

Na początku procesu reform Bank Światowy uruchomił w Polsce program wspierania instytucjonalnego rozwoju finansowania mieszkalnictwa w warunkach wysokiej inflacji i niestabilnych dochodów, co zaowocowało między innymi: rozdziałem kredytów budowlanych i hipotecznych, wykupem skapitalizowanych odsetek przez budżet państwa, wprowadzeniem procedur przygotowywania wniosków kredytowych czy wreszcie utworzeniem po stronie finansowania zabezpieczającego płynność bankom Funduszu Hipotecznego, a po stronie kredytowania instrument o podwójnej indeksacji typu DIM. Działania na rzecz budowy systemu finansowania mieszkalnictwa rozwijały się w dwóch kierunkach: dotowania starych i nowych kredytów mieszkaniowych ze środków budżetu państwa oraz budowania zrębów rynkowego finansowania kredytami hipotecznymi. Te dwa kierunki konkurowały o uwagę skąpych możliwości badawczych i intelektualnych w dyspozycji rządu. Na rynku konkurencja między kredytami preferencyjnymi oferowanymi głównie przez PKO bp z jednej strony a niedotowanymi produktami komercyjnymi (włącznie z kredytami typu DIM z Funduszu Hipotecznego) kończyła się oczywistą dominacją kredytów preferencyjnych dotowanych przez podatników. Jednocześnie, obydwie kierunki działań bazowały na przekonaniu o wielkiej skali niezaspokojonego popytu na mieszkania, a co za to tym idzie na kredyty mieszkaniowe, które z biegiem czasu zaczęto powszechnie nazywać hipotecznymi (1). Wystarczyło więc stworzyć pulę środków oraz skonstruować odpowiedni instrument kredytowy przesuwający główny ciężar spłat na późniejsze lata, a koło zamachowe pilnie oczekiwanych kredytów hipotecznych wzruszyłoby aktywność rynków nieruchomości i budowlanych a poprzez efekty mnożnikowe - całą gospodarkę. W latach 90-tych oczywiste było więc dla kogo i po co należało rozwiązać i dotować finansowanie mieszkalnictwa. Powtarzano obiegowe wskaźniki kryzysu mieszkaniowego jako miarę potencjalnego popytu na kredyty hipoteczne, gdy staną się dostępne, przytaczane serie wskaźników z krajów Unii Europejskiej. Co roku staczano boje o zwiększenie środków budżetowych i tym mierzono wiarygodność polityki wspierania mieszkalnictwa oraz skalę postępu reform. Okazało się jednak, że pomimo spadku inflacji, wzrostu dochodów realnych, oraz rosnącej dostępności kredytów hipotecznych przyrost akcji kredytowej, startujący przecież z bardzo niskiej bazy, jest nader mizerny i podobnie zresztą dzieje się w innych krajach o zaawansowanej transformacji.(2)

W krajach o gospodarce rynkowej wykształciły się różne mechanizmy wspierania rynku nieruchomości. Mechanizmy te podlegają ciągłej ewolucji, coraz bardziej komplikując się. Inwestorzy sięgają po różne źródła pozyskiwania środków finansowych, szukając różnych technik.

(1) DIM-ang. Dual Index Mortgage jest zaprojektowany jako instrument łagodzący niepewność kredytodawcy poprzez indeksowanie zadłużenia wskaźnikiem wzrostu cen. oraz łagodzący niepewność kredytobiorców poprzez indeksowanie wielkości spłat wskaźnikiem wzrostu dochodów gospodarstw domowych. Głównym efektem jest odroczenie części spłat poprzez kapitalizację części zaległych odsetek oraz narastanie nominalnego zadłużenia wraz z sukcesywnym obniżaniem realnego zadłużenia (względem plac).

