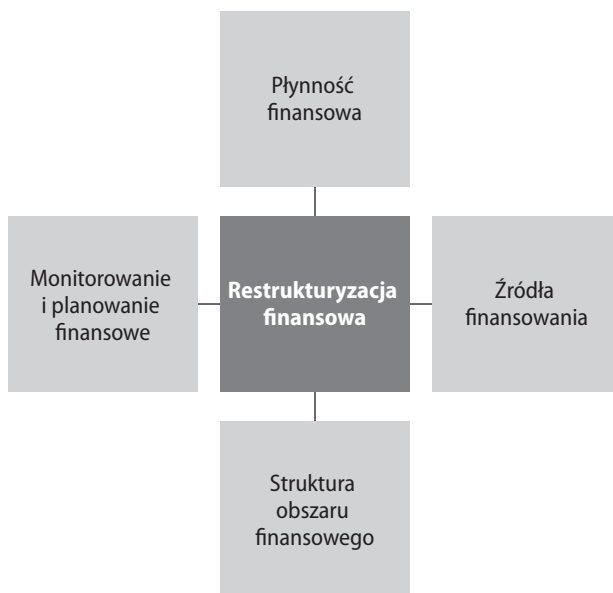


W szczególności celem procesów sanacji finansów przedsiębiorstwa jest:

- zapewnienie płynności finansowej na oczekiwanym poziomie,
- osiągnięcie satysfakcjonującego poziomu przychodów,
- optymalizacja kosztów w celu zapewnienia docelowej rentowności,
- pozyskanie odpowiednich źródeł finansowania majątku, dostosowanych do jego struktury,
- stworzenie narzędzi monitorowania i planowania finansowego dla zapewnienia stabilizacji w długookresowej gospodarce finansowej,
- wdrożenie modelu organizacyjnego w obszarze finansowym, umożliwiającego dostęp do rzetelnych danych finansowych, ze stosownym wyprzedzeniem.

Najważniejsze obszary restrukturyzacji finansowej są przedstawione na rysunku 4.3.



Rysunek 4.3. Obszary restrukturyzacji finansowej

Źródło: opracowanie własne.

Czynności, które powinny być podejmowane w pierwszej kolejności w ramach restrukturyzacji, są następujące:

- zdiagnozowanie problemu,
- zidentyfikowanie i wdrożenie rozwiązania,
- znalezienie zasobów gwarantujących przetrwanie firmie, zanim pojawią się efekty restrukturyzacji.

Restrukturyzacja finansowa może obejmować zarówno umorzenie części zadłużenia, jak i zmianę warunków spłaty zaciągniętych już zobowiązań. Skłonność instytucji finansowych, a także kontrahentów przedsiębiorstwa do redukcji zadłużenia będzie zazwyczaj pochodną, z jednej strony, oceny potencjału restrukturyzacyjnego firmy (czy uda się wyjść na prostą?), z drugiej zaś – posiadanych przez wierzycieli zabezpieczeń (zwłaszcza ich wartości rynkowej względem wartości niespłaconych zobowiązań). Zmiana warunków dla posiadanych już zobowiązań może polegać m.in. na:

- rozłożeniu na raty spłaty zaległych zobowiązań,
- odroczeniu terminu płatności rat kapitałowych,
- zmianie wysokości oprocentowania restrukturyzowanego długu,
- ustanowieniu dodatkowych zabezpieczeń dla zrestrukturyzowanych zobowiązań przedsiębiorstwa.

W szczególnych okolicznościach dłużnik przeprowadzający restrukturyzację może zaproponować swoim wierzycielom zamianę części wierzytelności na akcje lub udziały przedsiębiorstwa (zamiana kapitału obcego na kapitał własny).

► Warto przyjrzeć się procesom konwersji wierzytelności na akcje na polskim rynku finansowym:

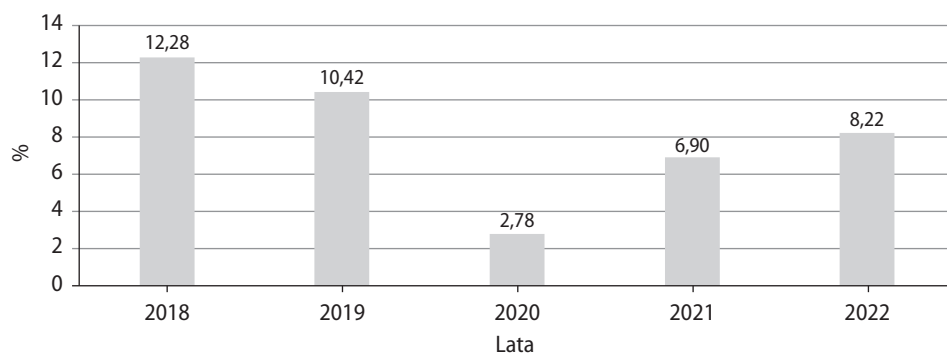
- **TXM S.A.:** <https://www.money.pl/gielda/propozycje-ukladowe-txm-przewiduja-m-in-konwersje-wierzytelnosci-na-akcje-6426162479658625a.html>
- **IDH DEVELOPMENT S.A. i LED Lease S.A. w restrukturyzacji:** <https://www.bankier.pl/wiadomosc/IDH-DEVELOPMENT-S-A-Nabycie-akcji-spolki-LED-Lease-S-A-w-restrukturyzacji-8050844.html>
- **Action S.A.:** https://www.gpw.pl/komunikat?geru_id=377622&title=Rejestracja+i+zako%C5%84czenie+subskrypcji+akcji+serii+D+Emitenta
- **Miraculum S.A.:** <https://www.biznesradar.pl/a/123342,glowni-wierzyciele-miraculum-deklaruja-chec-konwersji-zobowiazan-na-akcje-nowej-emisji>
- **Browar Czarnków S.A.:** <https://www.money.pl/gielda/komunikaty/6671848280245889.html>
- **CCC S.A.:** https://www.stockwatch.pl/komunikaty-spolek/ccc,zawarcie-porozumienia-w-sprawie-zmiany-warunk-2023-11-24,espi,20231124_212738_0000285707

Restrukturyzacja zobowiązań nie wyczerpuje katalogu zmian, jakie należy przeprowadzić w zagrożonym przedsiębiorstwie. Trzeba mieć przede wszystkim na uwadze następujące alternatywne bądź komplementarne działania reorganizacyjne:

- skrócenie cyklu konwersji gotówki poprzez:
 - zwiększenie efektywności ściągania należności,
 - skorzystanie z takich usług jak faktoring,
 - efektywność zarządzania zapasami (na etapie produkcji, dystrybucji, sprzedaży),
 - wydłużanie okresów płatności zobowiązań,

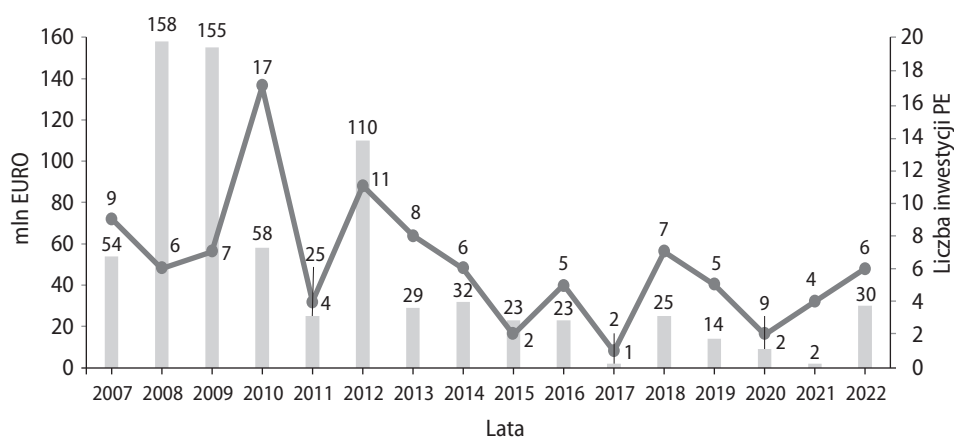
- analizę procesów wewnętrznych pod kątem ich ewentualnego outsourcingu,
- sprzedaż zbędnego majątku nieoperacyjnego (majątek niegenerujący lub nieprzyczyniający się do wzrostu EBITDA), zastosowanie leasingu zwrotnego czy sekurytyzacji strumieni należności,
- dopuszczenie nowych właścicieli (np. funduszy private equity, PE).

