogą być tworzone jako banki państwowe, banki spółdzielcze lub banki w formie spółek akcyjnych).

¹¹ Szerzej na temat istoty operacji otwartego rynku m.in. C. Kosikowski, E. Ruśkowski (red.), *Finanse publiczne i prawo finansowe*, Warszawa 2003, s. 247.

ściowe emitowane przez NBP, albo dłużne papiery wartościowe emitowane przez banki. Warto dodać, iż operacje otwartego rynku, choć stanowią bardzo istotny element realizacji polityki pieniężnej, nie doczekały się kompleksowego uregulowania na poziomie ustawowym¹².

Do takich operacji należą przede wszystkim *transakcje repo* (ang. *repurchase agreement*), które polegają na zakupie przez bank centralny od banków komercyjnych papierów wartościowych z jednoczesną umową odsprzedaży tych papierów w uzgodnionym terminie. Dochodowość, a tym samym atrakcyjność dla banków komercyjnych tego typu transakcji polega na różnicy między ceną zakupu (wyższą) a ceną odsprzedaży (niższą) tychże papierów wartościowych¹³.

Z punktu widzenia realizacji zadań banku centralnego istotny jest fakt, iż dzięki takiej operacji bank centralny *czasowo zasila banki komercyjne w zasoby pieniężne* (czyli *dokonuje zapłaty za nabycie papierów wartościowych*), a jednocześnie w określonym terminie banki komercyjne zobowiązane są do wykupu tychże papierów wartościowych (czyli zwrotu zasobów pieniężnych do banku centralnego, co po ich czasowym wykorzystaniu redukuje nadpłynność finansową). Zasilanie w płynność banków komercyjnych odbywa się zatem pomiędzy terminem zbycia i terminem wykupu papierów wartościowych.

Innym rodzajem operacji otwartego rynku są *transakcje reverse repo* (ang. *reverse repurchase agreement*), których celem jest wywołanie zgoła odmiennego od transakcji repo skutku, tj. wywołanie czasowego zmniejszenia płynności sektora bankowego. W przypadku zauważalnego przez bank centralny zagrożenia wystąpienia inflacji jednym z rozwiązań ograniczających nadpłynność sektora finansowego jest bowiem „ściągnięcie” nadwyżek (nadmiaru) środków pieniężnych z rynku. Transakcje reverse repo polegają zatem na sprzedaży przez bank centralny bankom komercyjnym papierów wartościowych, z jednoczesnym zobowiązaniem banków komercyjnych do ich odkupu

w określonym terminie¹⁴. W wyniku przeprowadzanie tego typu transakcji, w aktywach banków komercyjnych zmniejsza się udział płynnych środków pieniężnych, które mogłyby zostać użyte np. do zwiększonej akcji kredytowej, a zwiększa się udział papierów wartościowych. Oznacza to zatem, iż czasowo zmniejszony zostaje potencjał kredytowy banków i ich zdolność do *wtórnej kreacji pieniądza*¹⁵.

Poza omawianymi transakcjami repo i reverse repo wartym podkreślenia jest także fakt, iż bank centralny może emitować *inne rodzaje papierów wartościowych*. Istotny cel funkcjonowania NBP, jakim jest wpływanie na politykę pieniężną państwa, determinuje kształt kreowanych instrumentów finansowych¹⁶. W zależności od zasięgu czasowego kształtowania tej polityki jej realizacja wymaga emitowania papierów wartościowych o różnych terminach wykupu (np. krótkoterminowych lub długoterminowych).

Cechą wspólną omawianych papierów wartościowych jest po pierwsze ich dłużny charakter, który został scharakteryzowany powyżej. Po drugie zaś, mają one na celu „zebranie nadwyżki” płynnych środków finansowych z rynku. Wyższa rentowność tych papierów wartościowych (czyli *de facto* ich wyższe oprocentowanie) oraz wypłacalność ich emitenta (jakim jest bank centralny), powodują, iż mają być one atrakcyjniejszą formą inwestowania dla banków komercyjnych, niż udzielanie przez nie kredytów, które zawsze łączą się z występowaniem ryzyka finansowego po stronie kredytobiorcy. W ten sposób bank centralny niejako „ogranicza” wzmogoną akcję kredytową banków, co może być jednym z *bodźców inflacyjnych*.