(2) Opracowanie własne na podstawie: Zeszyty BRE Banku CASE, Warszawa 2000r, s. 8-12

W systemie finansowania występuje wiele źródeł i technik finansowania. Podstawowym kryterium wyróżnienia źródeł jest pochodzenie kapitału inwestora. Zastosowanie tego kryterium pozwala wyróżnić źródła własne i obce. Kapitały własne uzyskuje się poprzez przeznaczenia części zysku na działalność inwestycyjną. Środki te mogą być powiększone o nagromadzone odpisy amortyzacyjne. Dodatkowym źródłem nagromadzenia kapitału własnego jest emisja akcji. Kapitały obce natomiast uzyskuje się poprzez kredyty, emisje obligacji, dotacje, leasing, itp. Finansowanie kapitałem własnym daje inwestorowi prawo do roszczeń z tytułu zysków kapitałowych. Nie jest jednakże pozbawione wad. Przykładowo finansowanie poprzez sprzedaż akcji, jest ograniczone jedynie do spółek akcyjnych, notowanych na giełdzie. Koszt oraz efektywność finansowania zależy w znacznej mierze od popularności danej firmy na giełdzie, a także od kondycji giełdy papierów wartościowych. Jednocześnie nabywca akcji uzyskuje „prawo głosu” co może oznaczać wymykanie się własności spod kontroli inwestora. Akcjonariusz nabywa równocześnie prawo do dywidendy, co oznacza, że musi uczestniczyć we wzroście zysków firmy. Dlatego też inwestorzy na rozwiniętych rynkach nieruchomości sięgają po kapitał poprzez emisje akcji, w wypadku niemożności otrzymania finansowania zewnętrznego. Główną zaletą finansowania poprzez kapitał obcy (głównie kredyt) jest możliwość podniesienia rentowności inwestycji. W krajach o rozwiniętym rynku kapitałowym maksymalny udział źródeł obcych jest postrzegany jako droga do bogacenia się na inwestowaniu w nieruchomości. Istnieje zasada „Nigdy nie płać swoimi pieniędzmi, jeśli możesz płacić cudzymi.” Finansowanie ze środków obcych preferują inwestorzy inwestujący w nieruchomości, przynoszące wysokie dochody bieżące. Finansowanie ze zwrotnych źródeł obcych jest związane z ryzykiem finansowym, bowiem bieżące dochody z nieruchomości mogą być niewystarczające na pokrycie raty kredytu i przypadających odsetek. Oznacza to, że finansowanie przez zadłużenie jest korzystne tylko w tych sytuacjach, kiedy oczekiwany dochód z inwestycji jest wyższy od kosztu kredytu mierzonego efektywną stopą kredytową. Jeżeli okaże się, że pomimo optymistycznych założeń, inwestycja generuje mniejsze dochody od kosztu kredytu, przedsięwzięcie inwestycyjne zakończy się dla inwestora niepowodzeniem (ujemny efekt dźwigni finansowej).⁽³⁾ Do korzystania ze źródeł obcych zachęca również inwestora możliwość osiągnięcia korzyści podatkowych (tzw. tarczy podatkowej) koszt kredytu pomniejsza podstawę opodatkowania zysku brutto podatkiem dochodowym. Dzięki kredytowi inwestor może mieć kontrolę nad nieruchomością o dużej wartości, dysponując niewielkim kapitałem własnym. Może również szybciej zwiększyć posiadany przez siebie portfel inwestycyjny.

