

INWESTOWANIE W AKTYWA RZECZOWE I FINANSOWE

Studia Ekonomiczne

ZESZYTY NAUKOWE

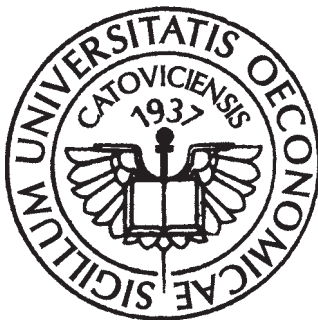
WYDZIAŁOWE

UNIWERSYTETU EKONOMICZNEGO

W KATOWICACH

INWESTOWANIE W AKTYWA RZECZOWE I FINANSOWE

**Redaktor naukowy
Krzysztof Marcinek**



Katowice 2013

Komitet Redakcyjny

Krystyna Lisiecka (przewodnicząca), Anna Lebda-Wyborna (sekretarz),
Florian Kuźnik, Maria Michałowska, Antoni Niederliński, Irena Pyka,
Stanisław Swadźba, Tadeusz Trzaskalik, Janusz Wywiół, Teresa Żabińska

Komitet Redakcyjny Wydziału Finansów i Ubezpieczeń

Irena Pyka (redaktor naczelny), Daniel Iskra (sekretarz),
Halina Henzel, Halina Zadora, Maria Smejda

Rada Programowa

Lorenzo Fattorini, Mario Glowik, Gwo-Hsiu Tzeng,
Miloš Král, Bronisław Micherda, Zdeněk Mikolaš, Marian Noga

Redaktor

Elżbieta Spadzińska-Żak

Skład

Grzegorz Bociek

© Copyright by Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach 2013

ISSN 2083-8611

Wersją pierwotną Studiów Ekonomicznych jest wersja papierowa.

Wszelkie prawa zastrzeżone. Każda reprodukcja lub adaptacja całości
bądź części niniejszej publikacji, niezależnie od zastosowanej
techniki reprodukcji, wymaga pisemnej zgody Wydawcy

WYDAWNICTWO UNIwersYTETU EKONOMICZNEGO W KATOWICACH

ul. 1 Maja 50, 40-287 Katowice, tel. 32 257-76-30, fax 32 257-76-43
www.wydawnictwo.ue.katowice.pl, e-mail: wydawnictwo@ue.katowice.pl

SPIS TREŚCI

Wstęp	11
I INNOWACJE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI	13
Stanisław Belniak, Michał Głuszak, Małgorzata Zięba UWARUNKOWANIA EKONOMICZNE INWESTOWANIA W BUDYNKI ZRÓWNOWAŻONE	13
Summary	26
Halina Henzel, Katarzyna Śmietana, Anna Maszczyk ATRAKCYJNOŚĆ INWESTYCYJNA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH RYNKU NIERUCHOMOŚCI W WARUNKACH KRYZYSU	28
Summary	44
Magdalena Załączna ZASTOSOWANIE <i>PRIVATE FINANCE INITIATIVE</i> NA RYNKU MIESZKANIOWYM W WIELKIEJ BRYTANII A MOŻLIWOŚĆ WYKORZYSTANIA TEGO INSTRUMENTU W POLSCE	45
Summary	57
Rafał Wolski, Magdalena Załączna STRATEGIE INWESTYCYJNE TOWARZYSTW UBEZPIECZENIOWYCH NA RYNKACH NIERUCHOMOŚCI	58
Summary	68
Anna Mazurczak WPŁYW KRYZYSU FINANSOWEGO NA DZIAŁALNOŚĆ FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI TYPU REIT W USA	69
Summary	81
Ewelina Nawrocka ANALIZA I OCENA JAKOŚCI KRAJOWYCH ZASOBÓW INFORMACJI O NIERUCHOMOŚCIACH W ASPEKcie ICH WYKORZYSTANIA DO OPRACOWANIA INDEKSU CEN	82
Summary	96

Marek Uryniak	
WYBRANE ASPEKTY OCENY EKONOMICZNEJ EFEKTYWNOŚCI INWESTYCJI W NIERUCHOMOŚCI KOMERCYJNE Z WYKORZYSTANIEM OPCJI RZECZOWYCH.	97
Summary	107

Elżbieta Zagórska	
WOJEWÓDZKIE BAZY DANYCH O TERENACH POPRZEMYSŁOWYCH I ZDEGRADOWANYCH JAKO PRZYKŁAD PODEJMOWANYCH DZIAŁAŃ W DZIEDZINIE REWITALIZACJI TERENÓW POPRZEMYSŁOWYCH I ZDEGRADOWANYCH	108
Summary	121

Tomasz Bolek	
PRZYCZYNEK DO ANALIZY STANU POPRZEMYSŁOWYCH NIERUCHOMOŚCI ZABYTKOWYCH	122
Summary	136

Marcin Tomecki	
BARIERY ZASTOSOWANIA METODY <i>PROJECT FINANCE</i> W FINANSOWANIU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH NA WYNAJEM W ŚWIEŁIE OBOWIĄZUJĄCEGO W POLSCE STANU PRAWNEGO	137
Summary	149

II UWARUNKOWANIA DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI.	150
--	-----

Henryk Gawron	
EWOLUCJA STRUKTURY OFERT NA WTÓRNYM RYNKU MIESZKANIOWYM W POZNANIU W LATACH 2007-2012	150
Summary	161

Iwona Dittmann

PODEJMOWANIE DECYZJI INWESTYCYJNYCH NA RYNKACH NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH W OPARCIU O PROGNOZY CEN MIESZKAŃ KONSTRUOWANE NA PODSTAWIE OPINII EKSPERTÓW Z UŻYCIEM ROZKŁADU WEIBULLA	162
Summary	174

Michał T. Wilczek

WYBRANE CZYNNIKI POPYTOWE KSZTAŁTUJĄCE DECYZJE INWESTORA NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH I ŹRÓDŁA INFORMACJI O NICH	175
Summary	188

Patrycja Kowalczyk-Rólczyńska

ZNACZENIE POLITYKI KREDYTOWEJ BANKU DLA INWESTYCJI NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH	189
Summary	199

Łukasz Strączkowski

POSTAWY MIESZKANIOWE KLIENTÓW-SENIORÓW W ŚWIELE BADAŃ LOKALNEGO RYNKU MIESZKANIOWEGO.	200
Summary	212

Piotr Kuraś

W KWESTII PRZEJRZYSTOŚCI RYNKU NIERUCHOMOŚCI	213
Summary	223

Katarzyna Olbińska

ZAANGAŻOWANIE SEKTORA PRYWATNEGO W PROJEKTY REWITALIZACYJNE	225
Summary	239

Bartłomiej Marona

BARIERY REALIZACJI INWESTYCJI ZALEŻNE OD GMINY A ATRAKCYJNOŚĆ INWESTYCYJNA POLSKICH MIAST	241
Summary	251

Radosław Cyran	
BUDOWNICTWO KOMUNALNE JAKO INWESTYCJE ZWIĘKSZAJĄCE	
EFEKTYWNOŚĆ GOSPODAROWANIA MIESZKANIOWYM ZASOBEM GMINY . . .	252
Summary	262

Jan Konowalczyk, Tomasz Ramian	
POTRZEBY INFORMACYJNE INWESTORÓW W PROCESIE	
PODEJMOWANIA DECYZJI INWESTYCYJNYCH NA RYNKU	
NIERUCHOMOŚCI – PROPOZYCJA SYSTEMATYKI DANYCH	263
Summary	274

Jan Czempas	
NABYWANIE NIERUCHOMOŚCI W POLSCE PRZEZ CUDZOZIEMCÓW	
W LATACH 2007-2011	275
Summary	299

Anna Górka	
EWOLUCJA POZIOMU I STRUKTURY KOSZTÓW UTRZYMANIA	
MIESZKAŃ NA PRZYKŁADZIE POLSKI	300
Summary	313

III PRZEDSIĘBIORSTWO NA RYNKU INWESTYCYJNYM 314

Małgorzata Jaworek, Marcin Kuzel	
AKTYWNOŚĆ INWESTYCYJNA NAJWIĘKSZYCH PRZEDSIĘBIORSTW	
W POLSCE	314
Summary	322

Małgorzata Szałucka, Aneta Szóstek	
WYNIKI FINANSOWE PODMIOTÓW Z KAPITAŁEM ZAGRANICZNYM	
W LATACH 2000-2011 NA TLE OGÓŁU PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE . .	323
Summary	336

Joanna Krukowska-Korombel	
PRZEDSIĘBIORCA ENERGETYCZNY JAKO SPÓŁKA DOMINUJĄCA	
W ŚWIELE PRAWA SPÓŁEK HANDLOWYCH.	337
Summary	344

Joanna Węgrzyn	
PERSPEKTYWY ROZWOJU PARTNERSTWA PUBLICZNO-PRYWATNEGO W POLSCE W WARUNKACH KRYZYSU GOSPODARCZEGO.	346
Summary	358
Jacek Kuczowic, Karina Kuczowic	
MAŁE PRZEDSIĘBIORSTWA NA RYNKU KAPITAŁOWYM – DZIŚ I JUTRO. .	359
Summary	374
Monika Foltyn-Zarychta	
THE PERCEPTION OF INTERGENERATIONAL TIME FRAME BY OWNERS OF SMALL ENTERPRISES IN SILESIA VOIVODESHIP – SURVEY RESULTS	375
Streszczenie	388
Bartłomiej Jabłoński	
INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW NA TLE POLITYKI DYWIDEND	389
Summary	401
IV INNOWACJE W INWESTOWANIU.	402
Piotr W. Saługa	
O REFERENCYJNYM I KONSEKUTYWNYM INSTRUMENCIE BAZOWYM OPCJI RZECZOWYCH.	402
Summary	418
Krystian Pera	
O METODYCZNEJ POPRAWNOŚCI WYCENY OBLIGACJI	419
Summary	429
Damian Mitrenga	
POPRAWNOŚĆ WYCENY FUNDUSZU ETF REPLIKUJĄCEGO INDEKS WIG20	430
Summary	440

Krzysztof Kowalke	
METODY WSPIERAJĄCE DECYZJE INWESTYCYJNE NA RYNKU AKCJI W ŚWIELE TEORII EFEKTYWNOŚCI RYNKU I TEORII BEHAVIORALNEJ .	441
Summary	449
Rafał Buła	
RYZYO INWESTYCJI A WYMIAR FRAKTALNY	450
Summary	466
Marta Celej	
SKUTECZNOŚĆ STRATEGII INWESTYCYJNEJ BAZUJĄCEJ NA WSKAŹNIKU CENY DO ZYSKU W OPARCIU O MODEL JOHNA NEFFA .	467
Summary	482
Karolina Mucha-Kuś, Maciej Sołtysik	
KOOPETYCJA W PROCESIE INWESTYCYJNYM NA PRZYKŁADZIE PROJEKTU BUDOWY ELEKTROWNI JĄDROWEJ W POLSCE	483
Summary	494
Bartosz Krysta, Dominik Kudyba	
ZMIANA WARTOŚCI KAPITAŁU RYZYKA POD WPŁYWEM ZASTOSOWANIA DYNAMICZNEGO ZABEZPIECZENIA OPCJI ZAKUPU ENERGII ELEKTRYCZNEJ	495
Summary	508
Maciej Sołtysik	
WYBRANE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA SYSTEMÓW WSPARCIA NA PRZYKŁADZIE WYSOKOSPRAWNEJ KOGENERACJI.	509
Summary	524

WSTĘP

Różnorodność oraz intensywność zmian, jakie dokonują się w obszarze nieruchomości i inwestycji rzeczowych oraz finansowych w Polsce, jak i na świecie, stanowią wyzwania zarówno dla nauki, jak i praktyków gospodarczych. Są one przedmiotem badań oraz dyskusji w środowisku akademickim, jak i w kręgach gospodarczych.