Inwestycje w aktywa zagrożone, mimo relatywnie niskiej popularności w Polsce i regionie CEE (Europie Środkowej i Wschodniej), są szeroko wykorzystywanym narzędziem restrukturyzacji w krajach o nieco dłuższej tradycji prawnej i ekonomicznej w tym obszarze (rysunki 4.4 i 4.5).



Rysunek 4.4. Udział liczby inwestycji PE w spółki zagrożone z regionu CEE na tle Europy (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Invest Europe (2023) – dane dla transakcji *rescue/turnaround*.

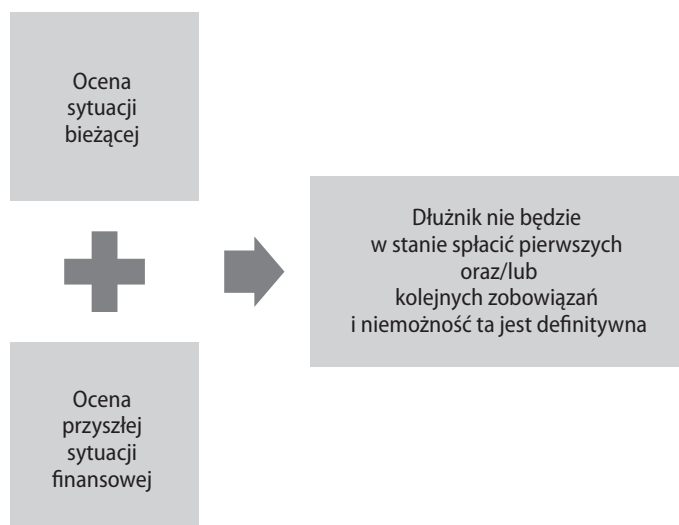


Rysunek 4.5. Wartość (słupki) i liczba (linia) inwestycji PE w sektorze firm zagrożonych w regionie CEE w latach 2007–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Invest Europe (2023) – dane dla transakcji *rescue/turnaround*.

Efektywność wprowadzonych zmian restrukturyzacyjnych zależy w dużej mierze od zaufania i cierpliwości kluczowych wierzycieli. Owoce zmian w firmie mogą być łatwo utracone, gdy wierzyciele postanowią wszcząć postępowanie egzekucyjne w celu dochodzenia swoich roszczeń względem firmy. W celu zapobieżenia takiej sytuacji dłużnicy dążą do zawarcia tzw. *standstill agreement*. Umowa ta ogranicza ryzyko nieskoordynowanych postępowań egzekucyjnych i stanowi swoiste zawieszenie broni między dłużnikiem i stronami finansującymi.

Restrukturyzacja źródeł finansowania przedsiębiorstw powinna być prowadzona jedynie wtedy, gdy istnieje duże prawdopodobieństwo powrotu firmy do samodzielnego funkcjonowania, a zatem uzyskania zdolności do trwałego regulowania swoich zobowiązań. W przeciwnym razie ekonomicznie uzasadnione będzie ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa (rysunek 4.6).



Rysunek 4.6. Analiza przesłanek upadłościowych przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne.

Zagadnienie prognozowania upadłości przedsiębiorstwa wykracza poza ramy tego rozdziału*. Można jedynie wspomnieć, że w procesach tych wykorzystywane są takie zróżnicowane metody i źródła jak:

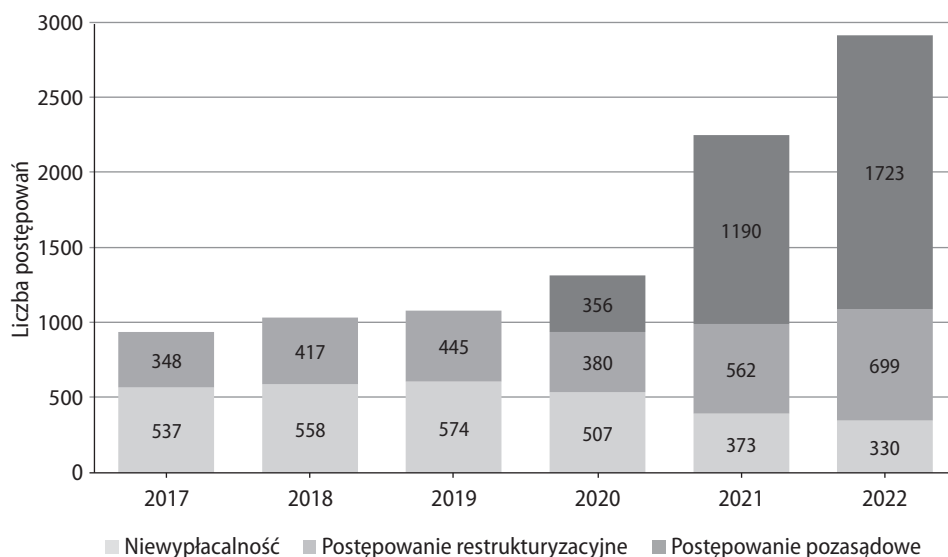
- metody analizy wskaźnikowej,
- modele statystyczne / ratingi,
- metoda analizy dyskryminacyjnej,
- analiza przepływów pieniężnych.

* Szerzej na temat metod prognozowania trudności finansowych przedsiębiorstw: Kopczyński (2023).

Aby poznać metody weryfikacji przesłanek upadłościowych firmy, warto zapoznać się z krajowym standardem rewizji finansowej nr 1 (Załączniki, 2010). Zgodnie z nim znamionami zagrożeń dla kontynuacji działalności mogą być w szczególności:

- odejście z firmy kluczowego personelu kierowniczego (i brak jego następców),
- utrata podstawowego rynku, licencji, głównego dostawcy,
- toczące się przeciwko jednostce postępowanie sądowe lub administracyjne, które w przypadku niekorzystnego rozstrzygnięcia spowoduje powstanie zobowiązań, których jednostka nie zdoła zaspokoić.

Wzrost liczby postępowań restrukturyzacyjnych w Polsce w ostatnich latach skłania do optymizmu – wydaje się, że rynek finansowy zaakceptował tę instytucję jako wiarygodną alternatywę dla procesów upadłościowych. Jest to istotne dlatego, że niestabilność otoczenia, np. kryzys wywołany pandemią COVID-19 w 2020 r. oraz inwazja Rosji na Ukrainę w 2022 r., wpływa na kondycję finansową przedsiębiorstw i jest przyczyną znacznego wzrostu liczby firm zagrożonych niewypłacalnością (rysunek 4.7).



