PIOTR MIROWSKI*

„BUY TO LET” JAKO SPOSÓB FINANSOWANIA I EKSPLOATACJI NIERUCHOMOŚCI. PERSPEKTYWY ROZWOJU W POLSCE

Wstęp

Od stosunkowo niedawna, bowiem od około 10 lat, funkcjonuje – jeszcze w niedużej skali i stosunkowo mało w Polsce znany, model finansowania przedsięwzięć deweloperskich w postaci systemu „*buy to let*”. System jest specyficznym modelem pozyskiwania kapitału przez deweloperów, który dla drugiej strony, tj. finansujących podmiotów biorących w nim udział, jest długoterminową inwestycją. Jest to więc inwestycja o charakterze dynamicznym. Dynamiczna charakterystyka jest również efektem tego, że wartość dodana dla dawców kapitału oznacza nie tylko wzrost wartości nieruchomości, ale również bieżące dodatnie przepływy. W Polsce system ten funkcjonuje głównie w działalności hotelarskiej i działalności polegającej na wynajmie „innego typu nieruchomości komercyjnych. „*Buy to let*” w odpowiedniej konstrukcji łączy cele ekonomiczne i finansowe z bezpieczeństwem i prawną gwarancją własności dla inwestora, bez względu na skutki działalności operacyjnej prowadzonej na majątku finansowanym w ten sposób.

Celem opracowania jest zaprezentowanie systemu, jego zalet i wad, jak również skutków jego zastosowania dla dewelopera i inwestora oraz próba odpowiedzi na pytania, czy system ten może być alternatywą dla finansowania przez instytucje finansowe (banki, fundusze inwestycyjne), czy będzie się rozwijał i miał coraz szersze zastosowanie. Analizując w szczególności zalety i wady tego systemu, można postawić tezę, że będzie to coraz popularniejszy system finansowania w polskiej rzeczywistości gospodarczej.

1. Istota systemu

Celem tej części pracy jest zaprezentowanie systemu „*Buy to let*” poprzez próbę jego zdefiniowania oraz podanie charakterystyki,

* Doktorant, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie.

pozwalającej go odróżnić od innych systemów finansowania nieruchomości komercyjnych.

1.1. Stosowane sposoby finansowania nieruchomości komercyjnych

Wśród stosowanych obecnie form finansowania nieruchomości komercyjnych należy wyróżnić finansowanie ze źródeł zewnętrznych oraz finansowanie ze źródeł wewnętrznych. Źródła zewnętrzne to, w klasycznym podejściu, bankowe i pozabankowe źródła finansowania. Pośród źródeł bankowych podstawowym instrumentem jest kredyt hipoteczny (kredyt inwestycyjny). W przypadku źródeł pozabankowych, podstawowe instrumenty to¹:

- leasing nieruchomości;
- emisja obligacji przez realizatora projektu nieruchomościowego;
- emisja certyfikatów inwestycyjnych przez fundusz inwestycyjny (fundusz nieruchomości);
- pożyczki realizowane przez instytucje pozabankowe: fundusze inwestycyjne, podmioty prowadzące działalność finansowo-inwestycyjną, inne niż fundusze inwestycyjne.

W przypadku źródeł wewnętrznych mamy do czynienia z takimi formami, jak²:

- kapitał udziałowy, wnoszony przez właścicieli podmiotu realizującego projekt nieruchomościowy;
- dopłaty właścicieli podmiotu realizującego projekt;
- pożyczki od udziałowców;
- emisja obligacji oferowana tylko właścicielom realizatora projektu.

Nowe projekty inwestycyjne (w tym deweloperskie), rozumiane jako tworzenie nowych źródeł dochodu, mogą być prowadzone – ze względu na sposób organizacji – w modelu *corporate finance* lub *project finance*. Pierwszy z nich polega na prowadzeniu inwestycji w tzw. konwencjonalny sposób, tj. w ramach dotychczasowej działalności gospodarczej podmiotu realizującego. *Project finance* polega zaś na organizacyjnym i finansowym wyodrębnieniu danego projektu z innych obszarów aktywności danego podmiotu gospodarczego³.

¹ R. Doganowski, *Obrót nieruchomościami w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa 2012, s. 395–398.

² R. Doganowski, *Obrót nieruchomościami...*, op. cit., s. 395–398.

³ K. Czerkas, *Finansowanie nieruchomości komercyjnych w Polsce*, Instytut Rynku Hotelarskiego, Warszawa, 2010, s. 119.