(3) R. Wójcik, Dźwignie finansowe, „Bank i Kredyt” , nr 10/1990, s. 31

Kredytowanie rynku nieruchomości nie jest pozbawione dla kredytodawcy ryzyka. Jego ryzyko zależy przede wszystkim od rodzaju kredytów, a zwłaszcza od tego, czy są one udzielane na nowe projekty inwestycyjne, czy też na istniejący zasób nieruchomości komercyjnych. Większym ryzykiem odznaczają się nowe projekty są one obarczone ryzykiem nieukończenia budowy, ryzykiem okresu budowy oraz ryzykiem ceny. To właśnie kredytowanie nowych projektów przyczyniło się do powstania strat przez instytucje kredytowe w wielu krajach zachodnich w latach osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych. Ryzyko zależy również od pozycji prawnej kredytodawcy czy ma on prawo do postępowania upadłościowego w przypadku złego kredytu oraz przejęcia nieruchomości a także pozycji wynajmującego (czy dzierżawcy) czy może być wprowadzona w życie długoterminowa umowa najmu (dzierżawy).(4) Skutki oddziaływania dźwigni finansowej mogą być nie tylko pozytywne, ale również negatywne. Pozytywne wystąpią wtedy, kiedy kredyt zwiększa stopę zwrotu zainwestowanego kapitału własnego. Będzie to możliwe tylko wtedy, gdy inwestycja przyniesie dochód wyższy od oprocentowania kredytu. Gdy obie wielkości są równe, zjawisko dźwigni nie wystąpi. Jeżeli dochód jest niższy od oprocentowania kredytu, wystąpi negatywne oddziaływanie dźwigni finansowej. Więcej informacji na temat ryzyka związanego z finansowaniem nieruchomości napisałem w rozdziale trzecim pracy.

W ramach poszczególnych źródeł wykształciło się szereg technik finansowania nieruchomości. O bogactwie rozwiązań świadczy ich liczba – finansiści wyróżniają 60 indywidualnych technik finansowania. Często spotykanym kryterium podziału technik jest ich nowoczesność. Wielu autorów wyróżnia techniki tradycyjne oraz współczesne, nazywając je alternatywnymi, bądź asekuracyjnymi. Jak wszystkie podziały, tak i klasyfikacja źródeł i technik finansowania ma charakter umowny. Sposób finansowania zależy od wymagań i pomysłowości stron uczestniczących w realizacji projektu. Wykorzystuje się tutaj oba źródła i stosuje różne techniki. Źródła finansowania wykorzystywane przez inwestora zależą od profilu jego działalności, od jego pozycji na rynku, od rodzaju oprocentowania, wysokości stopy procentowej, okresu zwrotu kredytu, czy wymaganej przez kredytodawcę formy zabezpieczenia kredytu. Niezmiernie ważnym determinantem wyboru jest system podatkowy – inwestor jest skłonny sięgnąć po techniki finansowania, które umożliwiają mu wykorzystanie ulg podatkowych.

Wśród tradycyjnych technik finansowania można wyróżnić m.in.:

- finansowanie poprzez kapitał własny, pochodzący z wygenerowanego zysku,
- finansowanie poprzez kredyt,
- finansowanie poprzez zgromadzenia kapitału pochodzącego z emisji i sprzedaży akcji oraz z obligacji,
- finansowanie ze środków rządowych i gminnych(5).

(4) Ryzyko związane z kredytowaniem inwestycji komercyjnych. Praca zbiorowa. The Urban Institute, Fundacja Krakowski Instytut Nieruchomości, Kraków 1998, s. 165

(5) Do innych przykładowych tradycyjnych technik finansowania należą: przekroczenie rachunku bankowego czy panele przetargowe.

Środki własne pozyskane z wygospodarowanego zysku tworzą źródła własne bezpośrednio, z emisji akcji źródła własne pośrednio. Udział wygospodarowanych środków własnych na rozwiniętych rynkach finansowych nie jest duży. Zatem inwestor będzie dążył do sfinansowania swojego projektu poprzez zaciągnięcie kredytu lub emisję obligacji.⁽⁶⁾ Do technik opierających się na akcjach należy m.in. emisja akcji i emisja praw poboru. Przez emisje akcji spółki notowane na giełdzie tworzą kapitał akcyjny. Kiedy spółka emituje tzw. akcje zwykłe (upoważniające ich właścicieli, czyli akcjonariuszy do, do dywidendy), zgromadzony kapitał reprezentuje źródło własne, chociaż zewnętrzne. Jeżeli spółka emituje tzw. akcje uprzywilejowane, finansowanie jest zbliżone do finansowania poprzez zadłużenie, posiadacz akcji bowiem uzyskuje prawo do stałej dywidendy na rynku nieruchomości rozwinęła się też technika finansowania poprzez emisje praw poboru. Stanowi ona sposób powiększania kapitału spółki poprzez emisje akcji z prawem zakupu akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy w pewnej proporcji do istniejącego stanu posiadania. Aby zachęcić akcjonariuszy do zakupu akcji z nowej emisji, są one oferowane z dyskontem w stosunku do ich aktualnej ceny rynkowej.

