

Irena Pyka^{*}
Blandyna Puszer^{**}

**KOMERCYJNE PAPIERY WARTOŚCIOWE
NA RYNKU PIENIĘŻNYM STREFY EURO.
ANALIZA ZMIAN W LATACH 2000–2011**

1. WPROWADZENIE

Strefa euro powstała w roku 1999 wraz z przyjęciem przez państwa Europejskiego Systemu Walutowego wspólnej jednostki monetarnej. W tym czasie – ponad dziesięcioletnim – pojawiło się wiele opracowań skoncentrowanych na analizie i ocenie korzyści krajów członkowskich tworzących unię walutową opartą na euro. Odnoszą się one głównie do problemów zakreślonych koncepcją optymalnego obszaru walutowego. Znacznie mniej publikacji dotyczy zagadnień związanych z integracją rynków finansowych w strefie euro. Tymczasem koncepcja jednolitego rynku finansowego ma długoletnią historię i towarzyszyła trwającemu kilkadziesiąt lat procesowi dostosowywania ustawodawstwa krajów członkowskich do wspólnie uzgodnionych zasad. W ramach Unii Europejskiej (UE) jednolity rynek finansowy funkcjonuje od połowy 1994 r. Został on ustanowiony w wyniku długotrwałego, trwającego kilkadziesiąt lat, procesu dostosowywania ustawodawstwa krajów członkowskich do wspólnie uzgodnionych zasad. Podstawowym instrumentem tego dostosowywania były dotychczas dyrektywy wydawane przez Radę (określaną poprzednio jako Rada Ministrów, a obecnie jako Rada Unii Europejskiej). Dyrektywy te umożliwiły realizację zapisanych jeszcze w Traktacie Rzymskim (będącym podstawą funkcjonowania EWG, a następnie Wspólnoty Europejskiej) trzech swobód, kluczowych dla funkcjonowania rynku finansowego w obrębie UE. Tymi swobodami są:

– **swoboda osiedlania się** – oznacza prawo do podejmowania i prowadzenia działalności (zarówno w formie przedstawicielstwa, agencji, filii, jak i oddziału) na obszarze innych krajów członkowskich na warunkach określonych przez ustawodawstwo tych krajów w odniesieniu do ich własnych obywateli;

^{*} Prof. dr hab., Katedra Bankowości i Rynków Finansowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

^{**} Dr, Katedra Bankowości i Rynków Finansowych, Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

– **swoboda świadczenia usług** oznacza natomiast prawo świadczenia usług przez podmiot mający siedzibę w jednym z krajów UE na rzecz podmiotów z pozostałych krajów członkowskich bez potrzeby posiadania w tych krajach jakiegokolwiek stałego zakładu. Swoboda ta nie jest więc związana ze swobodą osiedlania się i umożliwia faktycznie świadczenie usług w sposób transgraniczny lub – inaczej – ponad granicami (*across frontiers*). Usługi finansowe, w tym także bankowe, przy dzisiejszej nowoczesnej technologii (zwłaszcza przy zastosowaniu internetu), szczególnie nadają się do tego rodzaju sprzedaży na odległość (można ją też określić jako sprzedaż korespondencyjną);

– **swoboda przepływu kapitałów** między krajami UE – polega m. in. na swobodnym przepływie pieniądza, wspólnym rynku finansowym, liberalizacji przepływu papierów wartościowych [Zapadka, Niemierka, 2003, s. 25].

Zachodzące na rynku finansowym procesy integracyjne znacznie przyspieszyły się wraz z wprowadzeniem euro. Uznaje się jednak, że w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi jest on znacznie mniej zintegrowany. Nierówny jest także stan zaawansowania integracji poszczególnych segmentów jednolitego rynku finansowego.

Przedmiotem badań jest rynek krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw strefy euro. Stanowi on integralny element rynku pieniężnego najbliższej związanej z celami jednolitej polityki pieniężnej, a po wprowadzeniu euro uznawany za prawie doskonale zintegrowany. Wyjątkiem na nim od samego początku pozostaje rynek krótkoterminowych papierów dłużnych – przedsiębiorstw i świadectw depozytowych.

Globalny kryzys finansowy mocno zahamował rozwój rynków finansowych strefy euro. Celem opracowania jest identyfikacja i ocena przemian jakie dokonały się w latach 2000–2011 na rynku krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw, a zatem w tym segmencie rynku pieniężnego, który to głównie przyczynia się do skuteczniejszego pozyskiwania środków finansowych przez podmioty gospodarujące i do efektywnej alokacji kapitału finansowego wspomagając tym samym wzrost gospodarczy.

W opracowaniu wskazuje się, że rynek krótkoterminowych papierów wartościowych komercyjnych pomimo wdrażanych inicjatyw instytucjonalnych pozostaje nadal słabo zintegrowanym elementem rynku pieniężnego strefy euro. Globalny kryzys finansowy spowodował na nim znaczne zróżnicowanie ryzyka kredytowego co znalazło swój wyraz w słabnącej kapitalizacji tego segmentu rynku pieniężnego. Przyczyny jego niskiego zintegrowania w strefie euro nie są jednak bezpośrednio związane z globalnym kryzysem finansowym. Wymagają dalszego pokonywania barier integracyjnych w płaszczyźnie instytucjonalnej i prawnej różnicującej narodowe rynki krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw. Podejmowanie w tym zakresie inicjatywy wymaga jednak w pierwszej kolejności przełamania w strefie euro kryzysu zadłużeniowego.

2. DYLEMATY KLASYFIKACJI DŁUŻNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

Papiery komercyjne (*commercial papers*, CP) są jednym z rodzajów dłużnych papierów wartościowych strefy euro. Ich przynależność do nich wywodzi się ze statystyki stosowanej przez Bank Rozrachunków Międzynarodowych (BIS) oraz Europejski Bank Centralny (EBC). BIS wyróżnia:

- międzynarodowy dług w papierach wartościowych (w podziale na kraje rezydenta, narodowość emitentów, rodzaj dokumentu, rynek emisji, termin zapadalności waloru),
- wewnętrzny dług w papierach wartościowych [Przybylska-Kapuścińska (red.), 2007].