Zgodnie z ustawą o NBP¹⁷ (dalej: u.n.b.p.) Narodowy Bank Polski emituje średnioterminowe i długoterminowe obligacje, bony pieniężne NBP oraz bony wartościowe NBP na podstawie art. 3 ust. 2 pkt 5 u.n.b.p. (*regulowanie płynności banków oraz ich refinansowanie*) oraz art. 48 u.n.b.p., zgodnie z którym

¹⁴ *Ibidem...*, s. 358.

¹⁵ *Ibidem...*, s. 358.

¹⁶ Teza ta w: M. Dyl, *Państwowe papiery wartościowe* (w:) A. Szumański (red.) *Prawo papierów wartościowych, System Prawa Prywatnego*, t. 19, Warszawa 2006, s. 737.

¹⁷ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o Narodowym Banku Polskim (Dz.U. z 2005 r. Nr 1, poz. 2).

¹² Więcej na ten temat m.in. A. Mikos, *Ustrojowa pozycja banku centralnego w Polsce*, Warszawa 2006, s. 97.

¹³ Tak W. Baka, *Pieniądz, bank centralny i polityka monetarna* (w:) M. Bednarski, J. Wilkin (red.), *Ekonomia dla prawników*, Warszawa 2003, s. 358.

NBP może m.in.: (i) emitować i sprzedawać papiery wartościowe oraz (ii) sprzedawać i kupować dłużne papiery wartościowe w operacjach otwartego rynku.

IV. Zadania Ministra Finansów

Drugim obok banku centralnego instytucjonalnym uczestnikiem działań określanych mianem bankowości inwestycyjnej państwa jest Minister Finansów, w zakresie, w jakim dokonuje on emisji dłużnych papierów dla realizacji pożyczkowych potrzeb budżetu państwa.

Zgodnie z ustawą o finansach państwowych (dalej: u.f.p.)¹⁸ Minister Finansów może emitować tzw. *skarbowe papiery wartościowe*, do których zaliczane są: *bony skarbowe* (art. 99 u.f.p.), *obligacje skarbowe* (art. 100 u.f.p.) oraz *skarbowe papiery oszczędnościowe* (art. 101 u.f.p.).

W świetle art. 95 u.f.p. należy uznać, iż skarbowe papiery wartościowe posiadają dłużny charakter¹⁹. W tego rodzaju papierach wartościowych inkorporowane są zatem wierzytelności, stanowiące podstawę do żądania wierzyciela od dłużnika (Skarbu Państwa) wykonania określonego świadczenia w określonym terminie (art. 95 ust. 1 u.f.p.). Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela takiego papieru, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia.

W przypadku omawianych skarbowych papierów wartościowych *świadczenia pieniężne* polegają na zapłacie kwoty pieniężnej, na którą składa się kwota równa kapitałowi udostępnionemu emitentowi przy nabyciu dłużnego papieru wartościowego (wartość nominalna) oraz zwykle kwota stanowiąca wynagrodzenie (pożytki prawa) dla nabywcy tego rodzaju papieru wartościowego, za czasowe „udostępnienie kapitału”²⁰.

18 Ustawa z dnia 30 czerwca 2005 r. o finansach publicznych (Dz.U. Nr 249, poz. 2104 z późn. zm.).

19 *Verba legis*: „Skarbowy papier wartościowy jest papierem wartościowym, w którym Skarb Państwa stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela takiego papieru, i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia, które może mieć charakter pieniężny lub niepieniężny” (art. 95 ust. 1 u.f.p.).