Innym źródłem finansowania nieruchomości jest zgromadzenie kapitału poprzez emisję obligacji. Obligacje są papierami wartościowymi będącymi świadectwem długu. Emisja obligacji jest zatem techniką z obszaru obcych źródeł finansowania. Emitent może zgromadzić potrzebny kapitał opierając się na wartości posiadanych nieruchomości, bez konieczności sprzedaży swoich aktywów. Inwestorzy często sięgają po emisje obligacji w pierwszym etapie funkcjonowania nieruchomości. Potrzebują bowiem kapitału, aby przezwyciężyć tzw. lukę odwróconego przychodu. Luka ta stanowi różnicę pomiędzy początkowym przychodem z nieruchomości, a przychodem z długoterminowych papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu (obligacji) stanowiącym podstawę ustalania kosztów obsługi kredytów przez banki. Na rozwiniętych rynkach finansowania nieruchomości istnieje duża różnorodność obligacji. Przyjmują one formę długoterminowej pożyczki udzielanej przez kupującego na 15, a nawet na 35 lat o stałym oprocentowaniu.

Jedną z technik finansowania na rynku nieruchomości są papiery komercyjne. Są to niegwarantowane weksle własne, wyemitowane przez spółki o wysokiej wiarygodności kredytowej dla celów kredytu krótkoterminowego. Są sprzedawane inwestorom poszukującym krótkoterminowej lokaty dla nadwyżek gotówki, bez pośrednictwa banku. Papiery te są krótkoterminowe, ale często są rolowane tzn. po upływie jednego okresu nabywca nabywa kolejny papier.

(6) Istota, funkcje oraz rodzaje kredytów zostały omówione w rozdziale trzecim niniejszej pracy.

Od 1962 roku na rynku europejskim pojawił się leasing nieruchomości. Najsilniejszy jego rozwój wystąpił w Niemczech, Włoszech i we Francji. Leasing nieruchomości oznacza przekazanie jej przez leasingodawcę do długoterminowego użytkowania. Leasingodawca pozostaje właścicielem przedmiotu leasingu na czas trwania umowy. Umowa leasingu przewiduje z reguły opcje jej przedłużenia lub opcje kupna obiektu po wygaśnięciu kontraktu. Leasingobiorca płaci ratę leasingową. Umowa ta jest zawierana na długie okresy, minimum 6-7 lat. Dla umów na obiekty o dużych wartościach, np. obiekty hotelarskie względnie biurowe, kresy leasingu sięgają nawet 30 lat. W umowie leasingu występuje firma leasingowa, która jest stroną finansującą inwestycje, wykonuje stosowne ekspertyzy prawne związane z nabyciem gruntu, a nawet nadzoruje budowę. Działalność taka podejmuje z inicjatywy drugiej strony umowy leasingobiorcy, który nie musi być właściwym użytkownikiem nieruchomości, może ją wynajmować. Komplikuje to znaczenie umowy leasingu, ponieważ odpowiedzialnym z tytułu podatków od nieruchomości, zanieczyszczeń środowiska, za podłączenie nieruchomości do mediów jest prawny właściciel nieruchomości. Na rynku nieruchomości mogą wystąpić dwa rodzaje leasingu operacyjny i finansowy, zwany kapitałowym. W leasingu operacyjnym leasingodawca dokonuje odpisów amortyzacyjnych, ponosi koszty remontów, konserwacji, podatków i ubezpieczeń. Umowa zawiera także ustalenia obu stron co do tzw. wartości rezydualnej, czyli z góry określonej wartości przedmiotu leasingu po zakończeniu umowy. Może ona stanowić podstawę naliczania rat innemu leasingobiorcy lub zakupu przedmiotu leasingu, bądź podstawę kalkulacji rat w przypadku przedłużenia umowy lub zakupu przedmiotu leasingu przez dotychczasowego leasingobiorcę. W leasingu finansowym leasingobiorca zwraca leasingodawcy cały zaangażowany kapitał oraz koszty jego finansowania. Staje się on właścicielem przedmiotu leasingu z chwilą zapłacenia ostatniej raty leasingowej. Ten rodzaj leasingu wymaga możliwości amortyzowania środka trwałego przez leasingobiorcę, ponoszenia kosztów remontów, konserwacji i innych wydatków. Opłaty te wliczane w koszty jego działalności bieżącej, zmniejszają dochód, a więc podstawę naliczania podatku dochodowego od osób prawnych. W przypadku leasingu jako źródła finansowania nieruchomości uzyskuje się większy efekt dźwigni finansowej niż w przypadku kredytu bankowego.(7)

