

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ КАК МЕТОД ЛИКВИДАЦИИ НЕПЛАТЕЖЕЙ МАЛЫХ И СРЕДНИХ ПРЕДПРИЯТИЙ В ПОЛЬШЕ*

Славомир Янкевич,

*доктор экономики, адъюнкт кафедры экономической политики
и планирования развития Экономической академии (г. Познань, Польша)*

Вот уже на протяжении нескольких лет в Польше снижается темп экономического роста. Это ведет к замедлению структурных изменений в экономике, а также ограничивает инвестиционные расходы¹. Низкая динамика ВВП приводит к невозможности освоения предложения рабочей силы, что в итоге вызывает рост издержек общества.

В течение нескольких ближайших лет угроза устойчивому экономическому росту будет расти. Первая проблема, которую следует решить в связи с этим, связана с рынком труда². Вторая проблема касается большого физического и морального износа материальных ресурсов. Значит, необходимо значительно увеличить капиталовложения в модернизацию экономики. Важным при этом является не только увеличение затрат капитала, но и построение системы постоянного повышения инновационности экономики.

Представленные выше некоторые угрозы стабильности экономического роста и образуют проблемы, стоящие перед польской экономикой. Достижение и сохранение высокого темпа экономического роста является, таким образом, одной из приоритетных целей экономической политики в Польше.

Действия, предпринимаемые в Польше с целью увеличения темпа экономического роста, все больше опираются на эндогенные факторы, а в этом контексте – на малые и средние предприятия (МСП)³. На первом этапе транс-

формации малый бизнес, создавая новые рабочие места, эффективно способствовал снижению безработицы, тем самым смягчая негативные социальные последствия ликвидации и реструктуризации государственных предприятий⁴. Успех, которого добились предприятия данного сектора, является тем значительнее, что он достигался в условиях, не способствующих развитию (отсутствие помощи со стороны государства и преференций больших фирм; трудности, связанные с получением кредитов и их высокой стоимостью; необходимость противостоять нечестной конкуренции) [ср. 21. С. 10–14].

На следующих этапах трансформации значение этого сектора будет расти. Можно даже согласиться с утверждением, что МСП станут одним из главных «двигателей» экономического роста, характеризующегося стабилизацией экономики в период деконъюнктуры⁵. Ученые-теоретики и практики уделяют данному сектору много внимания и выступают за дальнейшую

³ Следует отметить, что понятие «малая и средняя фирма» является неоднозначным. В практике экономической жизни оно понимается по-разному, как в историческом, так и пространственном значении. Относится это также и к теории. В литературе нет единого взгляда на критерии разделения предприятий на малые, средние и большие. Это является следствием использования (при определении данного понятия) количественных, качественных или также смешанных детерминант количественного и качественного подходов. Кроме того, отдельные авторы используют разные качественные или количественные критерии для характеристики малого и среднего предприятий. См. подробнее об этом, напр.: [3. С. 15–19]. В связи с большим расхождением в вопросах разделения предприятий на малые, средние и большие необходимо при обращении к этой тематике дать определение понятий малого и среднего предприятия. В статье малыми и средними предприятиями считаются те фирмы, которые соответствуют критериям, представленным в Законе, принятом 19 ноября 1999 г. – Принципы экономической деятельности (Законод. вестник № 101, полож. 1178) [19].

⁴ Согласно оценкам, рост трудоустройства в небольших фирмах компенсировал больше чем на 50% снижение занятости в государственном секторе [см. 14].

⁵ О влиянии малых и средних предприятий на продолжительный экономический рост в Польше см. [12. С. 32–51].

* Перевод А.М. Тишук.

¹ В 2001 г. динамика капиталовложений была отрицательной. Согласно прогнозам специалистов, для обеспечения устойчивого и быстрого экономического роста норма капиталовложений должна формироваться на уровне около 28%. См., напр., [18. С. 226].