Rysunek 4.7. Liczba postępowań upadłościowych i restrukturyzacyjnych w Polsce w latach 2017–2022

Źródło: opracowanie własne na podstawie obwieszczeń wymaganych przez Prawo restrukturyzacyjne i Prawo upadłościowe i publikowanych w Krajowym Rejestrze Zadłużonych (Zaremba, 2022).

Podsumowując problematykę restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstw, warto zapamiętać, że:

- postępowania restrukturyzacyjne prowadzi się **wobec dłużników niewypłacalnych lub zagrożonych niewypłacalnością**,

Tabela 7.3. Porównanie dyrektyw NFRD i CSRD

Cechy	Dyrektywa NFRD	Dyrektywa CSRD
Zakres podmiotowy	duże jednostki interesu publicznego (powyżej 500 pracowników)	większa liczba podmiotów, w tym mniejsze spółki
Treść raportu	ogólne wymogi dotyczące ESG	szczegółowe i bardziej kompleksowe standardy ESRS
Weryfikacja	opcjonalna	obowiązkowa
Format publikacji	brak wymogu formatu cyfrowego	obligatoryjny format cyfrowy (XHTML, ESEF)
Horyzont czasowy	retrospektywne dane	uwzględnienie perspektywy krótko- i długoterminowej

Źródło: opracowanie własne.

Narzędziem wspierającym raportowanie w ramach dyrektyw NFRD i CSRD jest w Unii Europejskiej tzw. **taksonomia UE**. Są to jednolite unijne ramy klasyfikacji działalności gospodarczej, które mają na celu określenie, czy dana działalność jest zrównoważona środowiskowo. Wprowadzona rozporządzeniem Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2020/852 (tzw. rozporządzeniem taksonomii) taksonomia wspiera inwestorów, przedsiębiorstwa i decydentów politycznych w identyfikowaniu działalności gospodarczej, która przyczynia się do realizacji celów środowiskowych i klimatycznych Unii Europejskiej.

Głównymi celami taksonomii UE są:

- zwiększenie przejrzystości – zapewnienie, że inwestycje oznaczane jako „zielone” rzeczywiście wspierają cele zrównoważonego rozwoju,
- zapobieganie zjawisku *greenwashing* – utrudnienie praktyk fałszywego przedstawiania działalności jako ekologicznej,
- wspieranie Europejskiego Zielonego Ładu – promowanie inwestycji w technologie i projekty, które przyczyniają się do osiągnięcia neutralności klimatycznej do 2050 r.

Taksonomia UE obowiązuje duże przedsiębiorstwa podlegające dyrektywie NFRD i CSRD, uczestników rynku finansowego (np. fundusze inwestycyjne, banki) oraz instytucje publiczne wspierające finansowanie zrównoważonych projektów. Wymaga ona od przedsiębiorstw ujawniania, w jakim stopniu ich działalność, obroty, wydatki kapitałowe (CapEx) i operacyjne (OpEx) są zgodne z kryteriami taksonomii. Aby działalność była uznana za zrównoważoną środowiskowo, musi:

- istotnie przyczyniać się do realizacji przynajmniej jednego z celów środowiskowych,
- nie być sprzeczna z innymi celami środowiskowymi,
- spełniać minimalne gwarancje społeczne (np. wynikające z wytycznych OECD czy zasad Organizacji Narodów Zjednoczonych dotyczących praw człowieka).

Od 2017 r. w Polsce obowiązuje tzw. **Standard Informacji Niefinansowej** (SIN) stworzony przez Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych i Fundację Standardów Raportowania. Standard ten składa się z dwóch części i jest samoregulacyjnym, przejrzystym i prostym standardem, polecanym szczególnie dla spółek, które nie miały wcześniej styczności z raportowaniem niefinansowym (Biernacki, 2016, s. 11). Adresatami SIN są przede wszystkim spółki notowane na giełdzie, ale również inne przedsiębiorstwa, instytucje i organizacje.

7.3. Koncepcja struktury raportu niefinansowego

Wśród dostępnych dla przedsiębiorstw metod prezentacji informacji niefinansowych, obok obowiązujących standardów i norm, znajduje się współczesny schemat raportu zintegrowanego oparty na **koncepcji raportowania zrównoważonego rozwoju**. Raport zrównoważonego rozwoju jest to dokument zawierający kluczowe informacje finansowe i niefinansowe, które umożliwiają ocenę ich wzajemnego wpływu na siebie (Eccles i Krzus, 2010, s. 329–331). Z kolei IIRC (International Integrated Reporting Council – Międzynarodowa Rada Sprawozdawczości Zintegrowanej) definiuje raportowanie zintegrowane jako „zwięzły komunikat na temat strategii przedsiębiorstwa, ładu korporacyjnego, osiągalnych efektów działalności gospodarczej i perspektyw rozwojowych w kontekście środowiska zewnętrznego, które to elementy mają służyć kreowaniu wartości w krótkim, średnim i długim terminie” (International Integrated Reporting Council, 2013, s. 7, tłum. na język polski – T.G.).

Prezentacja informacji na temat społecznej odpowiedzialności biznesu w raportach przedsiębiorstw może przybrać różne formy (rysunek 7.2).

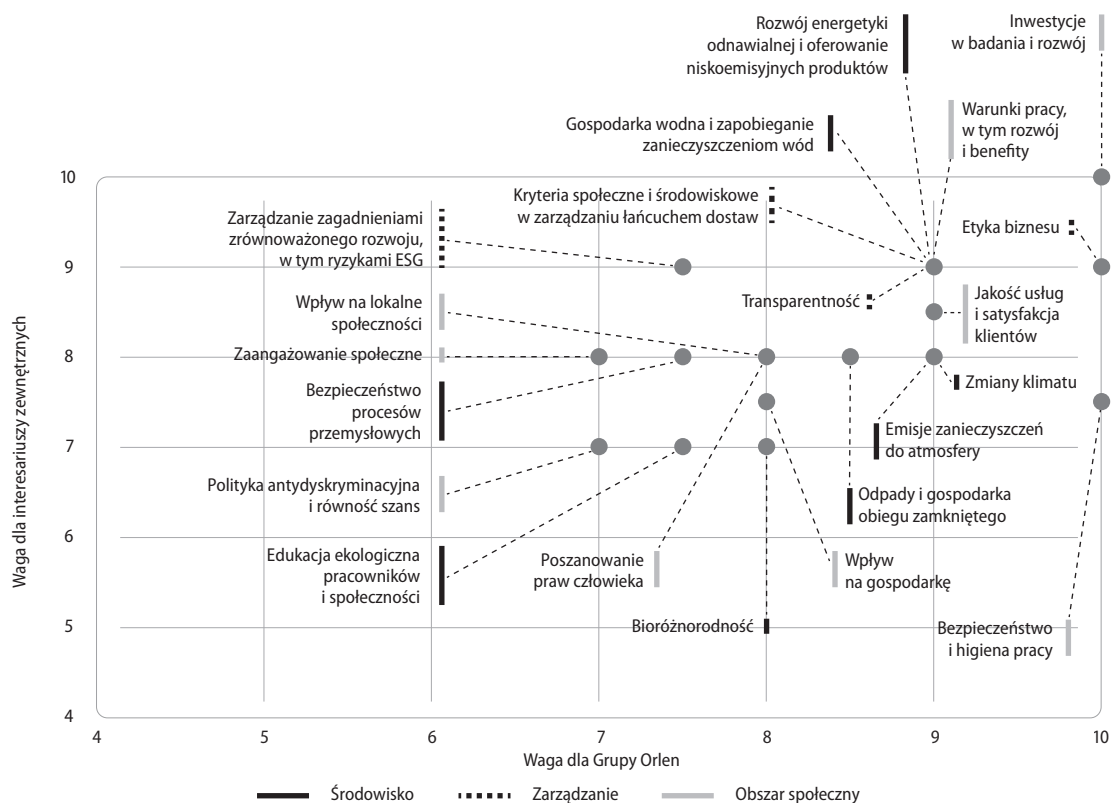


Rysunek 7.2. Formy raportowania niefinansowego

Źródło: opracowanie własne.