Dawcy kapitału wymieni powyżej preferują obecnie model *project finance*, co związane jest ze znacznie lepszą kontrolą zarówno organizacyjną, jak i finansową nad przebiegiem procesu inwestycyjnego, brakiem przenikania się ryzyk różnych przedsięwzięć i projektów, a także zabezpieczeniem udzielanych funduszy na majątku, którego te fundusze dotyczą. W typowym przypadku jest to, spółka z ograniczoną odpowiedzialnością (*SPV – Special Purpose Vehicle*, spółka celowa dla realizacji konkretnego jednego zadania) powołana, np. do budowy jednego hotelu, której bank udziela kredytu na budowę i zabezpiecza ten kredyt hipoteką na nieruchomości gruntowej, na której budowany jest hotel oraz zastawem na udziałach tej spółki. Dla tej właśnie spółki, w szczególności, gdy dla jej właścicieli nie jest to pierwsze tego typu przedsięwzięcie, źródłem przychodów oraz zysków w przyszłości ma być przede wszystkim prowadzona we wznoszonym budynku działalność hotelarska (działalność operacyjna). Własność obiektu może mieć drugorzędne znaczenie dla prowadzącego działalność operacyjną. W związku z tego typu obserwacją zaczęto się zastanawiać nad problemem, polegającym na znalezieniu sponsorów projektów, którzy mogą być właścicielami nieruchomości służących działalności operacyjnej, ale nie mają wpływu i nie muszą angażować się w działalność operacyjną, pozostawiając ją strukturom, które mają w tym zakresie doświadczenie i są do tego typu działalności operacyjnej powołane.

1.2. Charakterystyka systemu

Rozważania nad sposobem rozwiązania tak postawionego problemu doprowadziły do wypracowania formuły finansowania nazywanej „*buy to let*”. Można oczywiście dokonać tłumaczenia tego zwrotu, co powinno brzmieć „kup by wynająć” i zasadniczo jest to tłumaczenie odzwierciedlające istotę omawianego sposobu inwestowania kapitału.

Punktem wyjścia w analizie tego systemu finansowania jest zaplanowanie modelu biznesowego z wykorzystaniem nieruchomości, takiego jak hotel, apartamentowiec z lokalami na wynajem, biurowiec itp. Podstawowym aktywem, z wykorzystaniem którego ma być prowadzona działalność, winna być nieruchomość. W celu wytworzenia lub zakupu tego aktywu powoływany jest podmiot celowy, a więc stosowana jest formuła *project finance*. Kapitał na realizację projektu polegającego na wytworzeniu lub zakupie nieruchomości pozyskiwany jest od wielu drobnych inwestorów poprzez zawarcie z nimi przedwstępnych umów sprzedaży udziałów w powstałej w przyszłości nieruchomości lub przedwstępnych umów

sprzedaży samodzielnych lokali (jeżeli da się je wydzielić na mocy obowiązujących przepisów), wyodrębnionych w budynku powstałym po zakończeniu jego wznoszenia. Inwestorzy zawierający takie umowy z podmiotem celowym dokonują wpłat na zakup swojego udziału w aktywie sukcesywnie do harmonogramu jego realizacji (etapowo) tak, aby ich wpłaty nadążały, ale nie przekraczały faktycznego zaawansowania budżetowego realizacji projektu, co daje przynajmniej psychiczny komfort, że ich wpłaty odpowiadają konkretnej wartości aktywa. Wraz z wyżej opisaną umową przedwstępną podpisywana jest z reguły przedwstępna umowa najmu lub dzierżawy w ten sposób finansowanych aktywów. Umowa jest podpisywana z tym samym podmiotem, który tworzy (buduje) aktywo lub z innym wskazanym przez niego podmiotem, który będzie operacyjnie na tym majątku prowadził działalność. Jest to więc pakiet umów (z każdym z inwestorów analogiczny), którego skutkiem jest stanie się przez inwestora w przyszłości właścicielem udziału w nieruchomości lub samodzielnej wydzielonej nieruchomości oraz uzyskiwanie czynszów z wynajmu posiadanych aktywów. Realizujący projekt ma natomiast zapewnione finansowanie wytworzenia aktywów, na których potem operacyjnie prowadzi działalność, dzieląc się przychodami z tej działalności z inwestorem – dawcą kapitału. Inwestor ma w ten sposób możliwość zrealizowania u siebie wartości dodanej w postaci wzrostu wartości nieruchomości, których jest właścicielem lub współwłaścicielem oraz ma dodatnie przepływy pieniężne z tytułu czynszów⁴.