² Необходимо значительно уменьшить сегодняшний уровень безработицы (свыше 3 млн чел.) [см. 16. С. 8], освоить новые предложения вступающих на рынок труда молодых людей, а также трудоустроить тех, кто теряет работу вследствие дальнейшей реструктуризации экономики [см. 2. С. 12–14, 19–20].

поддержку малого и среднего бизнеса. Основной вопрос, возникающий в связи с этим: какие условия следует создать, чтобы развивались фирмы такого рода? Безусловно, главным условием является ликвидация барьеров, встречающихся на их пути.

Статья синтетическим образом старается представить одно из основных препятствий на пути развития МСП, а также эффективный инструмент, каковым является секьюритизация, позволяющая устранить этот барьер.

Неплатежи – один из важнейших барьеров на пути развития малых и средних предприятий

Анализ барьеров на пути развития малых и средних предприятий, на которые обращают внимание институты, занимающиеся развитием предпринимательства, сами предприниматели⁶, а также Польское агентство развития предпринимательства [См. 5; 6. С. 271–272], свидетельствует, что в данный момент одним из основных ограничений развития МСП является сложность доступа предприятий этого сектора к заемным средствам.

С целью улучшения экономического положения малого и среднего предпринимательства организации, занимающиеся его поддержкой, стараются устранить вышеназванный барьер путем облегчения доступа МСП к рынку капитала. В результате сегодня в Польше акцент ставится на развитие прежде всего фондов типа *venture capital* и гарантийных фондов.

Однако же для создания сильного малого и среднего предпринимательства одинаково важным, если не самым важным, является обеспечение этих фирм средствами для текущей деятельности. Ибо проблемы текущей финансовой экономики создают существенный барьер на пути развития МСП. Очень часто фирмы (даже накапливающие прибыль) имеют проблемы с обеспечением финансовой ликвидности. Это является следствием в том числе несвоевременных платежей, а также необоснованно просроченных платежей. Существуют три основные причины такого явления:

- малое и среднее предприятия имеют низкий экономический потенциал, что застав-

ляет принимать диктуемые большими фирмами условия. При этом существует зависимость: положение МСП укрепляется, если товары, производимые ими, являются уникальными и необходимыми для больших фирм;

- экономическое преимущество большой фирмы, которая часто бывает у малой фирмы единственным клиентом. Это приводит к тому, что малые фирмы в случае невозможности осуществлять платежи в срок и из-за опасения неформальных последствий не выносят свои дела на рассмотрение в суд;

- наличие так называемых неплатежей. Предприятие, которое само не получило платежей, перестает регулировать свои финансовые обязанности перед поставщиками.

Проблемы, связанные с неплатежами, по данным Министерства экономики, касаются 90% предприятий Польши [8]. Можно, таким образом, утверждать, что они принимают «патологическую» форму в экономике. Особенно они болезненны для *small business*, в ситуации, когда более сильные партнеры требуют заключения договора о просрочке платежей⁷. Однако случается, что даже после длительного льготного периода получатель не регулирует в срок свои финансовые обязательства.

Длительные ожидания платежей за продукцию увеличивают стоимость деятельности фирмы. Предприниматель несет расходы, связанные с производством продукции (в том числе стоимостью закупаемых материалов и сырья, зарплатой работников), а также стоимостью налоговой нагрузки и Фонда социальной защиты. Продление срока платежей означает необходимость обладать значительным оборотным капиталом для сохранения ликвидности и продолжения деятельности. Дополнительные средства, необходимые для кредитования получателей, предприниматель получает в форме банковского кредита, что уменьшает и без того небольшую прибыль. Отказ банка в финансировании означает в таком случае потерю финансовой ликвидности и в итоге банкротство фирмы.

Правовые регулирования со стороны государства, которые должны ликвидировать

⁶ См. Всепольское анкетирование институтов, поддерживающих МСП и предпринимателей, проведенное в 1999 г. Министерством экономики.

⁷ Например, предприниматели, производящие продукцию для супермаркетов, могут ожидать средства даже до 270 дней.