Niniejsze „Studia Ekonomiczne” nawiązują do pojawiających się nowych zjawisk oraz tendencji w wymienionym obszarze, stanowiąc próbę ukazania ich narastającej złożoności, ich wyjaśnienia, jak również wskazania potrzeby doskonalenia metod badawczych.

Artykuły zawarte w „Studiach Ekonomicznych” są dziełem badaczy i przedstawicieli większości polskich ośrodków akademickich, w których od lat prowadzone są badania naukowe w zakresie inwestycji i nieruchomości. Autorami artykułów są także przedstawiciele praktyki, zajmujący się badaniem procesów inwestycyjnych w reprezentowanej przez siebie dziedzinie gospodarki – energetyce.

Trzydzieści osiem artykułów odzwierciedla problematykę prowadzonych w Polsce badań oraz będące ich rezultatem główne ustalenia naukowe. W problematyce tej można wyróżnić cztery główne grupy tematyczne:

1. Innowacje na rynku nieruchomości – część poświęcona głównie prezentacji oraz ocenie innowacyjnych rozwiązań na rynku nieruchomości, w szczególności dotyczących finansowania nieruchomości oraz ich finansowej efektywności, w tym zarówno nowoczesnych nieruchomości zrównoważonych, jak i nieruchomości zabytkowych.
2. Uwarunkowania działalności inwestycyjnej na rynku nieruchomości – część poświęcona inwestorom funkcjonującym na rynku nieruchomości, a w szczególności uwarunkowaniom podejmowanych przez nich decyzji.
3. Przedsiębiorstwo na rynku inwestycyjnym – część poświęcona problematyce inwestowania na szczeblu przedsiębiorstw; obejmuje ona zróżnicowane zagadnienia, charakterystyczne dla największych spółek, w tym spółek z udziałem kapitału zagranicznego, a także małych przedsiębiorstw funkcjonujących na rynku kapitałowym.
4. Innowacje w inwestowaniu – część poświęcona w zasadniczym stopniu inwestycjom finansowym; zawiera rozważania głównie natury metodycznej, poświęcone między innymi wycenie instrumentów finansowych oraz ryzyku inwestycyjnemu, w szczególności w inwestycjach energetycznych.

Przedstawiony zarys treści wskazuje na występujący w dziedzinie inwestycji i nieruchomości – podobnie jak w innych dziedzinach aktywności ludzkiej –

znaczny dynamizm zmian, widocznych między innymi w pojawianiu się wielu innowacji, głównie natury finansowej, tworzeniu nowych modeli działalności, powstawaniu nowych uwarunkowań informacyjnych itd. Stanowią one wyzwanie dla osób zaangażowanych w dziedzinie inwestycji i nieruchomości, jak również przekonują o tym, jak dziedzina ta jest interesująca.

Krzysztof Marcinek

I INNOWACJE NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Stanisław Belniak

Michał Głuszak

Małgorzata Zięba

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

UWARUNKOWANIA EKONOMICZNE INWESTOWANIA W BUDYNKI ZRÓWNOWAŻONE

Wprowadzenie

Nieruchomości jako składnik portfela inwestycyjnego, a także jako obiekt użytkowy dla najemców, analizowane są obecnie nie tylko przez pryzmat kryteriów ekonomicznych – wartości, poziomu czynszów, poziomu kosztów eksploatacyjnych, ale też czynników środowiskowych, społecznych i etycznych, a wybory inwestycyjne na rynku nieruchomości stają się częścią strategii odpowiedzialnego inwestowania. Budynki zrównoważone najlepiej spełniają kryteria inwestycji odpowiedzialnych w nieruchomości. Nadal jednak nadrzędnym kryterium dla inwestorów jest stopa zwrotu i poziom ryzyka inwestycji. W krajach rozwiniętych przeprowadzono wiele badań, w których próbuje się weryfikować tezy o wyższej lub też niższej opłacalności inwestycji w budynki zrównoważone.

Celem artykułu jest przedstawienie, na podstawie analizy literatury i wyników badań, istotnych z punktu widzenia inwestorów i wyborów użytkowników argumentów ekonomicznych przemawiających za wyborem komercyjnych nieruchomości zrównoważonych jako obiektów inwestowania i użytkowania.

1. Społeczne, ekonomiczne i środowiskowe oddziaływania budownictwa

Wdrażanie koncepcji rozwoju zrównoważonego jest szczególnie istotne w sektorze budowlanym z uwagi na jego znaczenie w gospodarce i udział w wzroście gospodarczym, a także udział w emisji zanieczyszczeń, zwłaszcza tlenu węgla, zużyciu energii, produkcji odpadów¹.

Wpływ sektora budowlanego na środowisko jest wieloaspektowy i przejawia się we wszystkich formach jego aktywności: projektowaniu, budowie, eksploatacji, odnowie, modernizacji i wyburzeniach. Środowiskowe oddziaływanie budownictwa analizowane i oceniane jest w pięciu podstawowych kategoriach jako²:

- 1) efektywność energetyczna, uwzględniana na etapie projektowania budynku i systemów obsługujących budynek;
- 2) efektywność 'wodna', której poziom istotny jest na etapie budowy i eksploatacji budynku;
- 3) oddziaływanie na środowisko, znajdujące odzwierciedlenie w projekcie, wyborze materiałów, praktyce eksploatacji minimalizujących negatywne oddziaływania na środowisko naturalne;
- 4) jakość środowiska wewnętrznego (*Indoor Environmental Quality – IEQ*), określona w projekcie, składająca się z jakości powietrza, komfortu termicznego, kontroli hałasu i oświetlenia dziennego;
- 5) inne 'zielone' cechy, czyli ocena stosowania innowacyjnych, 'zielonych' praktyk i nowych technologii korzystnych dla środowiska.

2. Istota budownictwa zrównoważonego

Budynki zrównoważone, określane też mianem zielonych, czy w języku angielskim: *sustainable buildings*, *green buildings* lub *high performance buildings*, to obiekty charakteryzujące się minimalnym zużyciem zasobów naturalnych na etapie budowy i eksploatacji oraz niskim niekorzystnym oddziaływaniem na środowisko naturalne, przy jednoczesnej optymalnej użyteczności dla właścicieli, najemców i in-

¹ M.S. Dator: Green Building Regulations: Extending Mandates to the Residential Sector. „Boston College Environmental Affairs Law Review” 2010, Vol. 37, No. 2.

² M. Medineckiene, Z. Turskis, E. Zavadskas: Sustainable construction taking into account the building impact on the environment. „Journal of Environmental Engineering and Landscape Management” 2010, Vol. 18 (2), s. 118-127.

nych użytkowników³. Budynki zrównoważone to obiekty przyjazne dla ludzi z nich korzystających oraz społeczności lokalnej, przy jednoczesnym zachowaniu odpowiednich parametrów opłacalności ekonomicznej dla inwestorów, budynki, w których następuje zbilansowanie aspektów środowiskowych, społecznych i ekonomicznych. Definicja budynków zrównoważonych zaprezentowana przez Kiberta⁴ określa je jako odpowiedzialnie kreowane i zarządzane, zdrowe środowisko budowlane, uwzględniające zasady ochrony środowiska i efektywne wykorzystywanie zasobów.

Typowe parametry projektowe i eksploatacyjne budynku zrównoważonego obejmują⁵:

- maksymalne wykorzystanie światła dziennego do oświetlenia pomieszczeń biurowych,
- wysoką jakość powietrza wewnątrz pomieszczeń oraz indywidualną kontrolę i sterowanie środowiskiem wewnątrz;
- niski poziom zużycia energii wskutek zastosowania rozwiązań technicznych, takich jak wentylacja naturalna, odzyskiwanie energii cieplnej, wykorzystywanie energii termalnej, usytuowanie budynku względem stron świata, niskoenergetyczne, oszczędne oświetlenie itd.;
- minimalizację oddziaływania na otoczenie (*site impact*) dzięki trosce o ekologię miejsca, staranne planowanie i zagospodarowanie otoczenia;
- recykling 'szarej wody' (*grey water*);
- dobre wykorzystanie istniejącej infrastruktury transportowej i jasno określona proekologicznie polityką transportową, np. systemy wspólnego korzystania z samochodów (*car-sharing schemes*) dla użytkowników budynku;
- ponowne wykorzystanie istniejących budynków i staranny dobór i specyfikację materiałów o niskim poziomie oddziaływania na środowisko wykorzystywanych do budowy, remontu czy renowacji.

3. Międzynarodowe systemy certyfikacji budynków zrównoważonych

Międzynarodowe tendencje w zakresie oceny budynków charakteryzuje odejście od oceny wyłącznie energetycznej budynku, to jest stopnia oszczędności energetycznej i stopnia zużycia energii, a systemy oceny i certyfikacji bazują na komple-

³ Royal Institute of Chartered Surveyors: Valuation Information Paper No. 13, RICS 2009.

⁴ Ch.J. Kibert: Sustainable Construction: Green Building Design and Delivery. John Wiley & Sons, Hoboken 2007.