Emitentami tak klasyfikowanych dłużnych papierów wartościowych mogą być trzy podstawowe grupy pożyczkobiorców: instytucje finansowe, korporacje oraz jednostki sektora publicznego.

EBC z kolei dłużne papiery wartościowe państw strefy euro klasyfikuje wykorzystując dwa zasadnicze kryteria podziału:

- segmentację podmiotową emitenta,
- okres zapadalności zobowiązania.

Klasyfikacja dłużnych papierów wartościowych państw strefy euro uwzględniająca segmentację podmiotową emitenta jest zgodna ze standardami Europejskiego Systemu Rachunków ESA 95. Wyodrębnia się w niej podstawowe grupy emitentów dłużnych papierów wartościowych nadając im stosowne kody (tab. 1).

Tabela 1

Klasyfikacja emitentów dłużnych papierów wartościowych strefy euro
w statystyce EBC

Segment emisji	Rodzaj emitenta	Kod emisji
Monetarne instytucje finansowe (MIF)	Europejski Bank Centralny, Narodowe Banki Centralne	S. 121
	Pozostałe monetarne instytucje finansowe	S. 122
Niemonetarne instytucje finansowe i przedsiębiorstwa	Przedsiębiorstwa	S. 11
	Inni pośrednicy finansowi oraz pomocnicze instytucje finansowe	S. 123 i S. 124
	Towarzystwa ubezpieczeniowe i fundusze emerytalne	S. 125
Sektor rządowy	Rząd centralny	S. 1311
	Rządy stanowe i rządy lokalne	S. 1312 i S. 1313
	Fundusze ubezpieczeń społecznych	S. 1314
Organizacje międzynarodowe		S. 2000

Źródło: EBC, Securities issues – www.ebc.int/stast/money/securities
(stan na dzień 15.11.2012).

Krótkoterminowe papiery wartościowe dłużne przedsiębiorstw strefy euro mieszczą się w klasyfikacji EBC w segmencie niemonetarnych instytucji finansowych i przedsiębiorstw. Zostały oznaczone kodem emisji S11, który wyróżnia je z tej niejednorodnej grupy krótko- i długoterminowych papierów dłużnych strefy euro.

Biorąc pod uwagę okres zapadalności zobowiązania EBC klasyfikuje dłużne papiery wartościowe na:

- papiery krótkoterminowe – podlegające umorzeniu w ciągu roku od dnia emisji, nawet wtedy gdy wypuszczono je z możliwością wydłużenia okresu spłaty. Zważywszy jednak na zasady przez ESA 95, papiery te mogą mieć termin zapadalności do 2 lat,
- papiery długoterminowe – z terminem zapadalności powyżej jednego roku lub z nieokreślonym terminem zapadalności – w tym o stałym oprocentowaniu i zmiennym oprocentowaniu oraz zerokuponowe [Puszer, 2011].

W perspektywie powyższej klasyfikacji krótkoterminowe papiery wartościowe strefy euro z kodem S11 to takie, których termin zapadalności nie jest zasadniczo dłuższy niż jeden rok lecz z dopuszczalnymi wyjątkami.

Przyjęta przez EBC w strefie euro klasyfikacja dłużnych papierów wartościowych wydaje się być w miarę jednolita. Umożliwia relatywnie proste rozpoznanie grup dłużnych papierów wartościowych – w tym krótkoterminowych papierów wartościowych przedsiębiorstw. Wychodząc jednak poza statystykę EBC rynek krótkoterminowych papierów wartościowych przedsiębiorstw staje się mniej przejrzysty. Znajdujące się na nim papiery wartościowe mogą bowiem posiadać inne cechy opisywane wcześniej klasyfikacją BIS. Ponadto według EFMLG (European Financial Market Lawyers Group) reprezentują one grupę dłużnych papierów wartościowych, do której zalicza się niezabezpieczone weksle własne, najczęściej przedsiębiorstw ale także kampanii finansowych, władz lokalnych, międzynarodowych instytucji publicznych oraz monetarnych instytucji finansowych emitowanych na określoną sumę z terminem płatności na określony dzień (zwykle do roku, choć w niektórych przypadkach okres ten może być dłuższy) o negocjowanych warunkach emisji [EFMLG, 2003].

Papiery komercyjne strefy euro definiowane jako krótkoterminowe niezabezpieczone zobowiązanie ich wystawcy do zwrócenia określonej kwoty w ustalonym terminie mogą stanowić więc rodzajowo istotnie zróżnicowaną grupę instrumentów dłużnych. W różnice te wpisują się także rozwiązania prawne obowiązujące na rynku pieniężnym w poszczególnych krajach strefy euro. Niektóre państwa bowiem:

- wdrożyły specjalne ustawodawstwo dotyczące krótkoterminowych papierów komercyjnych (np. Belgia, Francja, Irlandia),
- wykorzystują w emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych ustawodawstwo ogólne: cywilnoprawne lub dotyczące papierów wartościowych (np. Niemcy, Hiszpania, Włochy, Austria, Holandia, Portugalia),

- stosują ustawodawstwo ogólne z wyróżnieniem papierów komercyjnych jako jednego z rodzajów papierów wartościowych (np. Finlandia),
- nie kierują się w procesie ich emisji podstawami prawnymi lub też regulacje prawne są znikome.

Tym samym w krajach członkowskich strefy euro pomimo statystycznej poprawności ujmowania krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw znajdują się specyficzne pod względem regulacyjnym instrumenty dłużne.