названный барьер в функционировании МСП, не приносят ожидаемых результатов. Принятый 1 января текущего года Закон о сроках платежей, который предусматривает их осуществление малым и средним предприятиям в течение 30 дней, не дал положительных результатов в сокращении этих сроков, Закон не уменьшил неплатежи, как это планировалось. В случае, если малая фирма начинает выдвигать крупному контрагенту требования соблюдать закон, последний может разорвать договор. В связи с этим МСП по-прежнему соглашаются на условия крупных субъектов.

Главные источники краткосрочного капитала, каковыми являются сегодня банковские кредиты, относительно дорогие и сложные в поиске. Гарантийные фонды, которые должны быть созданы при вмешательстве государства (согласно документу «Предпринимательство-развитие-труд. Экономическая стратегия правительства SLD-UP-PSL», представленному правительством в феврале 2002 г.), лишь в незначительной степени нейтрализуют это препятствие.

При этом следует добавить, что если сравнить сроки платежей на территории Европейского союза и реально функционирующие в практике экономического оборота в Польше, то у нас они значительно короче. Отсюда существует опасение, что после интеграции Польши в ЕС ситуация ухудшится [См. 7. С. 20]. Польские фирмы, и особенно МСП, часто слишком слабы экономически, чтобы соглашаться на длительные платежные сроки. И поэтому им может угрожать банкротство, а затем ликвидация.

Средством, позволяющим ликвидировать барьеры на пути развития малых и средних предприятий, может стать секьюритизация. Создание рынка ценных бумаг, обеспеченных активами (особенно платежами) – реальный шанс для более быстрого развития этого сектора в Польше.

Секьюритизация как форма финансирования предприятий

Участники финансового рынка постоянно ищут более эффективные и дешевые способы финансирования своей деятельности. Результатом этих поисков становится появление наряду с классическими способами, на-

пример использованием банковских кредитов, новых форм финансирования. Одним из новаторских способов и является секьюритизация. Она возникла в 70-е годы в Соединенных Штатах Америки, а в Европе впервые была применена в 1987 г. в Великобритании [9. С. 93]. Сегодня эта форма добывания капитала на американском рынке считается самым быстро развивающимся сегментом финансового рынка [15]. В Европе она развивается медленнее, но также последовательно. В некоторых странах Европейского союза (например, Великобритании [см. 17. С. 53–59], Бельгии, Франции [см. 4. С. 48–52], Испании, Италии) приняты даже специальные законы, облегчающие секьюритизационные трансакции.

В Польше к настоящему времени осуществлены две секьюритизационные трансакции, касающиеся крупных субъектов. В первом случае инициатором была фирма URTICA FINANSE AO, являющаяся обществом специального назначения для URTICA Фармацевтическое обеспечение АО (один из самых больших поставщиков медикаментов для больниц и аптек) [см. 11. С. 71]. Во втором случае – Pekaо Leasing ООО [см. 1].

С некоторым упрощением можно сказать, что секьюритизация (англ. *security* – ценная бумага) состоит в поиске средств путем эмиссии долговых ценных бумаг, погашение которых застраховано активами [см. 13. С. 11–12]. Сущность секьюритизационной техники заключается, таким образом, в изолировании на предприятии части активов, являющихся основанием для эмиссии ценных бумаг.

Целью секьюритизации является поиск финансирования при помощи обществ, которые ищут альтернативные источники финансирования с конкурентоспособной ценой или которые уже не в состоянии получать дальнейшие кредиты по причине слишком высокого их участия в пассивах.

Самая простая операция секьюритизации заключается в продаже части активов (например, задолженности) предприятия назначенному с этой целью субъекту (так называемым SPV – *Special Purpose Vehicle*), который осуществляет эмиссию долговых бумаг [10]. Это влияет на обеспечение относительно низкого риска ценных бумаг подобного типа.

Перевод активов из дочернего общества осуществляется путем передачи прав, т.е.