⁵ D.E. Shiers: Environmentally Responsible Buildings in the UK Commercial Property Sector. „Property Management” 2000, No. 18(5), s. 352-365.

sowej ocenie budynku, uwzględniającej kryteria ekologiczne, finansowe i społeczne zrównoważonego rozwoju. Takie kryteria spełniają systemy certyfikacji, np. BRE-EAM, LEED, DGNB, Green Star. Ocena, w jakim zakresie budynek spełnia wymogi budynku zrównoważonego, istotna jest z kilku powodów, do których należą:

- poprawa jakości środowiska pracy ludzi poprzez m.in. stworzenie bardziej korzystnego klimatu wewnątrz, zmniejszenie zagrożenia chorobami układu oddechowego;
- ocena oddziaływania środowiskowego, to jest w jakim stopniu budynek, jego eksploatacja oddziałują na środowisko, na ile spełniane są normy ekologiczne związane np. z emisją CO₂, gospodarowaniem odpadami, zużyciem energii;
- stopień, w jakim budynek spełnia wymogi ekologiczne, jest istotny dla rynku nieruchomości, wpływa na wartość rynkową obiektu, jego atrakcyjność dla najemców (koszty) oraz inwestorów (zwrot z inwestycji, ryzyko).

Warto zwrócić uwagę na fakt, iż systemy certyfikacji rozwiązań ekologicznych w budownictwie (LEED, Green Star, BREEAM, CASBEE) są stosowane w krajach wysoko rozwiniętych, ale ich implementacje w krajach o rozwijającym się rynku nieruchomości – jak Polska – są stosunkowo rzadkie⁶. Dotyczy to również badań empirycznych, które w przeważającej mierze dotyczą wysoce rozwiniętych rynków biurowych, charakteryzujących się m.in.:

- wyższym poziomem rozwoju i innowacyjności;
- wyższą transparentnością, dostępnością danych transakcyjnych;
- wyższym poziomem świadomości ekologicznej.

4. Dyfuzja technologii budownictwa zrównoważonego

Oceniając problem ekonomicznej efektywności inwestycji w nieruchomości zrównoważone, należy też uwzględnić problem dyfuzji technologii budownictwa zrównoważonego. Problem dyfuzji technologii, w tym technologii związanych z budownictwem zrównoważonym, jest wielowątkowy. Falkenbach i inni⁷ dzielą problem dyfuzji technologii na trzy poziomy, a mianowicie:

- **poziom nieruchomości** (*property level*), w którym problem determinant rozwoju rozpatrywany jest przez pryzmat kalkulacji ekonomicznych użytkowników, właścicieli oraz deweloperów, a także cech budynków ekologicznych w porównaniu do budynków tradycyjnych;

⁶ R. Reed, A. Bilos, A. Wilkinson, K.W. Schulte: International Comparison of Sustainable Rating Tools. „Journal of Sustainable Real Estate” 2009, No. 1(1), s. 1-22.

⁷ H. Falkenbach, A.-L. Lindholm, H. Schleich: Environmental Sustainability – Drivers for the Real Estate Investor. „Journal of Real Estate Literature” 2010, No. 18(2), s. 203-223.

- **poziom organizacji gospodarczych** (*corporate level*), w którym problem rozpatrywany jest przez pryzmat przedsiębiorstw i ich rosnącego zrozumienia dla idei zrównoważonego rozwoju;
- **poziom uwarunkowań zewnętrznych** (*external level*), w których problem rozpatrywany jest w szerokiej perspektywie otoczenia rynkowego – instytucjonalno-prawnego oraz środowiska, które warunkują działania indywidualne.

5. Uwarunkowania na poziomie nieruchomości

Eichholtz, Kok i Quigley⁸ wskazują, że w przypadku użytkowników powierzchni biurowej można wskazać cztery grupy przesłanek skłaniających ich do wybierania nieruchomości zrównoważonych. Są to:

- bezpośrednie korzyści ekonomiczne, związane z mniejszymi kosztami operacyjnymi oraz niższym zużyciem energii w tych budynkach;
- pośrednie korzyści ekonomiczne, związane według literatury przedmiotu z takimi aspektami jak: korzyści wizerunkowe, zwiększona produktywność pracowników i zmniejszona ich rotacja i absencja wynikająca z chorób powodowanych pracą w szkodliwym środowisku biurowym (*sick building syndrome*);
- unikanie ryzyka związanego z tempem zużycia funkcjonalnego oraz moralnego obiektów ekologicznych, komercjalizacją obiektu, przyszłymi zmianami cen energii, przyszłymi zmianami instytucjonalno-prawnymi;
- zachowania etyczne, co jest związane z takimi zjawiskami jak społeczna odpowiedzialność biznesu (*corporate social responsibility* oraz *responsible property investment*), jak również kultura organizacji.

Jednocześnie w przypadku dużych i złożonych organizacji proces decyzyjny dotyczący inwestycji w budynki ekologiczne jest skomplikowany i zależy od splotu czynników – przyjęcia określonej strategii (związanej z wdrażaniem rozwoju zrównoważonego), systemu komunikacji czy ewaluacji efektów inwestycji oraz uwzględnienia wyników wspomnianej ewaluacji w ocenie podejmowanych decyzji (co w kontekście polityki ekologicznej uczelni dobrze obrazują badania Richardсона i Lynes⁹).

⁸ P. Eichholtz, N. Kok, J.M. Quigley: *Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings*. „American Economic Review” 2010, No. 100(5), s. 2492-2509.

⁹ G.R.A. Richardson, J.K. Lynes: *Institutional motivations and barriers to the construction of green buildings on campus: A case study of the University of Waterloo, Ontario*. „International Journal of Sustainability in Higher Education” 2007, Vol. 8, Iss. 3, s. 339-354.

Analizując przepływy pieniężne oraz ryzyko na poziomie pojedynczej nieruchomości, można przyjąć perspektywę trzech grup podmiotów działających na rynku nieruchomości komercyjnych – najemców (użytkowników), właścicieli (inwestorów) oraz deweloperów. Każda ze wskazanych grup ocenia jakość oraz ekonomiczną efektywność budynku biurowego przez pryzmat określonych parametrów ekonomicznych i technicznych (por. tabela 1).

Tabela 1

Czynniki decydujące o ekonomicznej opłacalności decyzji na rynku nieruchomości komercyjnych

Wyszczególnienie	Deweloper	Właściciel/inwestor	Najemca/użytkownik
Opłata czynszowa		×	×
Opłata eksploatacyjna		×	×
Koszt mediów		×	×
Jakość (np. udogodnienia)			×
Pustostany		×	
Wartość	×	×	
Ryzyko	×	×	
Nakłady inwestycyjne	×		

Racjonalni najemcy (użytkownicy), wybierając powierzchnie biurowe, będą kierować się cechami jakościowymi nieruchomości (Q) oraz wysokością efektywnego czynszu brutto (*effective gross rent* – EGR), który będą musieli zapłacić za najem określonej powierzchni biurowej. Dysponując określonym budżetem, użytkownicy/najemcy będą poszukiwać powierzchni biurowej o najwyższej jakości (Q), przy zakładanym poziomie efektywnego czynszu brutto (EGR), na który składają się:

- czynsz netto (R);
- opłata eksploatacyjna (O);
- opłata za media (M).

Z perspektywy obciążeń czynszowych, zakładając wybór między powierzchniami biurowymi o tej samej jakości (Q), racjonalny najemca będzie poszukiwał powierzchni o najmniejszym efektywnym czynszu brutto (EGR). Ponadto dla racjonalnego najemcy powinna liczyć się suma efektywnego czynszu brutto, innymi słowy, może zaakceptować wyższy czynsz netto (R), jeśli będzie to rekompensowane mniejszymi kosztami mediów (M) lub niższą opłatą eksploatacyjną (O), pod warunkiem, że ostateczna wysokość czynszu brutto się nie zmieni. W tym kontekście wybór nieruchomości zrównoważonych będzie racjonalny, jeśli wysokość efektywnego czynszu brutto nie będzie wyższa niż w przypadku budynków biurowych o porównywalnej jakości (Q).

W przypadku właściciela (inwestora) chodzi o maksymalizację wartości rynkowej nieruchomości (MV), która zależy: (a) wprost proporcjonalnie od wysokości dochodu operacyjnego netto (*net operating income* – NOI), (b) odwrotnie proporcjonalnie od wysokości rynkowej stopy kapitalizacji (wyznaczanej m.in. przez ryzyko, perspektywy wzrostu dochodów).

Z perspektywy rynku racjonalni inwestorzy będą skłonni zapłacić więcej za nieruchomości zrównoważone jedynie gdy:

1. Generowany przez nie dochód operacyjny netto będzie wyższy niż w porównywalnych obiektach, przy tej samej stopie kapitalizacji. W kontekście przepływów pieniężnych dla właściciela nieruchomości zrównoważonej dochód operacyjny netto będzie zależeć od:
 - wysokości czynszu netto (R) w obiektach zrównoważonych w porównaniu z budynkami biurowymi o porównywalnej jakości (Q),
 - wysokości stopy pustostanów (v) w obiektach zrównoważonych w porównaniu z budynkami biurowymi o porównywalnej jakości (Q),
 - wysokości opłat eksploatacyjnych (O) oraz mediów (M) w obiektach zrównoważonych w porównaniu z budynkami biurowymi o porównywalnej jakości (Q);
2. Stopa kapitalizacji dla nieruchomości zrównoważonych będzie mniejsza niż w przypadku obiektów przynoszących ten sam dochód operacyjny netto. W kontekście rynku stopa kapitalizacji zależeć będzie od tego, jak w obiektach zrównoważonych:
 - oceniane jest ryzyko w porównaniu z budynkami o porównywalnej jakości (Q),
 - oceniane są perspektywy wzrostu cen w porównaniu z budynkami o porównywalnej jakości (Q).

6. Czynsz

Istotnym wskaźnikiem równowagi rynku powierzchni biurowych jest wysokość czynszu płaconą przez najemców. Heterogeniczny charakter zasobu nieruchomości biurowych powoduje, iż wysokość czynszu w czasie t jest funkcją cech jakościowych nieruchomości: atrybutów samej nieruchomości s , lokalizacji w obrębie rynku lokalnego a , otoczenia nieruchomości n oraz uwarunkowań środowiskowych e , co można wyrazić wzorem.

$$R = f(s, a, n, e).$$

Nieruchomości biurowe różnią się także wpływem środowiskowym lub szerszej – w zakresie zgodności z zasadami zrównoważonego rozwoju, czego bez-

pośrednim wyrazem jest posiadanie przez budynek certyfikatu ekologicznego. Intuicyjnie – ekologiczne cechy nieruchomości (certyfikat) wiążą się z jakością budynku, mogą też zmniejszać koszty eksploatacji. Większa użyteczność nieruchomości dla użytkowników, zgodnie z teorią ekonomii, powinna w kontekście rynkowym przekładać się na wyższe czynsze równowagi.