Istotną różnicą wynikająca albo z istniejącego prawa, albo z praktyki rynkowej jest ustalana minimalna kwota emisji. Przykładowo w Belgii wynosi ona 250 tys. EUR, we Włoszech 52 tys. EUR, a w Holandii 454 tys. EUR. Różnice pojawiają się także w charakterze praw wynikających z papierów komercyjnych dla osoby uprawnionej. W większości państw członkowskich przenoszenie praw wynikających z krótkoterminowych papierów komercyjnych dokonuje się tylko pomiędzy kupującym i sprzedającym (np. Niemcy, Francja, Irlandia, Włochy, Luksemburg, Holandia, Portugalia, Finlandia). W niektórych jednak państwach prawa te są zapisywane w rejestrach prowadzonych przez ich emitenta (np. Belgia) lub przez podmiot (izbę rozliczeniową) zajmujący się rozliczaniem transakcji papierami wartościowymi (np. Hiszpania, Austria). Różne są także instytucje prowadzące te rejestry. Przykładowo w Belgii oraz we Włoszech rozliczenia są dokonywane przez bank centralny, we Francji, Irlandii, Luksemburgu czy Holandii poprzez domicyl w siedzibie emitenta, w Niemczech, Hiszpanii oraz Finlandii poprzez izbę rozrachunkową (w przypadku obrotu giełdowego oraz OTC z notowaniami), natomiast w Austrii poprzez system rozliczeniowy [EFMLG, 2003 oraz Przybylska-Kapuścińska, 2007]. Sytuacja ta niewątpliwie komplikuje obrót krótkoterminowymi papierami dłużnymi w strefie euro. Utrudnia ich upłynnienie na rynku pieniężnym strefy euro generując niepotrzebnie wyższe ich ryzyko inwestycyjne.

W większości państw członkowskich nie jest też wymagany rating krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw. Szczególny wyjątek stanowi wśród nich Portugalia (gdzie jest on niezbędny). W wielu państwach członkowskich nie występuje także obowiązek sporządzania prospektu emisyjnego w przypadku emisji prywatnej, natomiast występuje on w emisjach publicznych (np. Austria, Luksemburg, Finlandia). Zróżnicowanie warunków emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw sprawia, że obrót nimi odbywa się na różnych rynkach. Na rynku regulowanym – w szczególności giełdowym, np. Austria, Hiszpania, na rynku typu OTC – zdecentralizowanym, np. w Austrii, Finlandii, Hiszpanii, na rynku typu OTCN – zdecentralizowanym z możliwością prowadzenia notowań, np. w Niemczech. Natomiast np. w Belgii, Francji, Włoszech i Irlandii krótkoterminowe papiery wartościowe przedsiębiorstw są emitowane bez większej dbałości o zasady obrotu rynkowego. Rynek papierów komercyjnych strefy euro nie wymaga też stosowania przez państwa członkowskie specjalnych regulacji tych instrumentów finansowych. Regulacje praw-

ne nie decydują więc z założenia o dynamice rozwoju rynku. Dowodzi też tego praktyka rynkowa. W wielu krajach członkowskich nie posiadających szczególnego ustawodawstwa funkcjonują zarówno rynki pierwotne i wtórne (w formie OTC lub giełdowe) *commercial papers*. Natomiast często w krajach stosujących ustawodawstwo związane z papierami komercyjnymi, zdarza się, że rynek tych instrumentów finansowych nie jest w pełni rozwinięty i nie posiada rozwiniętego do rynku wtórnego.

Należy także podkreślić, że niezależnie od konstrukcji prawnej papiery te kierowane są do odbiorców o specyficznych cechach inwestycyjnych. *Commercial papers* posiadają bowiem wysoki nominal jednostkowy w związku z czym głównymi ich nabywcami są inwestorzy hurtowi. Ryzyko kredytowe w całości zostaje przeniesione na inwestora z uwagi na brak ich zabezpieczenia. Powoduje to, że najczęściej ich emitentami są podmioty o wysokim standingu finansowym. Papiery te charakteryzują się też krótkim okresem zapadalności (najczęściej od jednego dnia do jednego roku). W strefie euro nie występuje też obowiązek precyzowania celu ich emisji. Stają się więc one instrumentami bardzo elastycznymi, często o znacznych możliwościach rolowania długu [EFLMG, 2003].

Rozwój procesów sekurytyzacyjnych spowodował wzrost zapotrzebowania na różne typy instrumentów finansowych zabezpieczonych aktywami. Jednym z tych instrumentów są Asset Backed Commercial Papers (ABCP), które reprezentują krótkoterminowe papiery wartościowe oparte na różnego rodzaju aktywach, począwszy od należności, pożyczek, wierzytelności leasingowych po papiery wartościowe [Pyka, 2012]. ABCP mogą być emitowane najczęściej na dwa sposoby. Pierwszy przewiduje powołanie jednostki specjalnego przeznaczenia – *conduit*, która działa na zasadach wyłączności. Dzięki pozyskanym należnościom kredytowym, od więcej niż jednego aranzera (*multiseller program*), dokonuje ona okresowo emisji papierów wartościowych. Sposób ten umożliwia przeprowadzenie sekurytyzacji przez małe oraz średnie przedsiębiorstwa nie będące w stanie samodzielnie udźwignąć kosztów tak złożonego procesu. Drugi sposób zakłada powołanie spółki celowej, która pozyskując wierzytelności od jednego kreatora (*single-seller program*), emituje na ich podstawie ABCP [Waszkiewicz, 2004].