через договор купли-продажи в случае материальных активов или уступку в случае задолженности. Активы передаются обществу специального назначения с целью:

- устранения риска с точки зрения предприятия, являющегося эмитентом;
- уменьшения риска покупателей эмитированных SPV бумаг путем внесения дополнительных гарантий [20].

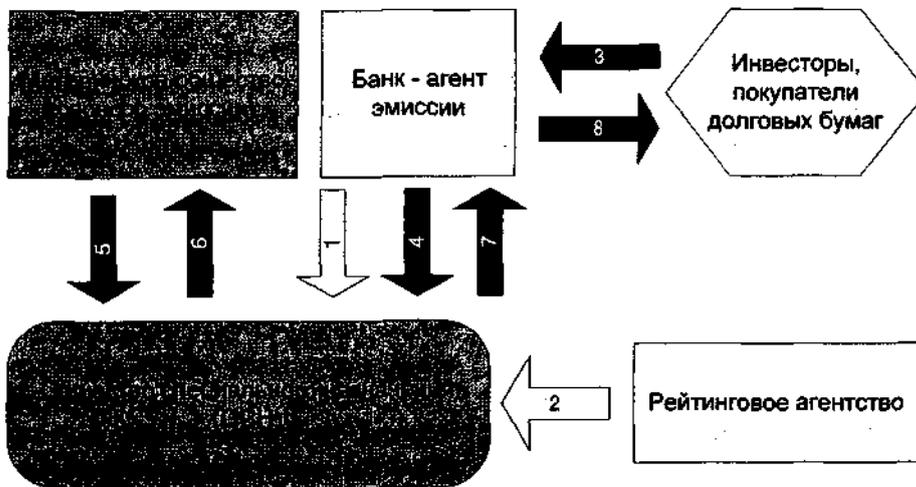
Внесение дополнительных гарантий (таких как эмиссия бумаг более низкой стоимости по сравнению с активами, приобретенными у дочернего общества; перевес активов над задолженностью называется сверхгарантией, англ. *overcollateralization*) имеет своей целью получение SPV более высокого рейтинга по сравнению с тем, который могло бы получить предприятие. Благодаря такому маневру SPV может позже искать средства по более низкой стоимости по сравнению с той, которую могло бы получить предприятие.

Применение секьюритизации активов является особенно полезным для фирм, которые располагают вследствие осуществлен-

ной продажи значительными суммами, регулируруемыми получателями на более длительный срок. Сохранение таких сумм может быть востребовано рынком и конкуренцией, однако одновременно могут появиться проблемы, связанные с ликвидностью фирмы. В таком случае секьютиризация задолженности может стать хорошим решением проблем ликвидности.

* * *

В связи с высокой стоимостью и высокими требованиями в настоящий момент большинство продуктов активной стороны банков являются недоступными для малых и средних фирм [см. 6. С. 271–272]. Альтернативой банковскому финансированию может стать рынок капитала [см. 3. С. 126]. Однако в Польше такая форма получения средств мало популярна среди небольших фирм. Для биржи характерны очень высокие требования к эмитентам, а кроме того, стоимость пользования рынком капитала очень высока. В то же



Этапы:

- | | |
|--|---|
| 1 – подготовка программы | 5 – перевод собственности активов из дочернего общества в SPV |
| 2 – оценка риска при помощи рейтингового агентства | 6 – оплата приобретенных активов |
| 3 – осуществление эмиссии, оплата инвесторами приобретенных долговых бумаг | 7 – передача с помощью SPV средств на выкуп долговых бумаг |
| 4 – перевод через банк средств от эмиссии | 8 – выкуп ценных бумаг |

Источник. Собственная разработка на основе [20. С. 46].

Рис. 1. Упрощенная схема типовой операции секьюритизации.

время внебиржевой рынок капитала находится на начальной стадии развития.