W literaturze przedmiotu można znaleźć badania empiryczne, w których analizowano wpływ określonego rodzaju certyfikacji nieruchomości na różnicę w wysokości czynszów płaconych przez najemców (*rent premium*), za punkt odniesienia biorąc porównywalne nieruchomości bez certyfikatu.

Część badań opierała się na obserwowalnych rynkowych wysokościach czynszów, tzw. preferencjach ujawnionych, a ich celem było oszacowanie tzw. ukrytego czynszu certyfikacji ekologicznej (*implicit rent*). Z uwagi na niedostępność danych empirycznych w części badań analizowano tzw. preferencje deklarowane, czyli hipotetyczną skłonność najemców do płacenia za posiadanie przez budynek certyfikacji ekologicznej (*willingness to pay* – WTP). Wyniki badań należących do obu wymienionych nurtów metodycznych zestawiono w tabeli 2.

Tabela 2

Zestawienie wyników badań w zakresie WTP za budynki zrównoważone

Badanie	Rok	Rodzaj badania	Zasięg przestrzenny	Wyniki
Cushman i Wakefield	2007	Badania ankietowe	Europa	45% najemców deklaruje WTP
Colliers	2007	Badania ankietowe	Kanada	63% respondentów deklaruje WTP
Sayce i in.	2007	Badania ankietowe	Wielka Brytania	33% respondentów oczekuje wyższych czynszów
Fuerst i McAllister	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższe czynsze (12%)
Jones Lang LaSalle	2008	Badania ankietowe	Globalny	70% respondentów deklaruje WTP
Eichholtz i in.	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższe czynsze (2-7%)
Cushman i Wakefield	2009	Badania ankietowe	Europa	39% respondentów deklaruje WTP
Pivo i Fisher	2009	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższe czynsze (5%)
Wiley i in.	2010	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższe czynsze (7-17%)
Reichardt i in.	2012	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższe czynsze (nawet o 6% w 2008 roku)
Karhu i in.	2012	Badania ankietowe	Finlandia	Najważniejsze dla budynków zrównoważonych są lokalizacja oraz efektywność energetyczna

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: S. Sayce, L. Ellison, P. Parnell: Understanding Investment Drivers for UK Sustainable Property, „Building Research and Information” 2007, No. 35(6), s. 352-365; H. Falkenbach, A.-L. Lindholm, H. Schleich: Environmental Sustainability Drivers for the Real Estate Investor, „Journal of Real Estate Literature” 2010, No. 18(2), s. 203-223 oraz krytycznej analizy literatury przedmiotu.

Wszystkie z przeprowadzonych dotychczas analiz opartych na danych rynkowych wskazywały na to, że czynsze w budynkach zrównoważonych są wyższe – o 2-7%¹⁰, 5% według Pivo i Fisher¹¹, 12% według Fuerst i McAllister¹², a nawet 7%-17% odpowiednio dla budynków z certyfikatem energetycznym Energy Star oraz certyfikatem ekologicznym LEED¹³.

7. Koszty operacyjne

Rozwój budownictwa energooszczędnego, albo szerzej budownictwa ekologicznego, można tłumaczyć w nawiązaniu do hipotezy wymuszonej innowacji Hicksa¹⁴. Jednym z argumentów zwolenników rozwoju technologii budynków zrównoważonych jest fakt, że pozwala ona zmniejszać koszty eksploatacji budynku. Jak wskazują niektórzy badacze, modernizacja zmierzająca do zmniejszenia kosztów eksploatacyjnych będzie efektywna ekonomicznie w przypadku większości istniejącej powierzchni biurowej¹⁵.

Badania naukowe dotyczące wysokości kosztów eksploatacyjnych w budynkach zrównoważonych, w porównaniu do budynków typowych (por. tabela 3) wskazują, iż teza o niższych kosztach użytkowania budynków zrównoważonych jest uzasadniona faktograficznie. Większość autorów jednoznacznie wskazuje na niższe koszty związane z użytkowaniem budynków zrównoważonych (Shiers¹⁶, Miller i in.¹⁷; Pivo i Fisher¹⁸).

¹⁰ P. Eichholtz, N. Kok, J.M. Quigley: *Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings*. Program on Housing and Urban Policy. Berkeley 2008.

¹¹ G. Pivo, J.D. Fisher: *Investment Returns from Responsible Property Investments: Energy Efficient, Transit-oriented and Urban Regeneration Office Properties in the US from 1998-2008*. Responsible Property Investing Center, Boston College and University of Arizona, Benecki Center for Real Estate Studies, Indiana University 2009.

¹² F. Fuerst, P.M. McAllister: *Green Noise or Green Value? Measuring the Price Effects of Environmental Certification in Commercial Buildings*. Real Estate and Planning Working Paper, Henley Business School, Reading University 2008.

¹³ J. Wiley, J. Benefield, K. Johnson: *Green Design and the Market for Commercial Office Space*. „Journal of Real Estate Finance and Economics” 2010, No. 41(2), s. 228-243.

¹⁴ Por. R.G. Newell, A.B. Jaffe, R.N. Stavins: *The Induced Innovation Hypothesis and Energy-Saving Technological Change*. „The Quarterly Journal of Economics” 1999, No. 114(3), s. 941-975.

¹⁵ G. Kats: *The Costs and Financial Benefits of Green Buildings*. A Report to California's Sustainable Building Task Force, October 2003.

¹⁶ D.E. Shiers: *'Green' Developments: Environmentally Responsible Buildings in the UK Commercial Property Sector*. „Property Management” 1999, No. 18(5), s. 352-365.

¹⁷ N. Miller, J. Spivey, A. Florance: *Does Green Pay Off?* „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2008, No. 14(4), s. 385-399.

¹⁸ G. Pivo, J.D. Fisher: *Income, Value and Returns in Socially Responsible Office Properties*. „Journal of Real Estate Research” 2010, No. 32(3), s. 243-270.

Tabela 3

Badania dotyczące wysokości kosztów użytkowania w budynkach zrównoważonych

Badanie	Rok	Rodzaj badania	Zasięg przestrzenny	Wyniki
Shiers	1999	Studium przypadków	Wielka Brytania	Niższe koszty operacyjne (6-30%)
Miller i in.	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Niższe koszty operacyjne (35%)
Barrientos i in.	2007	Studia przypadków	Stany Zjednoczone	Rzeczywiste zużycie mediów w budynkach ekologicznych niższe niż w budynkach konwencjonalnych, ale o 40% wyższe od przewidywanego
Pivo i Fisher	2010	Regresja	Stany Zjednoczone	Niższe koszty mediów w budynkach z certyfikatem Energy Star (ok. 13%)
Newsham i in.	2009	Analiza wariancji	Stany Zjednoczone	Średnie użycie energii w budynkach z certyfikatem LEED od 18 do 39% mniejsze niż w porównywalnych obiektach, ale około 1/3 budynków z certyfikatem LEED notowało wyższe zużycie niż obiekty porównywalne
Skofield	2009		Stany Zjednoczone	Średnie użycie energii w budynkach z certyfikatem LEED nie różni się statystycznie od porównywalnych obiektów

Źródło: Ibid.

8. Pustostany

Jednym z czynników ryzyka inwestycyjnego jest w przypadku budynków biurowych stopień zagrożenia pustostanami. Wskaźnik pustostanów, czyli stosunek niewynajętej powierzchni do całkowitej powierzchni biurowej do wynajęcia, jest również ważnym wskaźnikiem dynamiki rynku. Ryzyko inwestycyjne mierzone stopą pustostanów, czy też jej relatywna wysokość, stały się również przedmiotem zainteresowania w badaniach empirycznych dotyczących budynków ekologicznych (por. tabela 4).

Tabela 4

Badania dotyczące wysokości stopy pustostanów w budynkach zrównoważonych

Badanie	Rok	Rodzaj badania	Zasięg przestrzenny	Wyniki
Fuerst i McAllister	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Niższa mediana stopy pustostanów
Miller i in.	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Niższa średnia stopa pustostanów
Wiley i in.	2010	Regresja	Stany Zjednoczone	Niższa stopa pustostanów (o 10-18%)
Pivo i Fisher	2010	Regresja	Stany Zjednoczone	Niższa stopa pustostanów (1%)
Reichardt i in.	2012	Regresja	Stany Zjednoczone	Niższa stopa pustostanów (średnio 2,5%-2,9% w analizowanym okresie)

Źródło: Ibid.

Jak wskazują powyższe dane, w literaturze przedmiotu panuje konsensus dotyczący relatywnej przewagi budynków ekologicznych nad porównywalnymi w zakresie wskaźnika wynajętych powierzchni (Fuerst i McAllister¹⁹; Pivo i Fisher²⁰; Pivo i Fisher²¹; Wiley i in.²²). W świetle wyników badań empirycznych budynki ekologiczne są mniej narażone na zjawisko pustostanów.

9. Wartość nieruchomości

Kategoria wartości zajmuje w ekonomii miejsce szczególne i problemowi temu w odniesieniu do nieruchomości ekologicznych poświęcono też wiele uwagi w analizach teoretycznych i badaniach. W literaturze przedmiotu można znaleźć badania empiryczne, w których analizowano wpływ określonego rodzaju certyfikacji nieruchomości na różnicę w wartości nieruchomości (*price premium*), jako punkt odniesienia traktując porównywalne nieruchomości bez certyfikatu.

Część badań opierała się na obserwowalnych rynkowych wysokościach czynszów w obiektach biurowych, czyli tzw. preferencjach ujawnionych, a ich celem było oszacowanie tzw. ukrytej ceny certyfikatu ekologicznego (*implicit value*). Z uwagi na niedostępność danych empirycznych, w części badań analizowano tzw. preferencje deklarowane, to jest hipotetyczną skłonność najemców do inwestowania w budynek ekologiczny lub wprost chęć płacenia więcej w przypadku posiadania przez budynek odpowiedniego certyfikatu potwierdzającego jego ekologiczny charakter (*willingness to pay* – WTP), co zostało zilustrowane w tabeli 5.