20 Tak L. Sobolewski (w:) S. Włodyka (red.) *Prawo papierów wartościowych*, Warszawa 2004, s. 346.

Podstawy normatywne dla kreacji skarbowych papierów wartościowych oparte są, według aktualnego stanu prawnego, na dwóch poziomach: (i) ustawowego umocowania wynikającego z komentowanych przepisów art. 95–102 u.f.p., oraz (ii) podustawowych aktów normatywnych (rozporządzeń), które zgodnie z art. 92 Konstytucji RP wykonują (dookreślają) normy zawarte w ustawach, z zastrzeżeniem występowania w tychże ustawach stosownego upoważnienia dla ich wydawania przez określone organy²¹.

Warto przy tej okazji wyraźnie zaznaczyć, iż zgodnie z art. 5 ust. 1 pkt 4 lit a) u.f.p. środkami publicznymi są przychody pochodzące ze sprzedaży papierów wartościowych. W takim ujęciu emisja (sprzedaż) skarbowych papierów wartościowych służy finansowaniu deficytu budżetu państwa oraz innych pożyczkowych potrzeb budżetu państwa (art. 113 ust. 2 pkt 1 u.f.p.), przez co można uznać, iż jest to jeden z elementów pojęcia *finansów publicznych*, zdefiniowanych w art. 3 u.f.p.

Nadto w art. 113 ust. 2 pkt 1 u.f.p. ustawodawca jednoznacznie rozstrzyga, iż emisja omawianych papierów wartościowych może być dokonywana tak na krajowym, jak i zagranicznym rynku, co we współczesnych realiach gospodarczych ma istotne znaczenie z punktu widzenia praktyki pozyskiwania przez rządy środków pieniężnych niezbędnych do pokrycia deficytu budżetowego przede wszystkim na światowych rynkach finansowych.

Splata zaciągniętych zobowiązań z tytułu emisji omawianych skarbowych papierów wartościowych może być zaklasyfikowana jako jeden z rodzajów *rozchodów* w rozumieniu art. 6 ust. 2 pkt 2 u.f.p., zgodnie z którym do kategorii rozchodów publicznych zalicza się także wykup papierów wartościowych.

W tym kontekście należy także wspomnieć o zaklasyfikowaniu na gruncie art. 72 ust. 1 pkt 1 u.f.p. wyemitowanych papierów wartościowych opiewających na wierzytelności pieniężne, jako jednego z tytułów zobowiązań sektora finansów publicznych, określanych łącznym mianem *państwowego długu publicznego*.

W analizowanym przypadku – skarbowych papierów wartościowych emitowanych przez Ministra

21 Podziału tego dokonał M. Dyl, *Państwowe papiery wartościowe...*, s. 728.

Finansów – przewidziana przez ustawodawcę spłata zaciągniętych zobowiązań oznaczać będzie dokonanie wykupu wyemitowanych dłużnych papierów wartościowych w określonym terminie ich wykupu. Zgodnie z art. 79 ust. 1 u.f.p. z chwilą wykupu skarbowe papiery wartościowe podlegają umorzeniu. Wykonanie zobowiązania do wykupu dłużnego papieru wartościowego w określonym terminie, w przypadku skarbowych papierów wartościowych spoczywa na ich emitencie (Ministrze Finansów) i może być potraktowane jako rodzaj zadania wynikającego z zarządzania długiem Skarbu Państwa, polegającego na obsłudze zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych (art. 78 ust. 1 pkt 1 lit. b) u.f.p.).

Na prezentowanym powyżej tle należy wskazać, iż najbardziej użytecznym instrumentem z punktu widzenia realizowania omawianej bankowości inwestycyjnej państwa jest emisja przez Ministra Finansów *bonów skarbowych*.

Funkcjonalnym zastosowaniem tego rodzaju skarbowego papieru wartościowego jest zapewnienie krótkoterminowego finansowania (kredytowania) deficytu budżetu państwa i choć ustawodawca, w świetle art. 96 u.f.p., krótkoterminowość w tym przypadku definiuje jako termin wykupu nie dłuższy niż rok, w praktyce są to papiery wartościowe o terminie wykupu od kilku do kilkunastu tygodni²².