Значит, доступ этого сектора предприятий к источникам финансирования затруднен, а предлагаемые финансовым рынком продукты не приспособлены к потребностям МСП. Помочь здесь может секьюритизация. Особенно тем МСП, которые сотрудничают с крупными фирмами. В таком случае предприятие с низкой или средней кредитной задолженностью может получить средства относительно дешево. Риск инвестора ограничивается путем изъятия части активов. Эти активы благодаря высокому качеству будут характеризоваться низким риском, что повлияет на привлекательность предлагаемых ценных бумаг. Можно, таким образом, утверждать, что предприниматели должны заинтересоваться этим методом.

Создание рынка для ценных бумаг МСП, обеспеченных активами (особенно платежами), позволит малым и средним предприятиям:

- укрепить ликвидность;
- сократить расходы на финансирование;
- расширить деятельность без увеличения капитала;
- диверсифицировать финансирование;
- улучшить коэффициент рентабельности;
- избежать рестрикционных кредитных договоров.

Секьюритизация должна быть также привлекательной для инвесторов (финансовых доноров). К этому выводу можно придти, анализируя развитие в Польше инструмента, каковым являются так называемые *commercial papers*. Процесс секьюритизации намного сложнее, но степень его безопасности должна убедить потенциальных инвесторов.

Создание рынка для ценных бумаг МСП, базирующихся на активах, не требует вообще или требует небольших финансовых расходов со стороны государства, а что особенно важно, предлагаемые решения не встретят политического сопротивления.

С экономической точки зрения, не существует больших препятствий в осуществлении секьюритизационных трансакций МСП в Польше. Единственной проблемой остается организация самой трансакции. Обязанности, связанные с функцией координатора, могло бы перенять экономическое самоуправление, которое должно стать глав-

ным реализатором политики поддержки малых и средних предприятий. Согласно проекту Закона⁸, он будет иметь центры в каждом повете и значительное финансирование из государственного бюджета⁹.

На основе анализа польской специфики МСП, а также существующих условий экономическое самоуправление могло бы предложить комплексное решение, касающееся создания рынка секьюритизации активов МСП. Особенно важным будет выбор оптимальной техники исполнения секьюритизации.

Предлагаемые решения должны касаться прежде всего следующих проблем: кто должен стать организатором рынка, как должна действовать система секьюритизации, какова может быть оценочная стоимость создания рынка для бумаг МСП, обеспеченных активами, а также какие необходимо осуществить организационно-правовые изменения, чтобы обеспечить эффективное функционирование рынка. Сегодняшняя налоговая система не предусматривает специальных секьюритизационных инструментов, что при ее несвязности и большой акцептации может стать существенным барьером для функционирования рынка ценных бумаг МСП, обеспеченных активами. В анализе источников получения средств на создание рынка должна предусматриваться возможность получения средств ЕС.

Владельцами малых и средних предприятий в Польше являются предприниматели, не обладающие прочными экономическими знаниями. Это также может быть значительным препятствием в осуществлении секьюритизационных трансакций. Таким образом, необходимо разработать и представить подробную схему поведения, которая облегчит МСП использование внешнего финансирования в виде ценных бумаг, обеспеченных активами. В этом случае потребуются проведение анализа с точки зрения рациональности:

⁸ Проект, представленный на выездном заседании Комиссии Сейма малых и средних предприятий в Познани 21 марта 2001 г.

⁹ Ибо Проект Закона об экономическом самоуправлении упоминает о сумме 550 млн злотых. Это весьма огромная сумма по сравнению с затратами государственного бюджета на иные цели и, скорее всего, невозможная для реализации. Однако создание, согласно предположениям, сильного организационного тыла с кадрами высокой квалификации и знанием специфики малого бизнеса будет содействовать ситуации, при которой экономическое самоуправление станет самым лучшим каналом трансмиссии помощи для МСП.

- активов МСП, которые могут обеспечить ценные бумаги;
- дробления МСП, которые смогут применять этот способ получения средств.