Tabela 5

Badania dotyczące wartości nieruchomości zrównoważonych

Badanie	Rok	Rodzaj badania	Zasięg przestrzenny	Wyniki
Cushman i Wakefield	2007	Ankieta	Europa	47% deklaruje WTP
Cushman i Wakefield	2009	Ankieta	Europa	44% deklaruje WTP
Sayce i in.	2007	Ankieta	Wielka Brytania	40% (2000) i 23% (2005) respondentów oczekuje niższych stóp kapitalizacji dla budynków ekologicznych
Fuerst i McAllister	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższa wartość nieruchomości zrównoważonych (11-31%)

¹⁹ F. Fuerst, P.M. McAllister: Op. cit.

²⁰ G. Pivo, J.D. Fisher: Investment Returns..., op. cit.

²¹ G. Pivo, J.D. Fisher: Income, Value and Returns..., op. cit.

²² J. Wiley, J. Benefield, K. Johnson: Op. cit.

cd. tabeli 5

Eichholtz i in.	2009	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższa wartość nieruchomości zrównoważonych (6%)
Miller i in.	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższa wartość nieruchomości zrównoważonych (5-10%)
Wiley i in.	2008	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższa wartość nieruchomości zrównoważonych
Pivo i Fisher	2010	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższa wartość nieruchomości zrównoważonych (10-16%)
Dermisi i McDonald	2011	Regresja	Stany Zjednoczone	Wyższa wartość nieruchomości zrównoważonych (23% dla budynków z certyfikatem LEED)

Źródło: Ibid.

Zarówno pierwsze studia branżowe²³, jak i późniejsze artykuły (Eichholtz i in.²⁴; Fuerst i McAllister²⁵; Miller i in.²⁶; Pivo i Fisher²⁷) są dość zgodne co do tego, że budynki zrównoważone są więcej warte niż porównywalne do nich obiekty tradycyjne. Podobnych wyników dostarczają badania ankietowe (CushWake 2007²⁸; CushWake 2009²⁹; Sayce i in.³⁰). Co więcej, jak wskazuje McNamara³¹, motywem części inwestorów nie jest wartość bieżąca, ale wartość nieruchomości w przyszłości. Zużycie moralne budynków ekologicznych będzie dużo mniejsze niż porównywalnych budynków standardowych, w związku z tym ryzyko utraty najemców mniejsze, a ich wartość bardziej stabilna.

Podsumowanie

W artykule przedstawiono istotę budownictwa zrównoważonego oraz zakres oddziaływań środowiskowych i społecznych nieruchomości. Analizę skoncentrowano na wynikach badań dotyczących poszczególnych czynników wpływających

²³ CoStar: Commercial Real Estate and the Environment. CoStar Group 2008, <http://www.costar.com/uploadedFiles/Partners/CoStar-Green-Study.pdf>.

²⁴ P. Eichholtz, N. Kok, J.M. Quigley: *Doing Well...*, op. cit.

²⁵ F. Fuerst, P.M. McAllister: Op. cit.

²⁶ N. Miller, J. Spivey, A. Florance: Op. cit.

²⁷ G. Pivo, J.D. Fisher: *Income, Value and Returns...*, op. cit.

²⁸ CushWake: *Landlord & Tenant Survey*. Cushman & Wakefield, London 2007.

²⁹ CushWake: *Landlord & Tenant Survey*. Cushman & Wakefield, London 2009.

³⁰ S. Sayce, L. Ellison, P. Parnell: *Understanding Investment Drivers for UK Sustainable Property*. „Building Research and Information” 2007, No. 35(6), s. 629-643.

³¹ P. McNamara: *Will Greener Buildings Bring Bigger Profits?* „Professional Investor”, Autumn 2008, s. 41-43, www.cfauk.org.

na opłacalność inwestycji w budynki zrównoważone: czynszów, wartości rynkowej budynków, kosztów eksploatacyjnych oraz pustostanów.

Przedstawione wyniki dotychczasowych badań wskazują na wyższą wartość rynkową nieruchomości zrównoważonych oraz mniejsze ich zagrożenie pustostanami. Wyniki przedstawionych badań w większości wskazują na niższy poziom kosztów eksploatacyjnych, choć nie są one całkowicie jednoznaczne. W budynkach zrównoważonych odnotowywano też wyższe czynsze, ale też badani najemcy wykazywali w większości badań skłonność do ich płacenia. Niewątpliwie przedstawione analizy nie wskazują na bezwzględną wyższą opłacalność inwestowania w nieruchomości zrównoważone, ale pokazują też czynniki, które tę opłacalność wyraźnie zwiększają, jak wartość czy stopa pustostanów oraz *willingness to pay*.

Literatura

- CoStar: Commercial Real Estate and the Environment, CoStar Group 2008, <http://www.costar.com/uploadedFiles/Partners/CoStar-Green-Study.pdf>.
- CushWake: Landlord & Tenant Survey. Cushman & Wakefield, London 2007.
- CushWake: Landlord & Tenant Survey. Cushman & Wakefield, London 2009.
- Dator M.S.: Green Building Regulations: Extending Mandates to the Residential Sector. „Boston College Environmental Affairs Law Review” 2010, Vol. 37, No. 2.
- Eichholtz P., Kok N., Quigley J.M.: Doing Well by Doing Good? Green Office Buildings, Program on Housing and Urban Policy, Berkeley 2008.
- Falkenbach H., Lindholm A.-L., Schleich H.: Environmental Sustainability – Drivers for the Real Estate Investor. „Journal of Real Estate Literature” 2010, No. 18(2).
- Fuerst F., McAllister P.M.: Green Noise or Green Value? Measuring the Price Effects of Environmental Certification in Commercial Buildings. „Real Estate and Planning Working Paper” 2008, No. 09. Henley Business School, Reading University.
- Richardson G.R.A., Lynes J.K.: Institutional motivations and barriers to the construction of green buildings on campus: A case study of the University of Waterloo, Ontario. „International Journal of Sustainability in Higher Education” 2007, Vol. 8, Iss. 3.
- Kats G.: The Costs and Financial Benefits of Green Buildings. A Report to California’s Sustainable Building Task Force, October 2003.
- Kibert Ch.J.: Sustainable Construction: Green Building Design and Delivery. John Wiley & Sons, Hoboken 2007.
- McNamara P.: Will Greener Buildings Bring Bigger Profits? „Professional Investor”, Autumn 2008, www.cfauk.org.

- Medineckiene M., Turskis Z., Zavadskas E.: Sustainable construction taking into account the building impact on the environment. „Journal of Environmental Engineering and Landscape Management” 2010, Vol. 18 (2).
- Miller N., Spivey J., Florance A.: Does Green Pay Off? „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2008, No. 14(4).
- Newell R.G., Jaffe A.B., Stavins R.N.: The Induced Innovation Hypothesis and Energy-Saving Technological Change. „The Quarterly Journal of Economics” 1999, No. 114(3).
- Pivo G., Fisher J.D.: Investment Returns from Responsible Property Investments: Energy Efficient. Transit-oriented and Urban Regeneration Office Properties in the US from 1998-2008. Responsible Property Investing Center, Boston College and University of Arizona, Benecki Center for Real Estate Studies, Indiana University 2009.
- Pivo G., Fisher J.D.: Income, Value and Returns in Socially Responsible Office Properties. „Journal of Real Estate Research” 2010, No. 32(3).
- Reed R., Bilos A., Wilkinson A., Schulte K.W.: International Comparison of Sustainable Rating Tools. „Journal of Sustainable Real Estate” 2009, No. 1(1).
- Royal Institute of Chartered Surveyors: Valuation Information Paper No. 13, RICS 2009.
- Sayce S., Ellison L., Parnell P.: Understanding Investment Drivers for UK Sustainable Property. „Building Research and Information” 2007, No. 35(6).
- Shiers D.E.: ‘Green’ Developments: Environmentally Responsible Buildings in the UK Commercial Property Sector. „Property Management” 1999, No. 18(5).
- Shiers D.E.: Environmentally Responsible Buildings in the UK Commercial Property Sector. „Property Management” 2000, No. 18(5).
- Wiley J., Benefield J., Johnson K.: Green Design and the Market for Commercial Office Space. „Journal of Real Estate Finance and Economics” 2010, No. 41(2).

ECONOMIC CONDITIONS FOR INVESTMENT IN SUSTAINABLE BUILDINGS

Summary

The paper presents problem of sustainable construction, and environmental and social impacts of buildings. The paper focuses on the results of research conducted so far in different countries and investigating factors affecting effectiveness of investment in sustainable buildings, i.e. rents, market value of buildings, maintenance costs and vacancies.

The results of various research, that were presented and analyzed, generally prove higher market value of sustainable buildings and lower level of vacancies. Most research

results also indicate lower maintenance costs, though these results are not unequivocal. According to research results, higher rents are charged in sustainable buildings, but tenants are also more eager to pay for sustainable office space. Numerous research results, that were presented and analyzed do not prove unconditionally higher economic effectiveness of investment in sustainable properties, but they do indicate factors clearly increasing the effectiveness of these investments, such as market value of tenants Willingness to Pay.

Halina Henzel

Katarzyna Śmietana

Anna Maszczyk

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

ATRAKCYJNOŚĆ INWESTYCYJNA INSTRUMENTÓW FINANSOWYCH RYNKU NIERUCHOMOŚCI W WARUNKACH KRYZYSU

Wprowadzenie

Rynek kapitałowy rozważany jako „przestrzeń” transferów kapitałów średnio- i długoterminowych – pozyskiwania i lokowania środków – stymuluje inwestycje we wszystkich sektorach gospodarki, w tym nieruchomości, przyczyniając się do ich rozwoju. Wspomniane transfery kapitałów obejmują również rynek nieruchomości, w którym podmioty zgłaszające zapotrzebowanie na środki finansowe o znaczącej skali podejmują decyzje o ich alokacji w wysoce kapitałochłonnych inwestycjach prywatnych, publicznych oraz realizowanych na zasadach partnerstwa publiczno-prywatnego. Skala inwestycji wymaga niejednokrotnie zastosowania skomplikowanej inżynierii – modeli z udziałem zdywersyfikowanych źródeł finansowania¹.