Jednym z najnowszych trendów i zarazem najbardziej rozwiniętą formą sprawozdawczości korporacyjnej jest raport zintegrowany (*integrated report*, IR), składający się z informacji finansowej i niefinansowej. Po raz pierwszy raporty zawierające informacje niefinansowe pojawiły się kilkanaście lat temu jako spontaniczna praktyka firm dążących do dostarczenia odbiorcom coraz obszerniejszych i zarazem bardziej przydatnych informacji, dotyczących zrównoważonego rozwoju i CSR (Bek-Gaik i Surowiec, 2020, s. 200; Kobiela-Pionnier, 2018, s. 141). Dziś w wielu przedsiębiorstwach jest to już standard.

W celu opracowania *Sprawozdania na temat informacji niefinansowych* za rok 2023 Grupa Orlen przeprowadziła konsultacje i badania ankietowe wśród interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych. W ten sposób powstała mapa istotnych obszarów i zagadnień, które powinny zostać uwzględnione w raportowaniu (rysunek 7.3).



Rysunek 7.3. Mapa istotnych tematów raportowania ESG w Grupie Orlen z 2023 roku

Źródło: Orlen (2024, s. 9).

Nie ma jednego schematu, jak przygotować raport niefinansowy i każda jednostka powinna zgodnie ze swoją najlepszą wiedzą sprostać oczekiwaniom interesariuszy, wychodząc od analizy strategii działania na kolejne lata czy dekady.

7.4. Znaczenie informacji niefinansowej dla współczesnych przedsiębiorstw

Obecnie informacje niefinansowe zyskują coraz większe znaczenie, uzupełniając tradycyjne dane finansowe i stając się ważnym elementem skutecznego zarządzania przedsiębiorstwem. Informacja niefinansowa obejmuje szereg aspektów, które wpływają na reputację, zrównoważony rozwój, zaangażowanie interesariuszy i ogólną wydajność firmy czy zdolność do pozyskania kapitału, co zostało zaprezentowane w tabeli 7.4.

Tabela 7.4. Zakres oddziaływania informacji niefinansowej na przedsiębiorstwa

Obszar	Opis
Wizerunek i reputacja	Informacje niefinansowe, dotyczące takich aspektów jak działalność społeczna, etyka biznesu czy zaangażowanie społeczności lokalnej, mają wpływ na postrzeganie firmy. Pozytywny wizerunek może przyciągać klientów, inwestorów i pracowników.
Zrównoważony rozwój	Przedsiębiorstwa coraz częściej kładą nacisk na zrównoważony rozwój, obejmujący aspekty środowiskowe, społeczne i korporacyjne. Informacje niefinansowe dotyczące działań proekologicznych, inicjatyw społecznych czy zarządzania łańcuchem dostaw stanowią główną część strategii zrównoważonego rozwoju.
Zaangażowanie pracowników	Informacje o programach rozwoju pracowników, polityce zatrudnienia czy zaangażowaniu społecznym mogą wpływać na motywację i zaangażowanie pracowników, co z kolei przekłada się na efektywność firmy.
Relacje z interesariuszami	Przedstawianie informacji niefinansowych jest istotne w budowaniu i utrzymywaniu pozytywnych relacji z interesariuszami, takimi jak klienci, dostawcy, społeczność lokalna czy instytucje rządowe. Wpływa jednoznacznie pozytywnie na zdolność do pozyskiwania kapitału.
Ryzyko i zarządzanie kryzysowe	Informacje niefinansowe odnoszące się do zarządzania ryzykiem, planów zarządzania kryzysowego czy odporności organizacyjnej są kluczowe w identyfikowaniu i ograniczaniu potencjalnych zagrożeń dla firmy.
Innowacje i badania rozwojowe	Dane dotyczące innowacji, badań rozwojowych, postępu technologicznego i strategii związanych z wprowadzaniem nowych produktów i usług są niezwykle istotne w konkurencyjnym środowisku biznesowym.
Regulacje i zgodność (compliance)	Informacje niefinansowe obejmujące zgodność z przepisami, praktykami etycznymi i normami branżowymi są niezbędne do unikania ryzyka prawnofinansowego i utrzymania poziomu wiarygodności.

cd. tabeli 7.4

Obszar	Opis
Media społecznościowe i komunikacja online	W dobie mediów społecznościowych reputacja firmy może zależeć w dużej mierze od informacji niefinansowych publikowanych online. Aktywność w mediach społecznościowych, opinie klientów i zaangażowanie online stają się elementem strategii komunikacji.

Źródło: opracowanie własne.

Sprawozdawczość niefinansowa odnosi się do raportowania informacji ESG, które nie są ujmowane w sprawozdaniach finansowych. Informacje te mogą być jakościowe lub ilościowe i stanowią podstawę takich raportów niefinansowych jak raporty zrównoważonego rozwoju czy raporty ESG. Obszar ten charakteryzuje się jednak wciąż brakiem jednolitości i spójności.

Celem raportowania zrównoważonego rozwoju jest odpowiedź na rosnące potrzeby informacyjne społeczeństwa, dostarczanie danych interesariuszom oraz wspieranie podejmowania świadomych decyzji inwestycyjnych i konsumpcyjnych. Raporty niefinansowe stają się również narzędziem weryfikacji, w jakim stopniu przedsiębiorstwa realizują cele zrównoważonego rozwoju. Sprawiają, że instytucje lepiej postrzegają firmy prowadzące działalność zgodną z zasadami zrównoważonego rozwoju, oraz motywują do dostosowania się do tych standardów. Kluczowe znaczenie mają jednak jakość raportowanych informacji i ich weryfikacja, która pozwala budować zaufanie interesariuszy.

W odróżnieniu od sprawozdawczości finansowej, która ma długą historię oraz wysoki poziom standaryzacji i regulacji, raportowanie niefinansowe jest stosunkowo młode i wciąż się rozwija – pod względem zarówno regulacji, jak i praktyk biznesowych. Nie ulega jednak wątpliwości, że informacje niefinansowe coraz częściej uznaje się za istotny element działalności przedsiębiorstw. Umiejętne zarządzanie nimi pozwala firmie nie tylko na zdobycie przewagi konkurencyjnej, ale także na lepsze dostosowanie się do zmieniających się oczekiwań społeczeństwa i na długofalowy rozwój.

Bibliografia

- Adams, A. C., Alhamood, A. M. i He, X. (2022). The development and implementation of GRI standards: Practice and policy issues. W: C. A. Adams (red.), *Handbook of accounting and sustainability* (s. 26–43). Edward Elgar Publishing.
- Bek-Gaik, B. i Surowiec, A. (2020). *Informacje niefinansowe w sprawozdawczości organizacji*. CeDeWu.
- Biernacki, P. (2016). Raportowanie informacji niefinansowych. (R)ewolucja. W: R. Sroka (red.), *Raportowanie niefinansowe. Wartość dla spółek i inwestorów* (s. 9–12). Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych.