Biorąc pod uwagę uregulowania Unii Europejskiej program emisji papierów komercyjnych zabezpieczonych należnościami („program ABCP”) oznacza program sekurytyzacji. Wyemitowane w ramach tego programu papiery wartościowe przyjmują głównie postać papierów komercyjnych z pierwotnym terminem rozliczenia wynoszącym jeden rok lub krócej. Program ABCP zawiera normy gwarantowania emisji w formie wytycznych kredytowych i inwestycyjnych. Decydując o zakupie aktywów, administrator programu ABCP bierze pod uwagę rodzaj nabywanych aktywów, rodzaj oraz wartość pieniężną ekspozycji wynikających z tytułu zapewnienia instrumentom wsparcia płynności czy wsparcia jakości kredytowej. Uwzględnia także rozkład strat oraz prawny i eko-

nomiczny rozdział między przekazywanymi aktywami a podmiotem sprzedającym. Przeprowadza ponadto analizę kredytową profilu ryzyka zbywcy aktywów zawierając ocenę przeszłych oraz oczekiwanych wyników finansowych, bieżącą pozycję na rynku, oczekiwaną konkurencyjność, dźwignię finansową, przepływy środków pieniężnych oraz wskaźnik pokrycia odsetek zyskiem i rating długu emitenta. Ponadto dokonuje przeglądu norm gwarantowania emisji stosowanych przez zbywcę aktywów, możliwości obsługi aktywów oraz procesów ściągania należności. Normy gwarantowania emisji w ramach programu ABCP ustanawiają minimalne kryteria kwalifikowania aktywów do sekurytyzacji. W szczególności dotyczą one:

- wykluczenia zakupu aktywów, które są znacząco przedawnione lub zagrożone niewykonaniem zobowiązania,
- ograniczenia nadmiernej koncentracji ekspozycji wobec pojedynczych dłużników lub obszarów geograficznym,
- ograniczenia terminu spłaty nabywanych aktywów.

Poza tym warto podkreślić, że program ABCP obejmuje zasady i procedury ściągania należności, które uwzględniają potencjał operacyjny oraz jakość kredytową podmiotu administrującego należnościami. Program ten zmniejsza ryzyko sprzedawcy/jednostki obsługującej różnymi metodami. Można do nich zaliczyć tzw. „mechanizmy wyzwiania” oparte o bieżącą jakość kredytową, które wykluczają możliwość przemieszania sekurytyzowanych aktywów [Dziennik Urzędowy UE, 2006].

3. KAPITALIZACJA RYNKU KRÓTKOTERMINOWYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH PRZEDSIĘBIORSTW STREFY EURO

Zmiany zachodzące na rynku krótkoterminowych papierów komercyjnych strefy euro prezentują tab. 2 i 3. Tabela 2 przedstawia nominalną wartość wyemitowanych papierów komercyjnych strefy euro znajdujących się w obiegu oraz ich udział w całości krótkoterminowych papierów wartościowych tej strefy wycenianych według wartości rynkowej.

Natomiast tab. 3 prezentuje wartość emisji brutto papierów komercyjnych i ich udział w całości krótkoterminowych papierów wartościowych.

Analizując dane zawarte w tabelach można zauważyć, że w obu ujęciach wartości emisyjnej krótkoterminowych papierów wartościowych przedsiębiorstw ma miejsce tylko nieznaczny przyrost wartości tych papierów i to tylko w latach 2000–2008. Do 2008 r. wartość emitowanych przez rezydentów strefy euro krótkoterminowych papierów komercyjnych jednak systematycznie wzrastała osiągając właśnie w tym roku najwyższy poziom.

Tabela 2

Wyemitowane krótkoterminowe papiery wartościowe przez rezydentów w strefie euro
(wartość w obiegu, stan na koniec okresu)

Rok	Krótkoterminowe papiery wartościowe (ogółem, w mld EUR)	Papiery komercyjne (w mld EUR)	Udział papierów komercyjnych w całości krótkoterminowych papierów wartościowych (%)
2000	656	86	13,11
2001	701	96	13,69
2002	786	90	11,45
2003	832	94	11,29
2004	925	90,2	9,75
2005	945	90,3	9,55
2006	1 008	89	8,83
2007	1 306	117	8,95
2008	1 627	122	7,50
2009	1 638	72	4,39
2010	1 530	67	4,38
2011	1 592	77	4,84

Źródło: opracowanie własne na podstawie Euro Area Securities Issues Statistics, różne okresy www.ecb.int oraz Monthly Bulletin, ECB, różne numery.

Tabela 3

Papiery komercyjne wyemitowane w latach 2000–2011
(emisje brutto)

Rok	Krótkoterminowe papiery wartościowe (ogółem, w mld EUR)	Papiery komercyjne (w mld EUR)	Udział papierów komercyjnych w całości krótkoterminowych papierów wartościowych (%)
2000	3 166	606	19,14
2001	4 416	817	18,50
2002	4 994	717	14,35
2003	5 332	798	14,96
2004	6 146	931	15,14
2005	7 808	942	12,06
2006	9 192	1 020	11,09
2007	11 352	1 356	11,94
2008	11 700	1 164	9,95
2009	10 512	828	7,87
2010	9 108	720	7,91
2011	8 964	636	7,09

Źródło: jak do tab. 2.

Obserwowana zwiększona emisja tych papierów wartościowych była wynikiem między innymi tego, że są one wykorzystywane w sekurytyzacji aktywów oraz w pomostowym finansowaniu fuzji i przejęć. Niektóre przedsiębiorstwa poprzedzają także emisję obligacji emisją krótkoterminowych papierów wartościowych. Pozytywnym faktem obserwowanym na analizowanym rynku jest to, że uwzględniając niską stopę inflacji notowaną w latach 2000–2008 w strefie euro nawet bez dyskontowania nominalnych wartości wyemitowanych w niej papierów komercyjnych widoczny jest wzrost wartości ich emisji w ujęciu realnym.

W latach 2009–2011 wartość nominalna znajdujących się na rynku krótkoterminowych papierów komercyjnych w strefie euro jednak znacznie spadła. Fakt ten należy łączyć z globalnym kryzysem finansowym oraz recesją gospodarczą w państwach członkowskich i w skali międzynarodowej. Globalny kryzys finansowy zdestabilizował rynek papierów komercyjnych strefy euro. Przyjmuje się, że po upadku Lehman Brothers rynek ten po prostu zamarł. Dlatego też konieczne okazały się zakrojone na szeroką skalę działania interwencyjne mające na celu utrzymanie jego płynności i sprawności funkcjonowania. Ten segment rynku pieniężnego strefy euro ma jednak niepewne perspektywy na przyszłość, zważywszy na ekstremalną awersję inwestorów do nawet najmniejszego ryzyka i wyraźne skurczenie się ich bazy.