Wiarygodny i przejrzysty rynek kapitałowy, z płynną ofertą zbywalnych instrumentów finansowych, w tym papierów wartościowych, umożliwia pozyskiwanie kapitałów stanowiących alternatywę dla środków pochodzących z rynku kredytowego. Długoterminowy depozytowo-kredytowy rynek bankowy oraz rynek papierów wartościowych i innych zbywalnych instrumentów finansowych, wyznaczają przestrzeń dla alokacji, realokacji i pozyskiwania kapitałów, w której przemieszczanie kapitałów odzwierciedla zmieniającą się atrakcyjność inwesty-

¹ Zob. m.in.: A. Michalak: Finansowanie inwestycji rzeczowych w teorii i praktyce. WN PWN, Warszawa 2007.

cyjną instrumentów. Przy czym obserwowane są transfery kapitałów do sektorów najbardziej dochodowych, sprzyjając ich rozwojowi².

We współczesnej gospodarce, uwzględniając przeważającą rolę rynku bankowego lub rynku papierów wartościowych w finansowaniu podmiotów gospodarczych, można wyróżnić dwa dominujące, główne systemy finansowe: model oparty na rynku kapitałowym, tzw. model anglosaski, oraz model oparty na systemie bankowym, to jest model niemiecko-japoński. Pierwszy charakteryzuje się pozyskiwaniem przez przedsiębiorstwa kapitałów długoterminowych poprzez emisję papierów wartościowych z założeniem, że banki w tym systemie są dostarczycielami kapitałów krótkoterminowych oraz pełnią funkcje płatnicze i rozliczeniowe. W systemie tym rynek akcji oraz obligacji korporacyjnych pełni kluczową rolę, a uwarunkowania sprzyjają wprowadzaniu innowacyjnych instrumentów, rozszerzających wachlarz dostępnych instrumentów inwestycyjnych. W drugim, opartym na systemie bankowym, kredyt jest głównym źródłem pozyskiwania kapitałów zewnętrznych, zarówno krótko-, jak i długoterminowych, przez podmioty gospodarcze. Dominującą rolę w sektorze finansowym pełni rynek bankowy z rozwiniętym systemem bankowości uniwersalnej.

Na rozwijającym się rynku nieruchomości w Polsce dominującą rolę w finansowaniu inwestycji pełni nadal kredyt bankowy, choć obserwuje się rosnącą tendencję w zakresie pozyskiwania środków bezpośrednio z rynku finansowego. Rozwój instrumentów finansowych rynku nieruchomości, umożliwiających pozyskiwanie kapitałów inwestorom instytucjonalnym oraz spółkom deweloperskim, przyczynia się do aktywizacji rynku, zwłaszcza w warunkach ograniczonej dostępności do kapitału kredytowego.

W artykule autorzy zamierzają dokonać oceny dostępności instrumentów finansowych rynku nieruchomości w Polsce oraz ich atrakcyjności ze względu na potencjał ochrony realnej wartości inwestowanego kapitału, szczególnie istotny w warunkach kryzysu, z perspektywy inwestora indywidualnego dywersyfikującego portfel. Analiza będzie obejmowała instrumenty finansowe rynku nieruchomości udziałowe i dłużne, emitowane przez instytucje zbiorowego inwestowania, zamknięte fundusze inwestycyjne nieruchomości aktywów publicznych oraz giełdowe spółki deweloperskie.

² Rynek finansowy. Red. I. Pyka. Wydawnictwo AE, Katowice 2010, s. 153.

1. Rynek kapitałowy jako miejsce pozyskiwania kapitałów dla sektora nieruchomości

Postępująca integracja rynku nieruchomości i rynku finansowego oraz powiązanie rynku nieruchomości z rynkiem kapitałowym umożliwia wykorzystanie obecnych na polskim rynku kapitałowym instrumentów finansowych rynku nieruchomości, pozwalających na pozyskiwanie kapitału ze źródeł pozabankowych, które warunkują rozwój i aktywizację rynku nieruchomości, a z drugiej strony zwiększają wachlarz możliwości alokacji kapitału.

W obrębie rynku globalnego rynek nieruchomości obejmuje segmenty rynku realnego, pozostając w ścisłym powiązaniu z rynkiem kapitałowym. Przyjmuje się, że rynek kapitałowy, postrzegany jako rynek inwestycyjny, obejmuje: rynek nieruchomości inwestycyjnych (komercyjnych) – długoterminowych lokat inwestycyjnych oraz segment rynku papierów wartościowych powiązanych z nieruchomościami – finansowych instrumentów rynku nieruchomości³, w tym udziałowych: udziały w funduszach nieruchomości (certyfikaty inwestycyjne FIZ, jednostki uczestnictwa FIO), akcje spółek nieruchomościowych (spółki sektora nieruchomości); dłużnych: listy zastawne emitowane przez specjalistyczne banki hipoteczne, obligacje emitowane przez spółki sektora nieruchomości oraz pochodne (derywaty nieruchomości): *swap* rynku nieruchomości, kontrakt *forward* na indeks rynku nieruchomości, opcja na indeks rynku nieruchomości, stanowiące instrumenty zarządzania ryzykiem bezpośrednich inwestycji⁴.

Transfer kapitału rynku finansowego na rynek nieruchomości stał się możliwy dzięki emisji instrumentów udziałowych i dłużnych przez podmioty i instytucje sektora nieruchomości będące ich emitentami, w tym fundusze nieruchomości, spółki nieruchomości (deweloperskie) oraz specjalistyczne banki hipoteczne. Nabywcami instrumentów, a więc dostarczycielami kapitałów dla sektora są: fundusze inwestycyjne, towarzystwa ubezpieczeń, fundusze emerytalne, banki, przedsiębiorstwa oraz indywidualni inwestorzy. Emisja instrumentów dłużnych, w tym obligacji korporacyjnych, jako alternatywna forma pozyskiwania kapitału wobec kredytu staje się coraz bardziej popularna w warunkach kryzysu i zaostrzonych norm ostrożnościowych banków finansujących sektor nieruchomości. Obligacje korporacyjne są elastycznym instrumentem finansowym i jak pokazuje praktyka, charakteryzują się wieloma zaletami (zob. tabela 1), pozwalającymi oceniać to źródło finansowania jako korzystniejsze pod wieloma względami od tradycyjnego kredytu.

³ E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*. WN PWN, Warszawa 2006, s. 94-95.

⁴ K. Jajuga: *Instrumenty pochodne a indeks cen nieruchomości*. „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 4, s. 5-8.

Tabela 1

Emisja obligacji poprzez rynek Catalyst i kredyt jako źródło kapitału dla sektora nieruchomości

Emisja obligacji	Kredyt
Wielu dawców kapitału, których indywidualne udziały w kwocie ogólnych potrzeb emitenta mogą być stosunkowo niskie.	Jeden pożyczkodawca, czasami kilka banków występujących jako konsorcjum. Limity zaangażowania mogą ograniczyć wielkość możliwego do uzyskania kredytu.
Emitent określa wysokość i zasady ustalania oprocentowania obligacji, w tym długość okresów odsetkowych.	Wysokość oprocentowania, sposób jego ustalania oraz harmonogram spłat rat określa bank. Kredytobiorca ma niewielki wpływ na jego decyzję.
Emitent ustala sposób zabezpieczenia obligacji. Może również wyemitować obligacje niezabezpieczone lub zabezpieczone częściowo.	Bank decyduje o rodzaju zabezpieczenia i jego wielkości. Najczęściej żąda zabezpieczenia o wartości znacznie przekraczającej kwotę zaciągniętego kredytu.
Emitent najpierw spłaca odsetki, a kapitał w dniu wykupu obligacji. Stąd obciążenia przez cały okres trwania finansowania są niskie, co nie obciąża projektu w fazie rozwoju.	Spłata zobowiązania odbywa się w postaci zazwyczaj miesięcznych rat kapitałowo-odsetkowych. Stanowią one poważne obciążenie kredytobiorcy, zanim projekt zostanie sfinalizowany.
Emitent ponosi koszty organizacyjne i formalnoprawne związane z emisją obligacji oraz ewentualnym wprowadzeniem ich do obrotu na rynku zorganizowanym.	Bank pobiera prowizję i opłaty związane z udzieleniem kredytu. Inwestor ponosi koszty ustanowienia zabezpieczeń.
Przekazywanie informacji o sytuacji finansowej jest wysoce sformalizowane, szczególnie gdy obligacje są notowane na rynku zorganizowanym lub został powołany bank-reprezentant.	Kredytobiorca przekazuje informacje o sytuacji finansowej w postaci uzgodnionych w umowie sprawozdań. Bank może żądać dodatkowych informacji.
Publiczna promocja emitenta, jeżeli obligacje są notowane na rynku zorganizowanym lub uzyskały autoryzację Catalyst.	Brak publicznej promocji kredytobiorcy.

Źródło: J. Mazurek: Obligacje korporacyjne na Catalyst. Giełda Papierów Wartościowych SA, Warszawa 2011, s. 18.

Aktualnie zaznacza się tendencja wzrostu aktywności w obszarze emisji obligacji deweloperskich, co wynika z obserwowanych tendencji rozwoju rynku Catalyst, będącego rynkiem publicznym, prowadzonym na platformach transakcyjnych w ramach warszawskiej GPW oraz BondSpot.

2. Zbywalne instrumenty finansowe dłużne rynku nieruchomości na przykładzie obligacji deweloperskich

Obligacje korporacyjne rozpatrywane są jako atrakcyjne instrumenty pozyskiwania kapitału oraz aktywa, które umożliwiają dywersyfikację portfeli inwestycyjnych, w tym portfeli aktywów płynnych rynku nieruchomości, przy założeniu, że ich emitentami są spółki sektora nieruchomości, w tym deweloperskie.

Emisja obligacji deweloperskich staje się coraz częściej rozpatrywanym źródłem pozyskiwania kapitałów z uwagi na kilka obiektywnych przyczyn. Deweloper formułuje warunki emisji bez konieczności precyzowania celu, dla realizacji którego pozyskiwane będą środki bezpośrednio poprzez rynek kapitałowy. W gestii emitenta pozostaje wybór rodzaju zabezpieczenia, przy czym dla znaczącej części sprzedawanych obligacji nie przewiduje się żadnego zabezpieczenia. Harmonogram plasowania kolejnych transz uzależniany jest od potrzeb dewelopera, czas oraz wielkość pozyskiwanego kapitału dopasowywany jest do stopnia zaawansowania realizacji projektu inwestycyjnego. Rozkład spłat zobowiązań wynikających z należnych świadczeń wobec obligatariuszy, wypłaty odsetek oraz terminy zapadalności mogą być zsynchronizowane z postęпами w zakresie komercjalizacji projektu⁵.