Istotny dla inwestora z punktu widzenia szacowania ryzyka inwestycyjnego jest podział na obligacje zwykłe (*general obligation bonds*) i przychodowe (*revenue bonds*). W pierwszym przypadku emitent odpowiada przed wierzycielami na zasadach ogólnych, tj. swoim majątkiem i dochodami (bieżącymi i przyszłymi). Z kolei **obligacje przychodowe** mogą ograniczać odpowiedzialność emitenta do przychodów i/lub wartości majątku powstałego ze środków zgromadzonych dzięki emisji (Wiśniewski, 2016, s. 191–194). Obligacje te są stosowane najczęściej w sytuacji, gdy dane zadanie jest realizowane na zasadzie finansowania projektowego (*project finance*), które ogólnie polega na wydzieleniu osobnego podmiotu – spółki celowej (*special purpose vehicle*, SPV), a zaciągnięty dług dotyczy tylko tego podmiotu, natomiast zaangażowanie finansowe właściciela projektu ogranicza się wyłącznie do środków finansowych zainwestowanych w formie kapitałów własnych. Przepisy prawa mogą jednak przewidywać możliwość zachowania pełnej odpowiedzialności emitenta przed jego wierzycielami z tytułu tego typu obligacji, co przy dodatkowym ustanowieniu pierwszeństwa wierzycieli do majątku i/lub przychodów projektu finansowanych z emisji obligacji czyni te walory bardziej wiarygodnymi kredytowo.

Większość obligacji charakteryzuje się bezwarunkowością świadczenia, jednakże w ostatnich dekadach potrzeby społeczne i środowiskowe wpłynęły na pojawienie się wielu niestandardowych rozwiązań finansowych bazujących na obligacjach, ale uzależniających wypłatę świadczenia od zaistnienia określonych czynników lub okoliczności (tzw. triggerów). Przykładowo dynamiczne zjawiska pogodowe w Stanach Zjednoczonych (np. tornada) były przyczynkiem do powstania **obligacji katastroficznych** (*catastrophe bonds*, *CAT bonds*), których nabywcy ryzykują utratę swoich kapitałów w przypadku wystąpienia określonych negatywnych zjawisk pogodowych w zamian za obietnicę otrzymania ponadprzeciętnych dochodów w razie ich braku (Jastrzębska i in., 2014, s. 350–351).

Innym przykładem obligacji z uwarunkowaną wypłatą świadczeń są **obligacje śmierci** (*death bonds*). Są one skutkiem sekurytyzacji umów ubezpieczenia na życie osób śmiertelnie chorych. Dzięki środkom pozyskanym od inwestorów chorzy otrzymują środki na leczenie i podtrzymanie zdrowia i życia. Jednak im dłuższe jest życie ubezpieczonego chorego, tym niższy dochód inwestora. Kontrakty tego typu budzą oczywiste dylematy etyczne, lecz są odpowiedzią rynku finansowego na potrzeby społeczne (Wogórka-Hyczko, 2009, s. 284–286).

Kolejnym przykładem zastosowania mechanizmu obligacji do realizacji zadań społecznych są **obligacje społeczne** (*social impact bonds*), dzięki którym pozyskiwane są środki prywatne na konkretne zadanie o charakterze społecznym. Inwestor, przekazując emitentowi kapitały pieniężne, finansuje takie działanie. Gdy zakończy się ono powodzeniem (zrealizowany zostanie cel społeczny), konkretny podmiot

publiczny, który jest stroną tego kontraktu, refinansuje koszty podjętych działań i płaci za zwrot inwestorom ich kapitałów wraz z należnymi, ponadprzeciętnymi odsetkami. W przypadku niepowodzenia przedsięwzięcia inwestor traci zaangażowany kapitał. Taki montaż finansowy pozwala na zwiększenie efektywności działań prospołecznych, a inwestorowi daje – obarczoną znacznym ryzykiem – szansę na ponadprzeciętny zysk (Marchewka-Bartkowiak i Wiśniewski, 2015, s. 205–222). Podobne rozwiązanie jest również stosowane dla celów prorozwojowych, polegających na dostarczaniu wybranych dóbr publicznych (np. w zakresie edukacji, ochrony zdrowia lub transformacji energetycznej). Takie obligacje określa się mianem rozwojowych (*development impact bonds*).

► Przykłady obligacji społecznych i rozwojowych można znaleźć na stronie organizacji **Instiglio** (<https://www.instiglio.org/>), zajmującej się promowaniem i opisywaniem tego typu rozwiązań na świecie.

Warto wskazać także inne rodzaje obligacji, których emisję dopuszcza polskie prawo po nowelizacji ustawy o obligacjach z 2015 r. (Ustawa, 2015). Pierwszymi z nich są **obligacje wieczyste** (konsole, *consols*, *perpetual bonds*). Sama nazwa wskazuje, że są to obligacje, w których emitent nie określa terminu ich wykupu. Pozyskuje w ten sposób długoterminowe finansowanie, za które musi jednak zapłacić relatywnie wyższe odsetki. Dla inwestora oznacza to możliwość osiągnięcia wyższych dochodów niż w przypadku inwestycji w obligacje zwykłe, jednak godzi się on na to, że ulokowany kapitał może nie zostać zwrócony. Obligacje wieczyste takie są najstarszym typem obligacji – w szczególności emitowały je na znaczną skalę państwa w XVIII i XIX w. (Homer i Leibowitz, 2004, s. 33–34). Obecnie ich popularność jest zdecydowanie mniejsza. Największe zainteresowanie tego typu instrumentami odnotowuje się w Stanach Zjednoczonych w czasie występowania relatywnie niskich stóp procentowych (np. w drugiej dekadzie XXI w.).

Drugą grupą obligacji, którą dopuszcza prawo, są **obligacje podporządkowane** (*subordinated bonds*). W ustawie o obligacjach taka nazwa nie występuje, ale przepisy tego aktu stanowią, że emitent w warunkach emisji może postanowić, że wierzytelności wynikające z emitowanych przez niego obligacji, jeżeli nie zostały zabezpieczone, w przypadku upadłości lub likwidacji będą zaspokojone po zaspokojeniu wszystkich innych wierzytelności przysługujących wierzycielom wobec tego emitenta (Ustawa, 2015, art. 22). Możliwość finansowania za pomocą tych obligacji ma duże znaczenie dla instytucji finansowych (głównie banków), ponieważ pozyskane w ten sposób kapitały mogą być wykazywane jako element kapitału regulacyjnego przy wypełnianiu przez te instytucje nadzorczych wymogów kapitałowych (Wiśniewski, 2016, s. 187–188). Ponadto obligacje podporządkowane mogą być wykorzystywane w finansowaniu przedsięwzięć w ramach partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP).

Przykładem **obligacji podporządkowanych** może być inicjatywa Komisji Europejskiej dotycząca tzw. obligacji projektowych, realizowana wspólnie z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym. Inicjatywa ta ma na celu wspieranie przedsięwzięć PPP i polega (w skrócie) na tym, że strona publiczna poprzez wniesienie do spółki celowej środków publicznych jako długu podporządkowanego (ewentualnie poprzez gwarantowanie tego długu, np. obligacji podporządkowanych spółki) podnosi wiarygodność kredytową pozostałych obligacji (projektowych, „uprzywilejowanych”), co skutkuje niższym oprocentowaniem tych obligacji i obniżeniem kosztów finansowania całego przedsięwzięcia (Marchewka-Bartkowiak i Wiśniewski, 2014, s. 139–157).