Niekorzystne perspektywy rozwojowe rynku krótkoterminowych papierów dłużnych strefy euro uzewnętrzniają się także w systematycznym obniżaniu się udziału papierów komercyjnych w całości wyemitowanych krótkoterminowych papierów wartościowych w latach 2000–2011. Wskazuje to – przy obserwowanym stałym przyroście emisji krótkoterminowych papierów wartościowych – na zmniejszającą się ich rolę w regulowaniu potrzeb finansowych przedsiębiorstw państw członkowskich.

Z danych publikowanych przez EBC wynika także znaczna sezonowość zmian wartości *commercial papers*. Nierównomierny jest również rozkład emisji krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw w państwach członkowskich. Tabela 4 pokazuje, że największymi emitentami papierów komercyjnych są przedsiębiorstwa z Francji i Niemiec. Duże znaczenie rynek ten ma także wśród przedsiębiorstw z Portugalii, Hiszpanii, Belgii oraz Finlandii.

Natomiast w Irlandii, Cyprze i Malcie nie odnotowano w ogóle emisji tych instrumentów finansowych. Sporadyczne emisje miały też miejsce w pozostałych krajach członkowskich strefy euro.

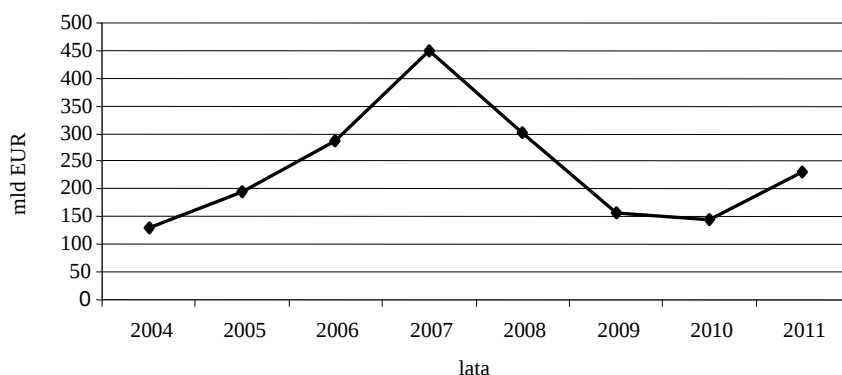
Istotnym czynnikiem prorozwojowym rynku w strefie euro stała się sekurytyzacja aktywów oparta na emisji krótkoterminowych papierów komercyjnych (por. rys. 1). W efekcie tego procesu na rynku strefy euro pojawiły się instrumenty sekurytyzacji zwane ABCP.

Tabela 4

Papiery komercyjne wyemitowane przez kraje strefy euro w latach 2000–2011
(mld EUR)

Kraj	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Wartości w obiegu												
Belgia	4,63	4,93	5,38	4,21	5,83	4,85	3,97	5,85	6,49	6,14	4,48	6,28
Niemcy	14,14	20,14	19,64	31,3	24,01	17,04	17,91	36,51	40,15	13,46	13,15	16,15
Estonia	–	–	–	–	0,005	0,018	0,052	–	0,034	0,035	0,019	0,017
Irlandia	–	–	–	–	–	–	–	–	–	0	0	0
Grecja	0	0	0	0	0	0	0	0	0,01	0,003	0	0
Hiszpania	3,2	4,296	3,27	2,567	3,07	2,788	4,102	3,96	4,28	2,25	0,68	0,916
Francja	55,95	55,46	31,069	24,39	25,44	30,174	28,016	22,35	31,67	18,39	15,76	19,94
Włochy	0,005	0	0,002	0,001	0	0	0	0	0,002	0	0,072	0
Cypr	–	–	–	–	0	0	0	0	0	0	0	0
Luksemburg	–	–	–	–	–	–	–	–	1,75	0,973	1,81	0,549
Malta	–	–	–	–	0	0	0	0	0	0	0	0
Holandia	0,173	0,044	0,772	4,4	2,7	6,052	2,872	3,84	6,97	1,31	1,46	1,85
Austria	0,249	0,022	0,022	0,043	0	0,033	0,15	0,171	0,18	0,273	0,403	0,2
Portugalia	5,298	7,33	10,25	8,7	10,41	13,73	15,33	18,68	22,31	22,20	22,17	24,611
Słowenia	0	0,012	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,009
Słowacja	0	0	0	0,001	0,001	0	0	0	0	0	0	0
Finlandia	3,219	3,775	4,24	4,57	4,42	5,91	5,585	6,17	4,78	4,59	4,39	5,65

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Europejskiego Banku Centralnego, www.ecb.int.



Rys. 1. Wartość emisji ABCP w strefie euro w latach 2004–2011 (mld EUR)

Źródło: opracowanie własne na podstawie ESF Securitisation Data Report, różne lata, www.afme.ue.

Znaczny ich przyrost miał miejsce w latach 2004–2007. W tym czasie następował sukcesywny wzrost wartości sekurytyzacyjnych papierów wartościowych z 131 mld EUR w roku 2004 do ponad 425 mld EUR w 2007 r. Większość ABCP w tym czasie tworzona była z myślą o osiągnięciu wysokich dochodów z sekurytyzacji i prowizji z tytułu zarządzania aktywami sekurytyzowanymi. W procesie emisji ABCP koncentrowano się zatem na wolumenie sekurytyzowanych aktywów, a nie na ich jakości. Wraz z zaburzeniami jakie miały miejsce w 2007 r. na rynku kredytów *subprime* w USA, również rynek ABCP znacznie się skurczył. Ponieważ ABCP to skomplikowane i niewystandaryzowane struktury dłużne, obrót nimi utracił swą płynność. To było przyczyną, że nabywcy ABCP (w tym banki) nie mogli się ich pozbyć w momencie wybuchu globalnego kryzysu finansowego. Zostali więc narażeni na wysokie ryzyko inwestycyjne i mocno się zdystansowali do tego typu inwestycji krótkoterminowych.