1.3. Cechy systemu

Podstawową cechą, która odróżnia ten system od innych jest sytuacja własnościowa aktywów generujących przychody. W odróżnieniu od innych sposobów finansowania nieruchomości komercyjnych, właścicielem nieruchomości (pracującego aktywu) jest docelowo dawca kapitału. W innych formach właścicielem jest sam podmiot prowadzący projekt, a nieruchomość jest tylko przedmiotem zabezpieczenia finansowania (np. hipoteka na nieruchomości).

Kolejną cechą, będącą zasadniczą różnicą w stosunku do innych źródeł finansowania, jest źródło strumienia przychodów i budowania wartości dodanej dla dawcy kapitału oraz tytuł kosztów dla biorcy.

⁴ A. Janas, *Jednopokojowi hotelarze*, businessman.pl, nr 3, marzec 2012, http://kristensen-group.pl/wp-content/uploads/press_2012/businessman_pl_2012_03_01_jednopokojowi_hotelarze_pdf_k_p.pdf, dostęp na marzec 2012, s. 60–62.

Dawca kapitału (inwestor kapitałowy) czerpie motywację do angażowania się w projekt stąd, że w przyszłości nieruchomość, której stanie się właścicielem, będzie zyskiwała na wartości (powszechnie przyjmuje się, że w długim okresie wartość nieruchomości rośnie), a po rozpoczęciu prowadzenia działalności operacyjnej będzie uzyskiwał przychody w minimalnie założonej wysokości (czynsze) w regularnych odstępach czasu. Biorca kapitału zaś (podmiot fizycznie realizujący projekt) będzie się dzielił przychodem z dawcą kapitału (zapłata czynszów, które są jego kosztem) w zamian za udzielenie mu kapitału, umożliwiające powstanie aktywów operacyjnych. W tradycyjnych formach finansowania dawca kapitału otrzymuje strumień odsetek, który jest jego przychodem i korzyścią z udzielenia kapitału, natomiast biorca kapitału wypłaca te odsetki, co jest jego kosztem.

Ważnym aspektem jest formalizacja procedury pozyskiwania kapitału. Szczególną rolę odgrywa dotychczasowe postrzeganie pomysłodawców projektu na rynku, ich doświadczenie oraz marketingowe przedstawienie projektu (subiektywne odczucie co do atrakcyjności lokalizacji; wizualizacja obiektu, wystroju wnętrz, nazwisko projektanta, marka, pod jaką obiekt będzie funkcjonował i inne kryteria jakościowe). W klasycznych zaś formach dominuje merytoryczne badanie samego projektu, jak i zabezpieczeń, stosowanie obiektywnych wskaźników ekonomicznych i szczegółowe badania *due diligence*.

2. Zalety i wady systemu

Analizując zalety i wady systemu „Buy to let”, należy je rozpatrywać z punktu widzenia dwóch najważniejszych interesariuszy projektu, tj. dawcy kapitału i jego biorcy.

2.1. Punkt widzenia dawcy kapitału

Do podstawowych zalet omawianego sposobu finansowania dla dawców kapitału należą⁵:

- są oni właścicielami aktywów, które finansują;
- podstawowe korzyści są osiągane dwutorowo poprzez wzrost wartości nieruchomości oraz poprzez osiąganie dodatkich przepływów po zakończeniu budowy aktywów (czynsze);
- osiąganie dodatkowych benefitów z tytułu własności, np. możliwość limitowanego korzystania z finansowanych aktywów,

⁵ A. Janas, *Jednopokojowi hotelarze*, op. cit., s. 60–62.

pobyt w hotelu przez 14 dni w roku, niższe ceny w finansowanym obiekcie , nocleg w hotelu, usługi gastronomiczne w restauracji itp.;

- dość dobra ochrona kapitału w postaci wpisu w księdze wieczystej prowadzonej dla nieruchomości wykazującego roszczenie o zawarcie umowy przenoszącej własność (pod warunkiem zawarcia umowy przedwstępnej w formie aktu notarialnego) i poprzez zbieżność zaawansowania harmonogramu wpłat wynikającego z umowy przedwstępnej ze stopniem zaawansowania realizacji projektu w postaci wytworzenia nieruchomości.