Warto wspomnieć również o **obligacjach zielonych** (*green bonds*). Są one współczesnym rodzajem tzw. obligacji tematycznych (*theme bonds*), czyli takich, których emisja służyć ma finansowaniu konkretnych zadań. Celem takiego nazywania obligacji (etykietowania, labellingu) jest wywołanie wśród inwestorów pozytywnych skojarzeń i zwiększenie ich zainteresowania nabywaniem tych papierów wartościowych. Dzięki temu można pozyskać kapitał po relatywnie niższej cenie z uwagi na względnie wyższy popyt. Przykładem innych obligacji tematycznych, występujących w przeszłości, są obligacje wojenne czy obligacje związane z realizacją wielkich projektów inwestycyjnych, popularnych w danym czasie, np. obligacje kolejowe i autostradowe. Współcześnie, w związku z koniecznością podejmowania działań mających na celu ochronę środowiska i zapobieganie negatywnym skutkom działalności człowieka, w tym zmianom klimatycznym, obligacje zielone i klimatyczne (*green and climate bonds*) stały się ważnym rozwiązaniem finansowym. Pozyskiwane tą drogą środki finansowe muszą być wykorzystane do finansowania konkretnych, zdefiniowanych działań prośrodowiskowych. Ze względu na przejrzystość rynku obligacje te podlegają również „zielonej” certyfikacji dokonywanej przez podmioty oceniające i monitorujące, czy dany projekt finansowany obligacjami rzeczywiście służy celom prośrodowiskowym. Najważniejszym jednak atutem tych walorów jest to, że dzięki „zielonemu etykietowaniu” możliwe jest pozyskanie środków od odpowiedzialnych społecznie inwestorów, którzy inwestują nie tylko, aby uzyskać dochody, ale także aby wspierać społecznie odpowiedzialne działania. Emitentami takich obligacji były najpierw głównie podmioty publiczne, skarby państw czy banki rozwoju. Obecnie coraz częściej takie instrumenty emitują też przedsiębiorstwa i jednostki samorządu terytorialnego (Wiśniewski i Zieliński, 2019, s. 93–96).

► Obszerne i aktualne dane na temat obligacji zielonych można znaleźć na stronie organizacji **Climate Bonds Initiative**: <https://www.climatebonds.net/>

Warto podkreślić, że obligacje zielone, społeczne i rozwojowe stanowią interesującą opcję dla inwestorów społecznie odpowiedzialnych. Oprócz możliwości uzyskania odsetek przyczyniają się do realizacji zadań prospołecznych i prośrodowiskowych.

10.3. Inne dłużne instrumenty finansowe

Są to instrumenty, które różnią się od obligacji przede wszystkim odmienną podstawą prawną i celem emisji.

Wśród nich można wymienić **listy zastawne**. Są to dłużne papiery wartościowe emitowane przez banki hipoteczne. Banki te udzielają kredytów hipotecznych (zabezpieczonych hipoteką na nieruchomości), a następnie emitują zabezpieczone tymi aktywami listy zastawne (w ten sposób następuje tzw. sekurytyzacja aktywów). Listy zastawne są zatem zabezpieczone aktywami, względem których posiadaczom tych listów przysługuje bezpośrednio roszczenie zarówno do osobnej, wyodrębnionej masy upadłości, jak i do banku hipotecznego. Dzięki pozyskanym z emisji listów zastawnych środkom banki hipoteczne mogą udzielać kolejnych kredytów hipotecznych. Z punktu widzenia inwestora opisywane papiery wartościowe są instrumentami relatywnie bezpiecznymi, gdyż zabezpieczonymi aktywami (*asset-backed securities*, ABS).

Banki hipoteczne mogą emitować hipoteczne listy zastawne i publiczne listy zastawne. **Hipoteczny list zastawny** jest papierem wartościowym, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami. W liście tym bank zobowiązuje się wobec uprawnionego do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych. Z kolei **publiczny list zastawny** jest papierem wartościowym, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego z tytułu kredytów w części zabezpieczonej wraz z należnymi odsetkami, gwarancją lub poręczeniem Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Banku Centralnego, rządów lub banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, z wyłączeniem państw, które restrukturyzują lub restrukturyzowały swoje zadłużenie zagraniczne w ciągu ostatnich 5 lat, oraz gwarancją lub poręczeniem Skarbu Państwa zgodnie z przepisami odrębnych ustaw (Ustawa, 1997b, art. 3). Podstawą ich emisji mogą być również kredyty udzielone tym podmiotom, kredyty zabezpieczone gwarancjami lub poręczeniami tych podmiotów, nabyte papiery wartościowe emitowane przez Skarb Państwa czy jednostki samorządu terytorialnego, a także zabezpieczone poręczeniami lub gwarancjami Skarbu Państwa walory dłużne Banku Gospodarstwa Krajowego (Ustawa, 1997b, art. 3).

Banki mogą też emitować własne dłużne papiery wartościowe. Są to tzw. **certyfikaty depozytowe** (*certificates of deposit*, CDs), które w polskim prawie funkcjonują jako „bankowe papiery wartościowe” (Ustawa, 1997a, rozdział 7). Celem ich emisji jest gromadzenie środków pieniężnych, dzięki którym banki mogą prowadzić czynności aktywne, tj. przede wszystkim udzielać kredytów. W pewnym sensie stanowią one dla banków alternatywę w stosunku do tradycyjnego pozyskiwania kapitałów w drodze prowadzenia rachunków bankowych, w tym rachunków oszczędnościowych. Inwestor musi jednak pamiętać, że nabywając certyfikat depozytowy lub

obligację bankową, nie podlega ochronie Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, z wyjątkiem papierów wyemitowanych przed 2 lipca 2014 r.

Można wskazać także instrumenty dłużne charakterystyczne dla rynku pieniężnego. Wśród nich wymienić należy **bony skarbowe** (*treasure bills, T-bills*), które emituje Skarb Państwa w celu pozyskiwania krótkoterminowego finansowania bieżących potrzeb pożyczkowych. Walory te mogą nabywać jedynie wybrane podmioty, posiadające status tzw. dealera skarbowych papierów wartościowych. Wyboru banków dokonuje rokrocznie Ministerstwo Finansów na podstawie aktywności tych instytucji w operacjach związanych z realizacją potrzeb pożyczkowych budżetu państwa.

W gronie dealerów w Polsce znajdują się największe polskie banki, ale też takie banki inwestycyjne jak J.P. Morgan czy Goldman Sachs.

W Polsce krótkoterminowe papiery wartościowe emituje również Narodowy Bank Polski. Są to tzw. **bony pieniężne** (*money bills*). Celem ich emisji jest przede wszystkim kształtowanie ilości pieniądza w obiegu i wysokości stóp procentowych dla osiągnięcia celów polityki pieniężnej w ramach prowadzonych operacji otwartego rynku (Skopowski i Wiśniewski, 2014, s. 75–92). Dostęp do przetargów na te bony mają jednak tylko banki posiadające status dealera rynku pieniężnego. Status taki nadaje co roku NBP na podstawie aktywności tych instytucji na rynku międzybankowym (udział w rynku depozytów międzybankowych, w operacjach otwartego rynku czy w operacjach terminowych na stopy procentowe i kursy walutowe). Zwykle są to największe banki funkcjonujące w Polsce. Podobnie jak w przypadku bonów skarbowych inni inwestorzy, w tym inwestorzy indywidualni, mogą je nabyć pośrednio, lokując środki w fundusze inwestycyjne.