Секьюритизация может стать важным инструментом, способствующим усилению конкурентоспособности и развитию сектора малых и средних предприятий в Польше. Но чтобы это произошло, необходимы изменения прежде всего в области правового регулирования. На первом этапе функционирования транзакции подобного типа должны пользоваться гарантиями (так же, как в других государствах), предоставляемыми государственными агентствами. Выпускаемые в рамках этих транзакций ценные бумаги имели бы низкие риски, что активизировало бы потенциальных инвесторов.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Borek M.* Role technik sekurytyzacyjnych // *Bank*. 2000. N 12.
2. *Chrościcki T.* Dziesięć lat polskiej transformacji // *Podlasie – dekada transformacji*. Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku. Białystok, 2000.
3. *Czternasty W.* Małe przedsiębiorstwa w Polsce na tle przeobrażeń systemowych (1994–1991). Zeszyty naukowe AE w Poznaniu. N 134. Poznań, 1994.
4. *Dupre D.* Ewolucja francuskich przepisów prawnych dotyczących sekurytyzacji // *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*. Materiały z konferencji zorganizowanej przez WIB i MSBiF w Warszawie 27 kwietnia 1998 r.
5. *Dzierżanowski Wl.* (red.) Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 1997–1998. PFPiRMSP-USAID GEMINI Small Business Project-Fundacja im. Friedricha Eberta. Warszawa, 1999.
6. *Dzierżanowski Wl., Stachowiak M.* Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 1999–2000. PARP. Warszawa, 2001.
7. *Europejski sondaż małych i średnich przedsiębiorstw*. PFPiRMSP. Warszawa, 1999.
8. *Faktury wystawione, pieniędzy brak*. Rozmowa z wiceminister gospodarki Małgorzatą Okońską-Zarembą o zatorach płatniczych gnębiących małe i średnie przedsiębiorstwa // *Gazeta Wyborcza*. 2002. 12 września.
9. *Feeney P.W.* Securitisation. Redefining the bank. St. Martin's Press. New York, 1995.
10. *Gadomski E.* Sekurytyzacja – nowa forma pozyskiwania kapitału // *Nowa Europa*. 1995. 9 sierpnia.
11. *Grzegorzczak W.* Sekurytyzacja aktywów jako jedna z metod finansowania działań przedsiębiorstwa // *Czas na pieniądz. Zarządzanie Finansami. Klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*. Uniwersytet Szczeciński. Szczecin, 2002.
12. *Jankiewicz S.* Znaczenie małych i średnich przedsiębiorstw dla rozwoju gospodarczego Polski // *Dobre i złe strony transformacji w Polsce (wybrane problemy)*. Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu. Poznań, 2002.
13. *Kosiński A.* Sekurytyzacja aktywów. Biblioteka Menedżera i Bankowca. Warszawa, kwiecień 1997.
14. *Łazanowicz M.* Połowa pracujących // *Dziennik Prawa i Gospodarki*. 1997. N 67.
15. *Pilasa M., Świerkocki J.* Niewykorzystana metoda finansowania // *Rzeczpospolita*. 2000. N 146.
16. *Polska gospodarka*. Tendencje, oceny, prognozy. Aneks statystyczny // *CASE*. 2/2002(13).
17. *Trucker J.* Przepisy prawne dotyczące sekurytyzacji w Wielkiej Brytanii i Niemczech // *Perspektywy rozwoju sekurytyzacji w Polsce*. Materiały z konferencji zorganizowanej przez WIB i MSBiF w Warszawie 27 kwietnia 1998 r.
18. *Uplawa S.* Akumulacyjna bariera rozwoju gospodarki polskiej // *Gospodarka Polski w procesie transformacji*. IriSS. Warszawa, 1997.
19. *Ustawa Prawdopodobności gospodarczej* (Dz. U. Nr 101, poz. 1178).
20. *Węclawski J.* Sekurytyzacja – nowa forma finansowania przedsiębiorstw // *Bank i Kredyt*. 1994, sierpień.
21. *Zienkowski L.* Wkład małych i średnich przedsiębiorstw w rozwój gospodarki polskiej. ZBS-E GUS i PAN. Warszawa, 1996.