Plasowanie emisji warunkowane jest atrakcyjnością inwestycyjną oferowanych do sprzedaży obligacji korporacyjnych, którą determinują następujące cechy: dostępność i płynność wynikająca z możliwości ich zakupu na rynku pierwotnym i wtórnym poprzez platformę Catalyst, zapewniającą szybki dostęp do informacji o emisjach. Catalyst, będąc zorganizowanym rynkiem dłużnych instrumentów finansowych w Polsce, prowadzi notowania m.in. obligacji przedsiębiorstw oraz listów zastawnych na platformach transakcyjnych giełdy oraz Bond-Spot, zapewnia przejrzystość i dostępność rynku.

Możliwość dywersyfikacji inwestycji ze względu na rodzaj zabezpieczenia instrumentu jest elementem znaczącej wagi w podejmowanych decyzjach inwestycyjnych. Stosunkowo atrakcyjne oprocentowanie obligacji deweloperskich, stałe lub zmienne, uzależnione jest od pozycji i wielkości przedsiębiorstwa oraz jego wiarygodności jako emitenta, ocenianej wysoko w przypadku spółek notowanych na warszawskiej GPW. Uczestnikami rynku, uwzględniając formę organizacyjno-prawną emitenta obligacji korporacyjnych, mogą być spółki akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością oraz spółki komandytowo-akcyjne⁶.

⁵ Analitycy rynku oceniają, że obligacje są obecnie dostępnejszym oraz niewiele droższym od kredytów bankowych sposobem pozyskiwania kapitału przez deweloperów. Wskazuje się dla porównania, iż deweloperzy pozyskujący kapitał w formie kredytu bankowego ponoszą koszt na poziomie 8-8,5%, natomiast emitując obligacje zabezpieczone hipotekami na nieruchomościach, w szczególności gruntowych, ponoszą koszt oscylujący w granicach 9-13%, uwzględniając prowizje należne za organizację i plasowanie agentom emisji. Przewiduje się, iż koszty emisji obligacji korporacyjnych w Polsce będą spadać do poziomu w przedziale 8-9%. (Jak deweloperzy omijają banki. Raport: Emisja obligacji – sposób na finansowanie nowych projektów branży deweloperskiej. CEE Property Group, Warszawa, luty 2011).

⁶ J. Mazurek: Obligacje korporacyjne na rynku Catalyst. Wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, s. 10.

Emitentami obligacji deweloperskich są w większości spółki notowane na warszawskiej GPW, uczestnicy sektorowego indeksu WIG-deweloperzy.

Przewidywania dotyczące zwiększającego się zainteresowania tą formą alokacji kapitału ze strony inwestorów instytucjonalnych, w tym instytucji finansowych: otwartych funduszy emerytalnych, towarzystw funduszy inwestycyjnych zarządzających funduszami obligacji korporacyjnych oraz w perspektywie towarzystw ubezpieczeń pozwala oczekiwać dynamicznego rozwoju tego segmentu rynku kapitałowego. Potencjał rozwoju rynku obligacji korporacyjnych w Polsce jest znaczący. Analitycy rynku wskazują na jego początkowe stadium rozwoju oraz obserwowaną dynamikę wzrostu ze względu na rosnące zainteresowanie tymi instrumentami zarówno emitentów, jak i inwestorów. Lata 2010 i 2011 były przełomowe dla rozwoju rynku⁷, a szacowana jego wartość w relacji do PKB krajowego w porównaniu do państw o dojrzałych rynkach kapitałowych pozwala oczekiwać utrzymania tendencji wzrostu⁸.

Atrakcyjność inwestycyjna obligacji deweloperskich wynika ze stosunkowo wysokiego oprocentowania, na poziomie znacząco wyższym od instrumentów dłużnych skarbowych, a zróżnicowana rentowność wynika z renomy emitenta oraz sposobu ich zabezpieczenia. Oprocentowanie stałe lub zmienne obligacji korporacyjnych stanowi wynagrodzenie dla obligatariusza, które ujmuje utracę korzyści oraz ryzyko inwestycyjne. Wynagrodzenie w postaci świadczeń pieniężnych – kuponów odsetkowych – wypłacane jest w okresach półrocznych lub rocznych. W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu ich wysokość wyznacza suma bazy opartej na rynkowym koszcie pieniądza oraz marży zależnej od poziomu ryzyka obligacji i ich emitenta. Na ryzyko inwestycyjne istotny wpływ ma fakt istnienia zabezpieczenia i jego jakość, przy czym najczęstszymi zabezpieczeniami są: hipoteka na nieruchomości, poręczenie, zastaw i gwarancja. Odpowiedzialność emitenta za wynikające z obligacji zobowiązania (całym majątkiem obecnym i przyszłym) oraz ustanowione zabezpieczenia w postaci hipotek na posiadanych nieruchomościach, których ceny rynkowe przewyższają wartość emisji, są satysfakcjonującą gwarancją dla obligatariuszy. Raport stanowiący podsumowanie rozwoju rynku Catalyst na koniec 2012 roku ujmuje prezentację prefero-

⁷ Na koniec 2012 r. na platformie wtórnego obrotu obligacjami Catalyst notowanych było 141 emitentów i 270 serii obligacji, podczas gdy w porównywalnym okresie 2011 r. – 88 podmiotów i 184 wyemitowane serie. Analitycy rynku prognozują wartość polskiego rynku obligacji korporacyjnych na koniec 2013 r. na poziomie 100 mld PLN. (Perspektywa rynku obligacji korporacyjnych 2013. Obligacje korporacyjne – pozyskiwanie i lokata kapitału w sytuacji spowolnienia gospodarczego. Raport. CorporateBonds.pl, s. 4, 18).

⁸ Wartość rynku obligacji korporacyjnych i jego udział w PKB: Polska – 5%, prognozowany 6%, Czechy – 19%, Słowenia – 16%, Węgry – 13%, Islandia i Irlandia – 300%, Holandia i Dania – ponad 200%. Ibid., s. 18.

wanych zabezpieczeń dla emitowanych obligacji korporacyjnych, ze wskazaniem tych o największym udziale, w formie hipotek ustanawianych na nieruchomościach i prawie użytkowania wieczystego oraz zastawów (zob. tabela 2)⁹.

Tabela 2

Rodzaje zabezpieczeń a oprocentowanie obligacji korporacyjnych – dane z rynku Catalyst

Wyszczególnienie	Nieruchomości	Zastaw	Poręczenie	Blokada finansowa	Prawo użytkowania wieczystego	Należności	Mieszane
Oprocentowanie obligacji	11,03%	11,43%	11,06%	9,45%	11,19%	11,0%	8,94%
Udział emisji zabezpieczonych wg typów zabezpieczeń	43,2%	42%	6,8%	3,4%	2,3%	1,1%	1,1%

Źródło: Opracowanie na podstawie: Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju. Grant Thornton. Pod patronatem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, grudzień 2012, s. 32-33.

Zaobserwowano niewielkie zróżnicowanie oprocentowania obligacji przedsięwzięć ze względu na formę ich zabezpieczenia oraz ustalono, że emisje niezabezpieczone charakteryzowało niewiele wyższe oprocentowanie, którego średni poziom wyniósł 9,63%, podczas gdy średnie oprocentowanie emisji zabezpieczonych kształtowało się na poziomie od 11,0 do 11,6%¹⁰. Analitycy upatrują przyczyny wskazanego stanu rzeczy w dobrym standingu finansowym emitentów, czego potwierdzeniem są wyceny ryzyka kredytowego na stosunkowo niskim poziomie.

Rating jako obiektywna ocena ryzyka kredytowego instrumentów dłużnych i emitenta dokonywana przez niezależne instytucje jest ważnym aspektem w ocenie atrakcyjności aktywów inwestycyjnych. Ocena ratingowa nie jest obowiązkowa dla uczestników rynku obligacji korporacyjnych Catalyst, jednakże wyższej premii za ryzyko oczekują inwestujący w obligacje spółek, które nie poddają się tego rodzaju ocenie. Z raportu o rynku obligacji korporacyjnych wynika, że na koniec 2012 roku w ofercie znajdowały się obligacje 141 spółek, przy czym większość z nich miała charakter instrumentów niezabezpieczonych, średnie ich oprocentowanie wyniosło ok. 10,5%, przy czym ok. 80% charakteryzowało się zmiennym oprocentowaniem i średnim okresem wykupu wynoszącym 2,5 roku. Zaobserwowano zależności, które pozwalają przewidywać tendencję w zakresie

⁹ Udział emisji obligacji niezabezpieczonych przedsiębiorstw wynosił w analizowanym okresie 58%. (Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju. Grant Thornton. Pod patronatem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, grudzień 2012).

¹⁰ Ibid., s. 33.

wyższego oprocentowania obligacji emitowanych przez mniejsze przedsiębiorstwa i niższego dla dużych renomowanych spółek ze stabilnymi perspektywami oraz dłuższych terminów zapadalności dla największych podmiotów¹¹.

Zgodnie z celem autorów, analiza atrakcyjności inwestycyjnej obligacji korporacyjnych ma uwzględniać kontekst aktywności spółek deweloperskich – emitentów, uczestników rynku Catalyst. Analizie poddano emisje zrealizowane w latach 2011-2013, dokonane przez spółki wyznaczające sektorowy indeks WIG-deweloperzy o największej kapitalizacji giełdowej na dzień prowadzenia badania. W analizie uwzględniono zidentyfikowane wcześniej kryteria oceny, w tym samego instrumentu oraz emitenta z uwzględnieniem ratingu – ocen ryzyka kredytowego.

Tabela 3

Emisje obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst – spółki wchodzące w skład portfela WIG-deweloperzy (spółki o największej kapitalizacji), emisje od 2011 roku

Wyszczególnienie	Kapitalizacja (tys. PLN) Liczba akcji (mln szt.)	Wskaźnik Altmana ¹² Rating ¹³ StockWatch.pl	Wartość emisji obligacji deweloperskich (tys. PLN)/Rok emisji	Stopa nominalna Oprocentowanie w bieżącym okresie (%)	Rodzaj zabezpieczenia
GTC	2 583 727,54 319,37	4,33 EuroRating BBB-	205 800/2013	WIBOR 6M + 4,00% 8,74/Z	brak
ECHO	2 305 799,90 420,00	4,86 Rating BB-	115 000/2012	WIBOR 6M + 3,50% 8,14/Z	brak
DOMDEV	812 638,17 24,72	9,92 Rating AAA	120 000/2012	WIBOR 6M + (3,50%-5,50%) 7,16/Z	brak

¹¹ Perspektywa rynku obligacji korporacyjnych 2013..., op. cit., s. 14-16.