Kolejnym instrumentem rynku pieniężnego są **papiery komercyjne** (*commercial papers, CPs*), czyli krótkoterminowe papiery dłużne przedsiębiorstw. Celem ich emisji jest pozyskiwanie przez przedsiębiorstwa finansowania głównie ich działalności operacyjnej. Zwykle są to walory emitowane na okres od roku do 2 lat. W Polsce nie występuje osobna podstawa prawna ich emisji, zatem przedsiębiorstwa emitują je jako weksle (na podstawie prawa wekslowego), krótkoterminowe obligacje (na podstawie ustawy o obligacjach) lub pożyczkę (na podstawie przepisów Kodeksu cywilnego) (Dębski, 2014, s. 36–49). Na podobnych zasadach co papiery komercyjne mogą być emitowane **bony komunalne** (*municipal bills*). Jednostki samorządu terytorialnego bardzo rzadko korzystają z tej formy finansowania. Dzięki niej mogą sfinansować bieżące deficyty w trakcie roku budżetowego.

Na rysunku 10.1 wśród papierów wartościowych wymieniono również **czeki** (*checks*) i **weksle** (*bills of exchange*). Nie są one przedmiotem inwestycji, dlatego nie będą szerzej omówione. Należy jednak wspomnieć, że instrumenty te pełniły początkowo funkcje płatnicze i rozliczeniowe, ale we współczesnym świecie pieniądza elektronicznego, kart płatniczych i cyfrowych narzędzi płatniczych straciły

stawnego zlecenia (**priorytet ceny**). W przypadku zleceń z tą samą ceną najpierw realizowane są zlecenia, które wpłynęły jako pierwsze (**priorytet czasu**).

4. **Fazę dogrywki** – można składać wyłącznie zlecenia z limitem ceny równym kursowi odniesienia dla dynamicznych widełek lub kursowi ostatniej transakcji.

Tabela 17.1. Przebieg notowań w systemie notowań ciągłych

Godzina	Etap
8.30–9.00	faza przed otwarciem
9.00	faza otwarcia (określenie kursu na otwarcie)
9.00–16.50	faza notowań ciągłych
16.50–17.00	faza przed zamknięciem
17.00	faza zamknięcia (określenie kursu na zamknięcie)
17.00–17.05	faza dogrywki

Źródło: GPW (2012, dział IV, § 5).

W **systemie notowań jednolitych** inwestorzy, za pośrednictwem członków giełdy, składają zlecenia kupna i sprzedaży, które nie są realizowane na bieżąco jak w notowaniach ciągłych, lecz jedynie dwa razy w ciągu dnia. Na podstawie zleceń ustalany jest – w fazie otwarcia i w fazie zamknięcia – kurs jednolity, zwany fixingiem, po którym zawierane są transakcje giełdowe (zob. tabela 17.2).

Tabela 17.2. Przebieg notowań w systemie notowań jednolitych z podwójnym fixingiem

Godzina	Etap
8.30–11.00	faza przed otwarciem
11.00	faza otwarcia (fixing 1)
11.00–11.30	faza dogrywki
11.30–15.00	faza przed otwarciem
15.00	faza otwarcia (fixing 2)
15.00–15.30	faza dogrywki
15.30–17.05	faza przed otwarciem

Źródło: GPW (2012, dział IV, § 5).

W systemie notowań jednolitych notowanych jest znacznie mniej instrumentów niż w systemie notowań ciągłych. Są to zazwyczaj spółki zakwalifikowane do Strefy Niższej Płynności lub znajdujące się na Liście Alertów.

W celu ustalania kursu jednolitego stosowany jest algorytm oparty na następujących zasadach (GPW, 2006, rozdział 12, § 145):

- maksymalizacja wolumenu obrotu,
- minimalizacja różnicy między liczbą instrumentów finansowych w zleceniach sprzedaży i zleceniach kupna możliwych do zrealizowania po określonym kursie,
- minimalizacja różnicy między kursem określanym a kursem odniesienia.

W pierwszym kroku na podstawie wszystkich złożonych zleceń wybierany jest poziom kursu, który zapewni maksymalny wolumen obrotu. Jeśli w danym momencie istnieje kilka poziomów cen, przy których wolumen obrotu ma taką samą wartość, wybiera się ten poziom, przy którym różnica między ofertami kupna a ofertami sprzedaży jest najmniejsza. Jeśli okaże się, że wciąż nie jest możliwe ustalenie jednej ceny, uwzględnia się trzecią zasadę, zgodnie z którą wybiera się cenę najbliższą kursowi odniesienia. W ostatnim kroku sprawdza się, czy ustalony kurs jest kursem równowagi, czyli czy wszystkie zlecenia kupna PKC (po każdej cenie) i z limitem wyższym niż ustalony oraz czy wszystkie zlecenia sprzedaży PKC i z limitem niższym od ustalonego mogą być zrealizowane w całości.

Przykład 1. Test egzaminacyjny na maklera papierów wartościowych

Akcje spółki MMM notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w systemie notowań ciągłych. Na podstawie poniższych zleceń złożonych w fazie przed zamknięciem proszę wskazać kurs zamknięcia. Kurs odniesienia: 61,00, minimalna wielkość zmiany ceny: 0,01.

Kupno	Cena	Sprzedaż
100	PCR	0
150	60,9	450
50	60,8	0
50	60,7	100
500	59,6	200

Rozwiązanie

Krok 1. Kumulacja zleceń kupna i sprzedaży.

Skumulowane kupno	Kupno	Cena	Sprzedaż	Skumulowana sprzedaż
100	100	PCR	0	750
250	150	60,9	450	750
300	50	60,8	0	300
350	50	60,7	100	300
850	500	59,6	200	200

Maksymalny obrót występuje przy dwóch poziomach cen: 60,8 oraz 60,9.

Krok 2. Wybór kursu, przy którym różnica między liczbą akcji w zleceniach sprzedaży i w zleceniach kupna możliwych do zrealizowania po określonym kursie jest najmniejsza – 60,8.

Krok 3. Sprawdzenie, czy ustalony kurs jest kursem równowagi.

Wszystkie zlecenia kupna z limitem wyższym niż 60,8 i wszystkie zlecenia sprzedaży z limitem niższym od 60,8 mogą być zrealizowane.

17.5.3. Rodzaje zleceń maklerskich

Zlecenie maklerskie jest to zlecenie wystawione przez członka giełdy na rachunek klienta lub na rachunek własny. Podane są w nim informacje dotyczące m.in.:

- nazwy i liczby instrumentów finansowych, których dotyczy zlecenie,
- rodzaju oferty (kupno czy sprzedaż),
- limitu ceny lub określenia, że zlecenie ma być wykonane bez określania limitu,
- wskazania, na czyj rachunek zlecenie jest wykonywane,
- daty wystawienia zlecenia i daty jego ważności.

Dla każdego instrumentu finansowego notowanego na giełdzie tworzony jest oddzielny **arkusz zleceń (order book)**, czyli zestawienie wszystkich ofert kupna i sprzedaży, które są na bieżąco aktualizowane o nowe zlecenia. Arkusz składa się z dwóch części, w których oferty posegregowane są według kryterium ceny (rysunek 17.3):

- po lewej stronie znajdują się oferty kupna (*ask*) ułożone według cen malejąco,
- po prawej usytuowane są oferty sprzedaży (*bid*) ułożone rosnąco.