Jedną z technik finansowania jest MOFF-s, czyli Wieloopcyjne Udogodnienia Finansowe. MOFF-s obejmuje różne opcje finansowe połączone w jednym pakiecie. Pakiet ten mogą tworzyć np. umowy wielowalutowe, kredyty konsorcjalne, papiery komercyjne, dostęp do rynku euroobligacji. Kredytobiorca może dokonać wyboru takiego pakietu finansowego, który będzie najlepiej zaspokajał jego potrzeby. Ta technika finansowania, przyznawana na okres od 2 do 10 lat, jest dostępna tylko dla największych inwestorów, lokujących w sektorze nieruchomości.

(7) Opracowanie własne na podst.: E. Kucharska-Stasiak, Nieruchomość a Rynek, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 241-245

Władze rządowe, czy lokalne zachęcają do podejmowania inwestycji w preferowanych branżach czy regionach przez przyznawanie ulg inwestycyjnych, rozwijanie stref przedsiębiorczości czy udzielanie subwencji. Jednakże bodźce podatkowe oraz dotacje, a więc środki pochodzące z sektora państwowego, odgrywają relatywnie małą rolę w finansowaniu rynku nieruchomości.(8)

Techniki finansowania nieruchomości podlegają ciągłej ewolucji. W ostatnich latach na rynku nieruchomości pojawiły się nowe techniki finansowania przedsięwzięć. Noszą one nazwę technik alternatywnych lub asekuracyjnych i dotyczą głównie kredytów bankowych. Banki dostarczają kredytów o zmiennej stopie procentowej. Ostrożni inwestorzy zaczęli dążyć do asekurowania się przed ryzykiem zmiany oprocentowania udzielonych kredytów. W sektorze nieruchomości gdzie udział kredytów jest znacznie wyższy, niż w innych rodzajach działalności, wzrost stopy procentowej może niekorzystnie zwiększyć ryzyko kredytobiorcy obniża efektywność projektów inwestycyjnych, czyniąc wiele z nich niedochodowymi. Dlatego też gra o stopę procentową otworzyła nowe możliwości finansowania nieruchomości. Rozwinęły się techniki zabezpieczeń określane jako hedging, dające inwestorowi możliwości pewnego wpływu na stopę oprocentowania kredytu. Sterowanie stopą kredytową może odbywać się za pomocą różnych instrumentów finansowych, takich jak transakcje typu swap stopy oprocentowania, cap, floor i collar, operacje terminowe.(9) Swap, termin angielski, oznacza wymianę. Transakcje swapowe pozwalają na wymianę długów ze stałą stopą oprocentowania na dług ze zmienną stopą oprocentowania, lub odwrotnie w zależności od tego, jak stopa (stała czy zmienna) odpowiada w danej chwili strategii spółki (inwestora). Transakcje swapowe są przeprowadzane za pośrednictwem banku, który otrzymuje prowizję od przeprowadzonej transakcji. Obszarem stosowania transakcji typu swap jest rynek kredytów hipotecznych. Cap jest uważany za najbardziej popularny instrument zabezpieczający. Przyjmuje on formę kontraktu, w którym zostaje nałożony limit na maksymalny wzrost stopy procentowej, należnej w ciągu okresy trwania kredytu. W kontrakcie zostaje sprecyzowana wartość kredytu, maksymalna stopa procentowa i okres trwania. Cap nabywany jest od banku. Kupujący, w zamian za gwarancję, przekazuje sprzedającemu premię. Cap jest płatny na początku kredytu. Jego koszt (premia) zmienia się w zależności od stopnia zabezpieczenia kredytu. Dwa następne instrumenty finansowe stopy oprocentowania to floor i collar. Floor, czyli parkiet, określa kontrakt, w którym bank daje gwarancje minimalnej stopy oprocentowania lokaty dla nabywcy. Podobnie jak przy kontrakcie typu cap, kupujący w zamian za gwarancję, przekazuje sprzedającemu premię. Collar, czyli obroża, stanowi połączenie „kaptura” z „parkietem”, czyli połączenie maksymalnej i minimalnej stopy oprocentowania, i polega na ustaleniu zakresu wahań stopy.