Innymi słowy, jest to krótkoterminowy instrument, który daje możliwość wpływania na poziom krótkoterminowego długu wewnętrznego państwa²³.

Nadto, w przypadku wielu państw emisja bonów skarbowych jest powtarzana systematycznie w odstępach czasu krótszych niż termin wykupu, w wyniku czego wykup jednej emisji poprzedzany jest wcześniejszymi (kolejnymi) emisjami walorów, co powoduje, iż bony skarbowe stanowiąc mogą trwałe (permanentne) pokrycie deficytów budżetowych²⁴.

Przetargi bonów są organizowane przez agenta emisji (NBP), przy czym zawężony jest krąg uczest-

ników, którzy mogą brać udział w przetargach (tzw. uczestnicy przetargu), podczas których nabywają bony skarbowe we własnym imieniu i na własny rachunek²⁵.

W przetargach mogą brać udział wyłącznie:

- (i) banki, instytucje kredytowe lub instytucje finansowe, a także ich oddziały, w rozumieniu ustawy – Prawo bankowe, z którymi Minister Finansów zawarł umowę w sprawie pełnienia funkcji Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych, przyznającą im prawo do składania ofert na przetargach bonów określonych w rozporządzeniu, lub
- (ii) banki państwowe w rozumieniu ustawy – Prawo bankowe, nieposiadające statusu Dealera Skarbowych Papierów Wartościowych.

Odmiernym od bonów skarbowych dłużnym papierem wartościowym, jaki może emitować Minister Finansów, jest *obligacja skarbową*.

Obligacja skarbową, w przeciwieństwie do bonów skarbowych, jest rodzajem skarbowego papieru wartościowego charakteryzującym się większą elastycznością (*vide* rozszerzona możliwość oferowania obligacji skarbowych w kraju i za granicą oraz dopuszczenie konstrukcji obligacji skarbowych opartych zarówno na oprocentowaniu odsetek, jak i określonym dyskoncie). Nadto, zgodnie z art. 96 u.f.p., obligacja skarbową jest skarbowym papierem wartościowym średnioterminowym i długoterminowym, gdzie określoną przez ustawodawcę cezurą czasową jest rok – rozumiany jako (nie mniej niż) 365 dni.

Obligacje skarbowe mogą także posiadać charakter hurtowy (zawężony do instytucji finansowych krąg adresatów) albo detaliczny (szeroki krąg adresatów).

Obligacje skarbowe oferowane na rynkach zagranicznych emitowane są na podstawie rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 15 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania obligacji skarbowych oferowanych na rynkach zagranicznych (Dz.U. Nr 244, poz. 1630).

²² Tak W. Bień, *Rynek papierów wartościowych...*, s. 77.

²³ Teza zaprezentowana w: M. Dyl, *Państwowe papiery wartościowe...*, s. 734.

²⁴ Szerzej na ten temat W. Bień, *Rynek papierów wartościowych...*, s. 77.

²⁵ Szczegółowe warunki emisji bonów skarbowych określa rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 20 grudnia 2010 r. w sprawie warunków emitowania bonów skarbowych (Dz.U. Nr 250, poz. 1679), wydane na podstawie art. 97 ust. 1 u.f.p.

Minister Finansów, realizując przybliżane cele w zakresie pozyskiwania środków pieniężnych dla zaspokajania potrzeb pożyczkowych budżetu państwa, może również emitować *skarbowe papiery wartościowe*.

Omawiany rodzaj papieru wartościowego jest oferowany do sprzedaży przede wszystkim osobom fizycznym, które nie są aktywnymi uczestnikami profesjonalnego i wysokokwotowego obrotu na rynku

Bank centralny jako tzw. pożyczkodawca ostatniej instancji (ang. *last resolve*) realizuje w omawianym kontekście głównie zadania polegające na zapewnieniu płynności na rynku międzybankowym, gdzie adresatem dokonywanych operacji otwartego rynku są banki krajowe.