Wyraźne załamanie się rynku ABCP w strefie euro obserwowane w 2008 r. unaocniło zagrożenia związane z wykorzystaniem krótkoterminowych papierów dłużnych przedsiębiorstw do konstrukcji skomplikowanych instrumentów finansowych. Rynek ABCP okazał się bardzo wrażliwy na ryzyko płynności. Szybko też utracił swą zdolność do kształtowania cen rynkowych. Inwestorzy zdani zostali na wykorzystanie w ocenie wartości sekurytyzowanych papierów wartościowych na modele matematyczne stosowane przez banki inwestycyjne i agencje ratingowe.

Tabela 5 wskazuje na skalę zaangażowania państw członkowskich strefy euro w emisję ABCP. Jak wynika z tabeli największym emitentem tych krótkoterminowych papierów dłużnych w latach 2007–2011 była Irlandia. Wysokie ryzyko rynku spowodowało niemal połowiczny spadek wartości emitowanych tam ABCP chociaż Irlandia nadal pozostaje najsilniejszym rynkiem tych papierów wartościowych w strefie euro. Wyraźny spadek wartości emisji ABCP w 2008 r. odnotowała również Francja. Rynek ten jednak nie załamał się bardzo głęboko. W 2009 r. emisja ABCP we Francji powróciła do poziomu z 2007 r. Emisji ABCP zaprzestały natomiast Holandia i Hiszpania.

Tabela 5

ABCP wyemitowane przez kraje strefy euro w latach 2007–2011 (mld EUR)

Kraj	2007	2008	2009	2010	2011
Francja	23,2	5,2	24,1	25,5	75
Niemcy	38,5	7,9	0	0	11,8
Irlandia	233,4	36,9	105,6	105,0	128,4
Luksemburg	3,5	0,2	0,3	0,6	0
Holandia	52,0	7,2	0	0	0
Hiszpania	0	0	0,3	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie ESF Securitisation Data Report, różne lata, www.afme.eu.

Tabela 6

Emisja ABCP z punktu widzenia sposobu emisji (mld EUR)

Sposób emisji	2007	2008	2009	2010	2011
<i>SIVs</i>	28,2	6,7	2,2	0	0
<i>Singleseller conduits</i>	12,1	0,5	0,3	0,6	0
<i>Multiseller conduits</i>	198,8	42,1	112,6	93,9	164,1
<i>Unspecified</i>	221,9	28,9	42,0	50,9	66,7

Źródło: jak do tab. 5.

Państwa członkowskie strefy euro wychodząc z globalnego kryzysu finansowego zmieniły też sposoby emisji ABCP. Dominującymi w strefie euro początkowo były *multiseller conduits* oraz sposób dopasowywany do potrzeb emitenta. Wraz z globalnym kryzysem te formy emisji zmalały. Zaprzesztano też emisji sposobem *SIVs* oraz *singleseller conduits*.

4. INICJATYWA STEP NA RYNKU PAPIERÓW KOMERCYJNYCH STREFY EURO

Inicjatywa STEP została uruchomiona w lipcu 2001 r. wraz z utworzeniem grupy roboczej ACI–STEP. Głównym celem tej inicjatywy było stworzenie zintegrowanego rynku europejskich krótkoterminowych papierów wartościowych poprzez upodobnienie standardów i praktyk obowiązujących na poszczególnych rynkach krajowych strefy euro. W 2002 r. grupa robocza ACI–STEP opracowała zalecenia integrujące rynki krótkoterminowych papierów dłużnych strefy euro, wśród których do najważniejszych zaliczyć należy:

- wprowadzenie standaryzowanego Memorandum Informacyjnego dla wszystkich narodowych krótkoterminowych papierów wartościowych, w tym papierów komercyjnych,
- zapewnienie dostępności do tego Memorandum w ECB,
- stworzenie podstawowego indeksu emisji krótkoterminowych papierów wartościowych, obliczanego przez ECB i przyczyniającego się do zwiększenia przejrzystości rynku,
- kwalifikowanie tych walorów jako kapitału pierwszego rzędu po spełnieniu określonych warunków,
- wprowadzenie odpowiednich zmian do Dyrektywy o przedsięwzięciach zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (*Undertaking for Collective Investment in Transferable Securities* – UCITS), w celu zlikwidowania restrykcji dotyczących zakupów papierów krótkoterminowych,
- dokonywanie rozliczeń operacji tego samego dnia, niezależnie czy posiadają charakter operacji narodowych czy transgranicznych,

– wprowadzenie wspólnego formatu prawnego dotyczącego tych walorów w strefie euro [EURIBOR ACI, 2002].

W roku 2003 na bazie tych zaleceń przygotowano raport, w którym zaprezentowano dalsze propozycje działań w zakresie ujednolicania rynku krótkoterminowych papierów wartościowych strefy euro. Zalicza się do nich:

- ujednolicenie zasad emisji tych papierów wartościowych,
- wprowadzenie znaku rozpoznawczego (*STEP label*) potwierdzającego wypełnianie jednolitych standardów przez instrument finansowy,
- powierzenie ESBC zadań definiowania, zbierania, przetwarzania i publikowania danych statystycznych dotyczących transakcji na rynku STEP,
- założenie o powołaniu niezależnego komitetu, który przejąłby od ESBC uprawnienia do przydzielania znaku rozpoznawczego STEP [EURIBOR ACI, 2003].

W czerwcu 2006 r. zawarto Porozumienie Rynkowe STEP (STEP Market Convention) określające kryteria oraz procedury przyznawania i odbierania etykiety STEP emitowanym krótkoterminowym dłużnym papierom wartościowym (w tym papierom komercyjnym). Na mocy tej konwencji powołano STEP Market Committee, który otrzymał uprawnienia określania zasad przydzielania znaku STEP i wprowadzania zmian w regulacjach. Komitet został również zobowiązany do dostarczania wskazówek dotyczących interpretacji przepisów konwencji. Do bieżącego zarządzania programem STEP powołano STEP Secretariat.