Do wad zaś, z punktu widzenia tych interesariuszy, zaliczamy:

- pełne poleganie na twórcach projektu w zakresie umiejętności ich planowania finansowego (w szczególności budżetowania) i zdolności do późniejszego zarządzania;
- pełne zaufanie do twórców projektu w zakresie ich woli do ukończenia projektu;
- brak możliwości zrealizowania umowy przedwstępnej zakupu nieruchomości w przypadku nieukończenia projektu;
- brak kontroli nad projektem ze strony zewnętrznych podmiotów posiadających specjalistyczną wiedzę;
- częste uzależnianie przyszłych dochodów od rentowności działalności operacyjnej prowadzonej na nieruchomości lub innych wskaźników zupełnie niezależnych od dawcy kapitału;
- w przypadku upadłości projektu już po przeniesieniu własności na dawcę kapitału, a na etapie prowadzenia działalności operacyjnej lub bezpośrednio przed tym etapem prowadzi do braku osiągania dodatnich przepływów z czynszów, a znalezienie nowego operatora, który będzie prowadził działalność operacyjną może okazać się utrudnione lub potencjalny nabywca będzie próbował renegocjować warunki umów.

2.2. Punkt widzenia biorcy kapitału (właściciela projektu)

Do podstawowych zalet modelu finansowania „*Buy to let*” dla tego interesariusza zaliczyć należy:

- brak kosztu kapitału na etapie procesu budowy aktywów operacyjnych;
- możliwość uniknięcia zaangażowania kapitału własnego w projekt przy prawidłowym ułożeniu budżetu projektu i wystarczającej renomie właściciela projektu na rynku, co maksymalnie ogranicza koszt kapitału;

-
- brak lub znacznie ograniczone formalne badanie projektu (brak pełnego zewnętrznego *due dilligence*);
 - często występujące rozdrobnienie dawców kapitału, co ogranicza ryzyko utraty źródeł finansowania w trakcie realizacji projektu;
 - ograniczona formalnie i jakościowo sprawozdawczość z zaawansowania realizacji, a później eksploatacji projektu;
 - płatności czynszowe są, w przeciwieństwie do, na przykład rat kredytowych, kosztem podatkowym, co zapewnia tarczę podatkową o większej wartości (w przypadku kredytu bankowego lub leasingu finansowego kosztem podatkowym są tylko odsetki i tylko one są podstawą do wyliczenia wartości tarczy podatkowej);
 - brak ustanowionych zabezpieczeń na rzecz dawców kapitału lub ograniczone zabezpieczenie do minimum (np. tylko wzmianka o umowie przedwstępnej sprzedaży w Księdze Wieczystej prowadzonej dla nieruchomości).

Wśród wad tego sposobu finansowania, o jakich mogą mówić biorcy, należy wyróżnić:

- brak własności aktywów operacyjnych;
- konieczność bardzo dokładnego planowania finansowego, budżetowania, gdyż każde przekroczenie budżetu bez pokrycia z wpłat dawców kapitału, przewidzianych na podstawie pierwotnych umów przedwstępnych sprzedaży może skutkować niepowodzeniem projektu i utratą reputacji na rynku, co w najlepszym razie może skutkować przymusem dokończenia projektu ze środków własnych, a w najgorszym niepowodzeniem projektu i utratą kapitału przez inwestorów. Konieczność bezwzględnie dokładnego budżetowania dotyczy również przyszłej działalności operacyjnej, gdyż to, że czynsze są kosztem powoduje, że aby zachować rentowność działalności operacyjnej, marża musi być skalkulowana stosunkowo wysoko w stosunku do finansowania w postaci, na przykład kredytu bankowego.

3. Sytuacja obecna i perspektywy rozwoju systemu

Od końca 1990 roku rynek nieruchomości komercyjnych (czyli takich, które służą prowadzeniu działalności operacyjnej, w której są najważniejszym aktywem) rozwija się w regularnym tempie, a więc tak jak wiele innych rynków charakterystycznych dla gospodarki wolnorynkowej. Rozwój znacznie przyspieszył po wstąpieniu Polski do Unii Europejskiej, czyli od 2004 roku. Na tempo rozwoju rynku

nieruchomości wpływa wiele czynników, a głównie są to uwarunkowania ekonomiczne, prawne, finansowe, instytucjonalne i polityczne⁶. Polski rynek nieruchomości ma 93% regulacji charakterystycznych dla rynku rozwiniętego⁷. W typowym cyklu rozwoju rynku nieruchomości można wyróżnić pięć stadiów⁸:

- etap budowlany – kiedy to chcący inwestować w nieruchomość zleca budowę wg swojego pomysłu wprost przedsiębiorstwu budowlanemu i sam bierze na siebie odpowiedzialność za projekt;
- etap deweloperski – pojawiają się inwestorzy instytucjonalni, czyli przedsiębiorstwa deweloperskie, które chcą być posiadaczami wzniesionych na swoje zlecenie nieruchomości w celu czerpania korzyści z ich eksploatacji (czynsze lub odsprzedaż z zyskiem);
- etap inwestycyjny – pojawiają się inwestorzy ze znacznym kapitałem, mogący kupować gotowe nieruchomości i odsprzedać je z zyskiem;
- etap szybkiego wzrostu obrotów na rynku nieruchomości komercyjnych – obroty znacznie rosną, pojawia się wielu nowych inwestorów, pojawiają się inwestorzy zagraniczni, gdyż zaczynają postrzegać rynek jako rozwinięty i stabilny, co umożliwia realizację długoterminowych strategii inwestycyjnych;
- etap kształtowania się autonomicznych produktów –w tym stadium rozwoju pojawiają się produkty charakterystyczne dla tego rynku, jak np. usługi zawodowego komercjalizowania nieruchomości, profesjonalne zarządzanie nieruchomościami (dalej idące niż administrowanie), usługi zarządzania portfelami inwestycyjnymi, których składowymi są inwestycje w nieruchomości.

Analiza literatury⁹ i obserwacja rynku nieruchomości prowadzą do wniosku, że Polska jest na etapie piątym. Nastąpiło już w naszym kraju otwarcie na nowe produkty związane z nieruchomościami, więc również finansowe, a wśród nich systemy inwestowania i finansowania. Taka sytuacja sprawia, że system „buy to let” ma na tym rynku swoje miejsce, a pozycja tego systemu i jego popularność powinna rosnąć.

⁶ K. Czerkas, *Finansowanie nieruchomości...*, op. cit., s. 55.

⁷ K. Śmietana, *Ekonomiczne podstawy rynku nieruchomości*, www.wpia.us.edu.pl/files/epm.doc, dostęp na 18 maja 2012.

⁸ K. Śmietana, *Ekonomiczne...*, op. cit.

⁹ K. Czerkas, *Finansowanie nieruchomości...*, op. cit., s. 56–76.

Podsumowanie

Celem artykułu było zaprezentowanie stosunkowo nowego w polskiej rzeczywistości gospodarczej instrumentu o charakterze inwestycyjnym i finansowym. Instrumentem tym jest system „buy to let”, który ma zastosowanie na rynku nieruchomości komercyjnych i jest sposobem inwestowania kapitału dla interesariuszy – dawców kapitału oraz sposobem finansowania dla interesariuszy – właścicieli projektu, głównie w modelu *project finance* na rynku nieruchomości komercyjnych. Oprócz opisanego systemu i prezentacji jego cech charakterystycznych przedstawiono również jego wady i zalety dla najważniejszych interesariuszy projektów nieruchomościowych. W artykule nastąpiła próba określenia perspektyw popularyzacji tego systemu na rynku nieruchomości w perspektywie najbliższych lat. Wydaje się, że etap rozwoju rynku nieruchomości, na jakim znajduje się Polska, pozwala przypuszczać, że zaprezentowany system będzie stawał się coraz popularniejszy i będzie nowoczesnym systemem, pozwalającym postrzegać polski rynek nieruchomości jako nowoczesny i atrakcyjny. Z pewnością na podstawie niniejszej pracy należy jako kierunek dalszych badań związanych z tym instrumentem obrać obserwację jego rozwoju na polskim rynku i ewentualne ewoluowanie systemu, jego przekształcenie i stosowane innowacje, które mogą się pojawić.

Bibliografia

1. Czerkas K., *Finansowanie Nieruchomości komercyjnych w Polsce. Czynniki ryzyka i modele transakcji*, Instytut Rynku Hotelarskiego, Warszawa, 2010.
2. Doganowski R., *Obrót nieruchomościami w teorii i praktyce*, PWN, Warszawa 2012.
3. Janas A., *Jednopokojowi hotelarze*, Businessman.pl, nr 3, marzec 2012, http://kristensen-group.pl/wp-content/uploads/press_2012/businessman_pl_2012_03_01_jednopokojowi_hotelarze_pdf_k_p.pdf.
4. Śmietana K., *Ekonomiczne podstawy rynku nieruchomości*, www.wpia.us.edu.pl/files/epm.doc.

Streszczenie

Model finansowania przedsięwzięć nieruchomościowych, znany jako “buy to let” jest dość nowy w Polsce. Celem tego artykułu jest prezentacja

i ocean możliwości wykorzystania omawianego modelu finansowania w warunkach polskich.

Summary

„BUY TO LET” AS THE WAY OF FINANCING AND EXPLOITATION OF PROPERTY. DEVELOPMENT PROSPECT IN POLAND

In Poland, the model of financing property undertakings referred to as „buy to let” is a relatively new concept. The purpose of this article is to present this financial and investment instrument on the property market and to evaluate its prospects for application in the Polish economic reality.