Natomiast Minister Finansów przy użyciu instrumentów rynku kapitałowego (dłużnych papierów wartościowych) organizuje przychody mające na celu po-

...tytułowa koncepcja bankowości inwestycyjnej państwa jawi się jako konsekwencja wzajemnego przenikania się sfer *ius privatum* i *ius publicum* w ramach współczesnego rynku finansowego.

finansowym, co łącznie z przewidzianą przez ustawodawcę możliwością wyłączenia tego rodzaju papieru wartościowego z obrotu wtórnego – determinuje oszczędnościowy charakter tego waloru. W literaturze przedmiotu istnieją nawet opinie, zgodnie z którymi brak możliwości wtórnego obrotu skarbowymi papierami oszczędnościowymi, który pozbawia je cechy obiegowości, zbliża je od strony funkcjonalnej (ekonomicznej) do lokat bankowych²⁶.

V. Podsumowanie

Podsumowując przybliżone w niniejszym artykule analizy, wskazać należy, iż możliwe jest wyodrębnienie pewnej sfery aktywności państwa określonej mianem bankowości inwestycyjnej państwa.

Jest to zespół działań związanych z *organizowaniem finansowania podmiotów przy wykorzystaniu instrumentów rynku kapitałowego*, z tym wszelako zastrzeżeniem, iż podejmowane czynnością nie stanowią zarobkowej działalności gospodarczej, lecz są raczej realizacją określonych zadań publicznoprawnych.

²⁶ Pogląd ten prezentuje M. Michalski (w:) M. Bączyk, M. Koziński, M. Michalski, W. Pyziół, A. Szumański, I. Weiss, *Papiery wartościowe*, Kraków 2000, s. 571.

krycie deficytu budżetu państwa, czego beneficjentem są wszyscy korzystający ze strony wydatkowej budżetu państwa.

Warto także zaznaczyć, iż tytułowa koncepcja bankowości inwestycyjnej państwa jawi się jako konsekwencja wzajemnego przenikania się sfer *ius privatum* i *ius publicum* w ramach współczesnego rynku finansowego.

Bank centralny oraz Minister Finansów są dziś bowiem równouprawnionymi uczestnikami gry rynkowej, np. na międzynarodowym rynku papierów dłużnych, gdzie ich oferta adresowana jest to tych samych potencjalnych nabywców, do których swoją ofertę kierują podmioty *stricte* komercyjne, czy to z wykorzystaniem publicznego proponowania nabywania papierów wartościowych na rynku regulowanym, czy to w formie *private placement* na rynku OTC (ang. *over the counter*)²⁷.

²⁷ Rynek OTC – w szerszym znaczeniu – jest to obszar poza jakimkolwiek stałym i zorganizowanym systemem transakcyjnym (tj. poza rynkiem regulowanym w rozumieniu art. 14 u.o.i.f., a nawet poza rynkiem zorganizowanym w rozumieniu art. 3 pkt 9) u.o.i.f.), co powoduje, iż powszechnie stosowane określenie OTC w znaczeniu „obrotu pozagiełdowego” jest dość wąskim przedstawieniem tego pojęcia.

Innymi słowy: podmioty wskazane jako instytucjonalni uczestnicy bankowości inwestycyjnej państwa, muszą współcześnie konkurować z podmiotami prywatnymi w procesach sprzedaży dłużnych papierów wartościowych, z tą tylko różnicą, iż pozyskane przez bank centralny lub Ministra Finansów

środki pieniężne służą realizacji określonych zadań państwa.

Aktualne doświadczenia, związane choćby z międzynarodowym rynkiem długu, wskazują dodatkowo, iż prowadzenie bankowości inwestycyjnej państwa nie musi być działaniem ani łatwym, ani też skutecznym.