(8) Zagadnienia dotyczące wspomagania potrzeb mieszkaniowych przez państwo zostaną szerzej omówione w podrozdziałach 2.3 i 5.1.

(9) Z. Nowik, Nowe instrumenty finansowe i giełdy przyszłości, Softdesign, Warszawa 1994, s 54

Kupujący kontrakt collar gwarantuje sobie granicę stóp oprocentowania, wyznaczoną przez stopę minimum i stopę maksimum. Kupno tego kontraktu oznacza połączenie operacji zakupu cap i sprzedaży floor, sprzedaż collar oznacza sprzedaż cap i kupno floor. Przy ustanowieniu górnego („czapki”) i dolnego („parkietu”) pułapu oprocentowania, inwestor ma gwarancję, że w okresie spłaty kredytu, jego koszty pozostaną w ustalonych granicach. Jeśli stopy procentowe wzrosną powyżej pułapu, kredytobiorca będzie płacić stopę procentową ustaloną na poziomie „czapki”. Kiedy stopy procentowe spadną poniżej ustalonego poziomu „podłogi”, klient poniesie koszt kredytu wyższy, wyznaczony przez „parkiet”.⁽¹⁰⁾ Rozwój nowych instrumentów finansowych rozpoczął się na świecie stosunkowo niedawno, bo 20 lat temu. Pojawiają się one również. Pojawiają się one również na polskim rynku kapitałowym. Oznacza to, że zostają wykorzystane do finansowania inwestycji na rynku nieruchomości. Finansowanie nieruchomości stanowi jeden z ważniejszych czynników rozwoju rynku nieruchomości. Niedostępność środków finansowych ogranicza popyt, hamując rozwój tego rynku, powoduje, że ceny, a więc i wartość nieruchomości kształtują się na relatywnie mniejszym poziomie. Proces finansowania nieruchomości jest procesem bardzo skomplikowanym. Istnieje wiele źródeł i form finansowania. Ulegają one ciągłej modyfikacji. Jest również widoczne w warunkach polskich. Tradycyjną formą finansowania jaką był kredyt nie jest jedyna. Obok niej pojawiają się nowe formy finansowania, m.in. papiery wartościowe, jak weksel, akcje czy obligacje. Można się spodziewać, że wkrótce na rynku nieruchomości pojawią się na wzór rozwiązań zachodnich nowe techniki finansowania.

W ostatnich latach pojawiło się szereg innych niż omawiane dotychczas metod finansowania inwestycji, w tym nieruchomości. Najpopularniejsze z nich to: franchising, factoring, venture capital. Spełniają one różną rolę. Dla inwestowania w budowę mają często znaczenie marginalne, są natomiast bardzo przydatne do finansowania bieżącej eksploatacji nieruchomości, co ma duże znaczenie m.in. dla ich zarządców. W określonych warunkach mogą one stanowić, jeśli nie zasadniczą metodę pozyskania kapitału, to przynajmniej ważne uzupełnienie innych metod.

autor: Tomasz Bodek

(10) Opracowanie własne na podst. Nieruchomość a Rynek..., s. 250-254