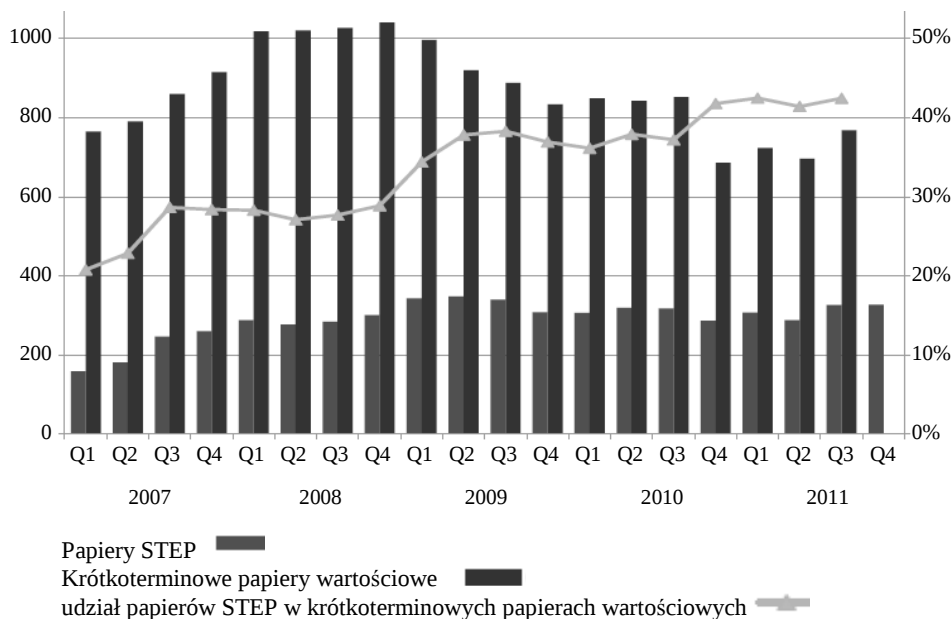
Inicjatywa ujednolicenia rynku krótkoterminowych papierów wartościowych strefy euro szybko się przyjęła. Znak STEP wprowadzono w 2006 r. a w 2011 r. realizowano 166 programów opatrzonych tym znakiem (ang. *active STEP label programmes*). Zauważalny stał się także wzrost obrotów krótkoterminowymi papierami wartościowymi ze znakiem STEP (rys. 2). Poprawiło się również zakładane w inicjatywie STEP bezpieczeństwo rynku. Segment dłużnych papierów wartościowych STEP wyszedł właściwie bez szwanku z zaburzeń globalnego kryzysu finansowego [ECB, 2012].

Krótkoterminowe papiery wartościowe strefy euro opatrzone znakiem STEP podlegają też ocenie ratingowej. Zgodnie z przyjętą metodologią inicjatywy STEP papiery te są klasyfikowane w trzech klasach ratingowych:

- Rating 1 – odnosi się do programów mających najwyższe ratingi kredytowe (A1, P1, F1),
- Rating 2 – odnosi się do programów, które mają wysokie ratingi kredytowe (A2, P2, F2),
- Rating 3 – odnosi się do programów o średnim ratingu kredytowym (A3, P3, F3), ze względu na niewielką ilość emisji tych walorów ich wartości nie są obecnie publikowane.

Opatrzone znakiem STEP mogą być także emitowane przez przedsiębiorstwa krótkoterminowe papiery dłużne. Ich dotychczasowy udział w rynku stanowił około 20% wartości emisji rezydentów strefy euro.

Zmiany zachodzące na rynku w okresie sierpień 2009–listopad 2012 przedstawia rys. 3.



Rys. 2 Wartości w obiegu papierów STEP strefy euro (w mld EUR)

Źródło: Euribor – EBF Newsletter nr 3, February 2012, s. 6, www.stepmarket.org.



Rys. 3. Wyemitowane papiery wartościowe opatrzone znakiem STEP w strefie euro (wartość w obiegu, stan na koniec okresu, mld EUR)

Źródło: www.ecb.int.

Wśród emisji krótkoterminowych papierów wartościowych przedsiębiorstw strefy euro dominują te, które posiadają rating 1. Według stanu na 16.11.2012 w obiegu z tym ratingiem znajdowały się krótkoterminowe papiery komercyjne o wartości ponad 8,1 mld EUR. Natomiast z ratingiem 2 tylko ponad 3,2 mld EUR. Wśród tych instrumentów dłużnych większość stanowią papiery wartościowe z terminem zapadalności od 41 do 100 dni.

Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych ze znakiem STEP rozwija się zatem stopniowo integrując środowisko ich emitentów. Kryteria STEP można stosować także do różnych realizowanych programów rynkowych, co powinno wpływać na pogłębianie się procesów integracyjnych rynku finansowego strefy euro. STEP stanowi jednak inicjatywę zaprojektowaną na wspieranie integracji rynku krótkoterminowych dłużnych papierów wartościowych. Stąd należy pod kątem osiągnięć tego rynku oceniać podjętą inicjatywę.

5. EBC NA RYNKU DŁUŻNYCH PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH STREFY EURO

Wkład do rozwoju inicjatywy STEP wnosi także EBC. Do czerwca 2010 r. na podstawie doraźnych porozumień udzielał on wsparcia Sekretariatowi STEP w procesie przyznawania znaku STEP. Od lipca 2010 r. STEP Secretariat realizuje proces przyznawania znaku samodzielnie, a ECB zapewnia dane statystyczne dla oceny zmian rynku STEP [ECB, 2011]. EBC systematycznie też, gdyż codziennie, ogłasza dane statystyczne o rentowności nowych emisji papierów wartościowych STEP denominowanych w euro, a w trybie miesięcznym o zasobach papierów wartościowych STEP.

Należy podkreślić także, że w październiku 2008 r. decyzją Rady Prezesów ECB rozszerzono listę aktywów kwalifikowanych mogących zabezpieczać operacje kredytowe Eurosystemu o papiery wartościowe ze znakiem STEP. 01.10.2011 pod wpływem kryzysu zadłużeniowego strefy euro powyższa decyzja została zawieszona. Z dniem 01.10.2012 papiery opatrzone znakiem STEP wyemitowane przez instytucje kredytowe powróciły na listę aktywów kwalifikowanych [ECB, 2012]. Fakt ten wskazuje na znaczne bezpieczeństwo obrotu papierami wartościowymi objętych inicjatywą STEP.