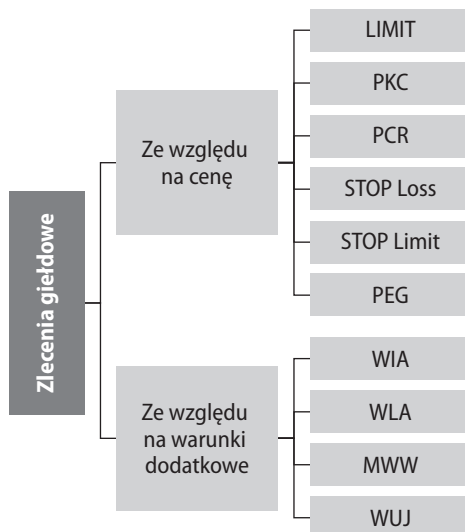
Arkusz zleceń kupna spółki – CDR					Arkusz zleceń sprzedaży spółki – CDR				
Kurs	Wolumen	Wartość x	Ilość		Kurs	Wolumen	Wartość	Ilość	
105,1000	2 745	288 499,50	1	2,98 %	105,1500	1 132	119 029,80	1	0,05 %
105,0500	2 178	228 798,90	3	2,36 %	105,5500	590	62 274,50	3	0,03 %
105,0000	2 648	278 040,00	11	2,87 %	105,6500	20	2 113,00	1	0,00 %
104,9500	650	68 217,50	1	0,70 %	105,7000	103	10 887,10	2	0,00 %
104,9000	100	10 490,00	1	0,11 %	105,7500	156	16 497,00	2	0,01 %
104,8500	5 418	568 077,30	2	5,86 %	105,8000	100	10 580,00	1	0,00 %
104,8000	1 887	197 757,60	6	2,04 %	105,9000	5 420	573 978,00	3	0,25 %
104,7500	4 606	482 478,50	1	4,98 %	105,9500	110	11 654,50	1	0,00 %
104,7000	1 581	165 530,70	2	1,71 %	106,0000	1 677	177 762,00	7	0,08 %
104,6500	50	5 232,50	1	0,05 %	106,1000	70	7 427,00	2	0,00 %
104,6000	4 616	482 833,60	2	4,98 %	106,1500	1 435	152 325,25	3	0,07 %
104,5000	1 614	168 663,00	5	1,74 %	106,2000	215	22 833,00	3	0,01 %
104,4500	30	3 133,50	1	0,03 %	106,2500	6 260	665 125,00	4	0,29 %
104,3500	563	58 749,05	3	0,61 %	106,3000	1 590	169 017,00	6	0,07 %
104,3000	14	1 460,20	1	0,02 %	106,3500	7 351	781 778,85	3	0,33 %

Rysunek 17.3. Przykładowy arkusz zleceń spółki CD Projekt SA

Źródło: gragieldowa.pl (28.01.2024).

Różnica między najlepszą ofertą kupna i najlepszą ofertą sprzedaży nazywana jest **spreadem**. Analiza arkusza zleceń może dostarczać inwestorom ciekawych informacji na temat zachowań innych inwestorów, np. czy na danym instrumencie przeważają zlecenia kupna, czy sprzedaży.

Portal **www.gragieldowa.pl** to wirtualna gra giełdowa, symulator giełdy, dzięki któremu początkujący inwestor może poznać zasady zawierania transakcji giełdowych i stworzyć pierwszy wirtualny portfel inwestycyjny.



Rysunek 17.4. Rodzaje zleceń giełdowych

Źródło: opracowanie na podstawie: GPW (2012).

Inwestorzy, składając zlecenie giełdowe, mają do dyspozycji kilka jego rodzajów (rysunek 17.4) (GPW, 2012, rozdział 4, oddział 2, § 15–19):

1. **Zlecenie z limitem realizacji (LIMIT)** – zlecenie, w którym podano limit ceny i zgodnie z nim musi być ono zrealizowane. W przypadku zleceń kupna limit ceny jest najwyższym poziomem cenowym, po którym może dojść do zawarcia transakcji, natomiast w przypadku sprzedaży jest to cena minimalna i może być wyższa. Jeśli inwestor złoży zlecenie kupna z limitem ceny 98 PLN, oznacza to, że kupi akcję po cenie 98 PLN lub niższej.

Przykład 2. Arkusz zleceń w notowaniach ciągłych. Na giełdę wpływa zlecenie kupna 1600 akcji po 5,20 PLN.

Kupno		Sprzedaż	
liczba	cena	cena	liczba
2400	5,19	5,20	1000
500	5,18	5,21	600
1500	5,17	5,22	1500

Kupno		Sprzedaż	
liczba	cena	cena	liczba
1600	5,20	5,20	1000
2400	5,19	5,21	600
500	5,18	5,22	1500
1500	5,17	–	–

Dochodzi do transakcji. Zostanie kupionych 1000 akcji po 5,20 PLN. Reszta akcji z ostatniego zlecenia oczekuje w arkuszu zleceń (600 sztuk po 5,20 PLN).

2. **Zlecenie po każdej cenie (PKC)** – zlecenie, w którym nie określono limitu cenowego. W fazie notowań ciągłych zlecenia PKC realizowane są po najlepszych przeciwnych zleceniach, a niezrealizowana część czasu zlecenia pozostaje w karnecie zleceń. Zlecenie PKC ma taki sam priorytet realizacji jak zlecenie PCR – o kolejności ich realizacji decyduje priorytet czasu.

Przykład 3. Arkusz zleceń w notowaniach ciągłych. Na giełdę wpływa zlecenie sprzedaży 17 tys. PKC.

Kupno		Sprzedaż	
liczba	cena	cena	liczba
6 520	2,01	2,03	534
10 000	2,00	2,04	950
4 400	1,99	2,05	4 000

Kupno		Sprzedaż	
liczba	cena	cena	liczba
6 520	2,01	PKC	17 000
10 000	2,00	2,03	534
4 400	1,99	2,04	950
–	–	2,05	4 000

Dochodzi do transakcji. Zostanie sprzedanych 6520 akcji po 2,01 PLN, 10 tys. sztuk po 2 PLN oraz 480 sztuk po 1,99 PLN.

3. **Zlecenie po cenie rynkowej (PCR)** – zlecenie, które nie zawiera limitu ceny. W przypadku notowań ciągłych jest ono realizowane po najlepszej przeciwstawnej cenie, a w przypadku częściowej realizacji niezrealizowana jego część zmienia się w zlecenie z limitem równym cenie, po jakiej doszło do transakcji. Aby zlecenie PCR było przyjęte do arkusza zleceń w fazie notowań ciągłych, po przeciwnej stronie musi znajdować się choćby jedno zlecenie.

Przykład 4. Arkusz zleceń w notowaniach ciągłych. Na giełdę wpływa zlecenie kupna 400 PCR.

Kupno		Sprzedaż	
liczba	cena	cena	liczba
7520	10,11	10,13	1545
1000	10,08	10,14	950
4500	10,07	10,18	6000

Kupno		Sprzedaż	
liczba	cena	cena	liczba
400	PCR	10,13	1545
7520	10,11	10,14	950
1000	10,08	10,18	6000
4500	10,07	–	–

Dochodzi do transakcji. Zostanie kupionych 400 akcji po 10,13 PLN.

4. **Zlecenie z limitem aktywacji (STOP Limit i STOP Loss)** – zlecenie, w którym inwestor określa dwa limity: aktywacji (cena, przy której dane zlecenie stanie się aktywne) i realizacji (cena, po której zlecenie ma być zrealizowane). W zleceniu STOP Limit limit realizacji określany jest w walucie, natomiast w STOP Loss jest to po każdej cenie. Zlecenie STOP podlega aktywacji, je-