EBC wykorzystał też rynek komercyjnych papierów wartościowych w nadzwyczajnej polityce monetarnej prowadzonej wskutek globalnego kryzysu finansowego. Polityka ta została ukierunkowana na bezwzględne zachowanie płynności ogólnogospodarczej i/lub pro wzrostowe oddziaływanie na poziom stóp procentowych czy rozluźnienie ilości pieniądza w obiegu gospodarczym – w tym przypadku strefy euro.

EBC w tym celu stosował różne niestandardowe instrumenty polityki monetarnej. Rynek komercyjnych papierów wartościowych znalazł się w zasięgu polityki monetarnej EBC w ramach tzw. programu SMP – Securites Markets

Programme. Program ten funkcjonował na rynku pieniężnym strefy euro od maja 2010 i zakończył się wraz z podjęciem decyzji o wprowadzeniu nowego programu rozluźnienia ilościowego zwanego OMT – Outright Monetary Transactions. Dotyczył on zakupu długoterminowych obligacji rządowych od banków z założeniem oddziaływania na właściwą wycenę prywatnych papierów wartościowych rynku strefy euro. Zakup obligacji rządowych stanowi bowiem punkt odniesienia dla wyceny ryzykownych, prywatnie emitowanych papierów wartościowych. Gdy długoterminowe obligacje rządowe są skupowane, rentowność prywatnych papierów wartościowych spada równolegle do obligacji rządowych. Spadają także w tych transakcjach długoterminowe stopy procentowe stymulując długoterminowe inwestycje i globalny popyt w gospodarce. SMP obejmował też swym zasięgiem *direct credit easing* polegający na zakupie przez EBC papierów komercyjnych w postaci papierów wartościowych zabezpieczonych aktywami (sekurytyzacja aktywów). Rozluźnianie rynku pieniężnego tym sposobem polegało na wykorzystaniu konstrukcji ABCP do regulowania płynności w strefie euro.

6. PODSUMOWANIE

Rynek papierów komercyjnych strefy euro pomimo podejmowanych inicjatyw jego zintegrowania nie rozwija się dynamicznie. Do barier utrudniających jego pełną konwergencję z pozostałymi segmentami rynku pieniężnego strefy euro można zaliczyć: duże zróżnicowanie uregulowań prawnych, organizacyjnych i praktyk rynkowych dotyczących zasad emisji oraz obrotu tymi instrumentami finansowymi. Podjęta inicjatywa STEP ma wiele zalet i powinna oddziaływać pozytywnie na bezpieczeństwo rynku komercyjnych papierów wartościowych strefy euro. Globalny kryzys finansowy przyczynił się jednak do silnej destabilizacji tego rynku, co niewątpliwie utrudnia wnioskowanie o dynamice jego rozwoju i postępie w integracji. Stworzył natomiast nowe warunki wykorzystania komercyjnych papierów wartościowych przez EBC w polityce monetarnej skierowanej na stabilizowanie systemu finansowego strefy euro.

BIBLIOGRAFIA

- Dziennik Urzędowy UE, 2006.
ECB, 2010, *Euro money market study 2010*, Frankfurt.
ECB, (różne lata), *Monthly Bulletin*, Frankfurt.
ECB, (różne okresy), *Euro Area Securities Issue Statistics*, Frankfurt.
EFMLG, 2003, *Update Report European Financial Market Lawyers Group (EFMLG), The Money Market: Legal Aspects Of Short-term Securities*.
AFME, (różne lata), *ESF Securitisation Data Report*.

- EURIBOR ACI, 2002, *The Short-term Paper Market in Europe, Recommendations for the Development of a Pan-European Market, Consultation Report by the EURIBOR–ACI Short-term European Paper Task Force*, Frankfurt.
- EURIBOR ACI, 2003, *The Short-term Paper Market in Europe. Proposals and Recommendations for the Development of a Pan-European Market. A Report by the EURIBOR–ACI Short-term European Paper Task Force*.
- Przybylska-Kapuścińska W. (red.), 2007, *Rynek papierów wartościowych strefy euro*, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Kraków.
- Puszer B., 2011, *Rynek krótkoterminowych papierów wartościowych w strefie euro – stan obecny i perspektywy jego rozwoju*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska”, Sectio H, Oeconomica, vol. XLVI, Wydawnictwo Uniwersytetu M. Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Pyka I., 2012, *Rynkowe instrumenty finansowe w alokacji kapitału bankowego*, Difin, Warszawa.
- Zapadka P., Niemierka S., 2003, *Charakterystyka europejskiego systemu bankowego – zagadnienia instytucjonalno-prawne. System prawny oraz organizacja rynku finansowego w Unii Europejskiej*, „Bank i Kredyt”, nr 10.
- Waszkiewicz A., 2004, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, „Bank i Kredyt”, nr 4.

Irena Pyka
Blandyna Puszer

COMMERCIAL SECURITIES ON THE MONEY MARKET IN EUROZONE. ANALYSIS OF CHANGES IN THE PERIOD 2000–2011

The aim of the study is to identify and evaluate the changes, which have taken place in the period of 2000–2011 on the short-term corporate debt securities market, and therefore in this segment of the money market, which mainly contributes to more effective companies' fundraising and efficient financial capital allocation, supporting the economic growth.

The study indicates that short-term commercial securities market, despite implemented institutional initiatives, remains still weakly integrated part of the money market in euro area. The global financial crisis has caused significant differentiation of credit risk on this market, which was reflected in the declining of capitalization of this segment of the money market. The reasons for the low integration in the Eurozone are not directly related to the global financial crisis. They require further overcoming the integration barriers on the institutional and legal plane, differentiating national, short-term corporate debt markets.