¹² Wskaźnik zagrożenia upadłością według E. Altmana. Wskaźnik na poziomie 3,0 i więcej obrazuje niewielki poziom zagrożenia upadłością spółki.

¹³ AAA – znikomy poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na najwyższym poziomie. Rating nadawany wyłącznie w przypadku wyjątkowo wysokiej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych; AA – bardzo niski poziom ryzyka kredytowego. Wiarygodność finansowa na bardzo wysokim poziomie. Bardzo wysoka zdolność do obsługi zobowiązań. Niska podatność na niekorzystne warunki gospodarcze; A – niski poziom ryzyka kredytowego. Wysoka wiarygodność finansowa i zdolność do obsługi zobowiązań. Przeciętna odporność na wpływ niekorzystnych warunków gospodarczych utrzymujących się przez dłuższy czas; BBB – ryzyko kredytowe na średnim poziomie. Dobra wiarygodność finansowa i wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w dłuższym terminie. Podwyższona podatność na utrzymujące się przez dłuższy czas niekorzystne warunki gospodarcze; BB – podwyższone ryzyko kredytowe. Relatywnie niższa wiarygodność finansowa. Wystarczająca zdolność do obsługi zobowiązań w przeciętnych lub sprzyjających warunkach gospodarczych. Wysoki lub średni poziom odzyskania wierzytelności w przypadku wystąpienia niewypłacalności. (http://www.eurorating.pl/ratingi/skala_ratingow).

cd. tabeli 3

LCCORP	478 887,42 447,56	8,46 Rating AAA	100 000/2011 65 000/2012	WIBOR 6M + 4% 8,88/Z WIBOR 6M + (3,80%-5,80%) 8,40/Z	brak
RANKPROGR	384 106,07 37,18	6,82 Rating A	100 000/2011	WIBOR 6M + 5% 9,31/Z	hipoteka kaucyjna
ROBYG	350 792,28 257,94	7,52 Rating AA	40 000/2011	8,90/S	hipoteka na prawie użytkowania wieczystego gruntu
			20 000/2011	8,35/S	hipoteka kaucyjna
			22 750/2011	8,90/S	brak
			20 000/2012	WIBOR 6M + 3,80% 7,98/Z	hipoteka
			10 000/2012	WIBOR 6M + 4,80% 8,98/Z	brak
			60 000/2013	8,90/S	hipoteka kaucyjna
Ocena ryzyka kredytowego: perspektywa stabilna Ocena zagrożenia upadłością: niskie zagrożenie			878 550	średnie bieżące oprocentowanie 8,54%	638 550 (72,68%) niezabezpieczone 240 000 (27,32%) zabezpieczone

Źródło: Opracowanie na podstawie:

<http://gieldda.onet.pl/wig-deweloperzy,18649,102,6,6468,profile-indeks-wskazniki>; http://gpwcatalyst.pl/notowania_obligacji_korporacyjnych; <http://www.eurorating.pl/ratingi>; <http://www.stockwatch.pl/obligacje/emitenci/>, dostęp: 5.03.2013.

Spółki deweloperskie – emitenci obligacji to spółki o dobrym standingu finansowym, ze stosunkowo wysokimi ocenami ratingowymi, wskazującymi na stabilną ich sytuację ekonomiczno-finansową z wystarczającą zdolnością do obsługi zobowiązań, nawet w przeciętnych warunkach gospodarczych. Analiza wskaźnikowa Altmana stanowi użyteczne narzędzie w ocenie potencjalnego zagrożenia bankructwem przedsiębiorstwa, a jej wyniki są przesłanką oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa, w przypadku spółek przyjętych do analizy informują o niskim zagrożeniu ich niewypłacalnością. Zgodnie z założeniami modelu Altmana zagrożenie bankructwem występuje w przypadku spółek, dla których rating plasuje się na poziomach poniżej BB+, co ma miejsce w przypadku jednej analizowanej spółki. Średnia rentowność nominalna obligacji wynosi 8,54%, przy czym dla obligacji zabezpieczonych – 8,69%, dla niezabezpieczonych kształtuje się na niewiele niższym poziomie – 8,46%. Publikowany na dzień analizy ranking dziesięciu obligacji z rynku Catalyst, które charakteryzuje najwyższy poziom rentowności pokazuje, że sześć serii wyemitowanych zostało przez sektor dewelo-

perski – spółki giełdowe o najwyższych ocenach ratingowych spośród podmiotów ujętych w rankingu¹⁴.

Uwzględniając przyjęte kryteria oceny można stwierdzić, że obligacje deweloperskie notowane na rynku Catalyst stanowią atrakcyjną formę alokacji kapitału z perspektywy inwestora realizującego strategię umiarkowanego ryzyka. Atrakcyjne oprocentowanie obligacji, stosowane formy zabezpieczeń oraz wiarygodność spółki notowanej na warszawskiej GPW to atrybuty instrumentów, które mogą służyć dywersyfikacji portfela inwestycyjnego zarówno inwestora indywidualnego, jak i instytucjonalnego. W dobie kryzysu, mniejszej skłonności inwestorów do alokacji kapitału na rynku akcji, ograniczonego zaufania do funduszy inwestycyjnych oraz zmniejszającego się oprocentowania lokat bankowych można oczekiwać rosnącego zainteresowania inwestycjami na dynamicznie rozwijającym się rynku obligacji korporacyjnych.

3. Atrakcyjność inwestycyjna instrumentów udziałowych rynku nieruchomości

Instrumenty udziałowe polskiego rynku nieruchomości to przede wszystkim certyfikaty inwestycyjne i jednostki uczestnictwa w funduszach inwestycyjnych nieruchomości oraz akcje spółek notowanych na GPW, wchodzących w skład indeksu sektorowego WIG-deweloperzy. Z jednej strony stanowią one alternatywę dla tradycyjnych inwestycji nieruchomościowych, pozwalających na lokowanie kapitału na rynku nieruchomości inwestorom o mniejszych możliwościach finansowych, z drugiej umożliwiają pozyskiwanie kapitałów inwestorom instytucjonalnym oraz spółkom deweloperskim, co przyczynia się do aktywizacji rynku nieruchomości.

Zgodnie z klasyfikacją funduszy inwestycyjnych określoną przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami, do grupy funduszy nieruchomości należą te podmioty, których celem inwestycyjnym jest uzyskiwanie dochodów z tytułu wynajmu nieruchomości lub wzrost wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości nieruchomości posiadanych bezpośrednio przez fundusz lub za pośrednictwem spółek celowych. Jest to rodzaj instytucji wspólnego inwestowania funkcjonują-

¹⁴ Obligacje z rynku Catalyst o najwyższych rentownościach w terminie do wykupu. Gant Development SA (BB+; GNT0313 – rentowność YTM netto 171,88%; GNT0513 – 48,70%; GNT0613 – 45,14%; GNT0813 – 43,57). Marvipol SA (AA-; MVP0613 – 31,65%; MVP0813 – 30,42%). Rentowność YTM netto to skorygowana wewnętrzna stopa zwrotu wyrażona w skali roku, uwzględniająca prowizję maklerską 0,19% oraz w pełni odwzorowująca opodatkowanie kuponów odsetkowych i podatku od dyskonta w Polsce. Za: <http://www.stockwatch.pl/obligacje/najwyzsza-rentownosc/>, dostęp: 5.03.2013.

cy na rynku nieruchomości stanowiących przedmiot zainteresowania ze strony zarówno podmiotów indywidualnych, jak i instytucjonalnych¹⁵.

Polski rynek funduszy inwestycyjnych ma relatywnie niedługą historię. Jego powstanie zainicjowała ustawa z 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Podstawy prawne tworzenia i funkcjonowania funduszy inwestycyjnych wyznacza uchwalona 27 maja 2004 roku ustawa o funduszach inwestycyjnych¹⁶, która zastąpiła wcześniej obowiązującą ustawę z 27 sierpnia 1997 roku¹⁷. Dodatkowym indykatorem uwarunkowań prawnych są normy unijne, przede wszystkim dyrektywa 85/611/EWG z dnia 20 grudnia 1985 roku w sprawie koordynacji przepisów ustawowych, wykonawczych i administracyjnych dotyczących przedsiębiorstw zbiorowego inwestowania w zbywalne papiery wartościowe (UCITS).

W obecnym stanie prawnym fundusze inwestycyjne mogą być tworzone jako fundusze inwestycyjne otwarte (FIO), specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte (SFIO) oraz fundusze inwestycyjne zamknięte (FIZ). Fundusze otwarte i specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte, mając najwęższe spektrum możliwych lokat, mogą jedynie pośrednio inwestować w nieruchomości poprzez nabywanie papierów wartościowych podmiotów związanych z rynkiem nieruchomości, m.in. spółek budowlanych lub deweloperskich. Bezpośrednio w nieruchomości środki lokować mogą wyłącznie fundusze inwestycyjne zamknięte, dla których dopuszczalna i często praktykowana jest również forma inwestycji pośrednich, np. poprzez listy zastawne oraz papiery wartościowe emitowane przez podmioty działające w sektorze nieruchomości¹⁸.

Według danych udostępnianych przez Izbę Zarządzających Funduszami i Aktywami (IZFiA), na koniec stycznia 2013 roku w Polsce zarejestrowanych było 15 funduszy inwestycyjnych zamkniętych inwestujących bezpośrednio w nieruchomości¹⁹. Łączna wartość aktywów netto funduszy wynosiła prawie 2,7 mld PLN, co stanowiło ok. 1,9% ogółu aktywów rynku funduszy inwestycyjnych.

¹⁵ A. Leszczuk: Fundusze nieruchomości. W: Inwestycje finansowe. Red. K. Gabrylczyk, U. Ziarko-Siwiek. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007, s. 129.

¹⁶ Ustawa o funduszach inwestycyjnych. Dz.U. nr 146, poz. 1546.

¹⁷ Ustawa o funduszach inwestycyjnych, tekst jednolity. Dz.U. z 2002 r., nr 49, poz. 448 ze zm.

¹⁸ D. Krupa: Fundusze inwestycyjne na rynku nieruchomości. W: Inwestowanie na rynku nieruchomości. Red. E. Siemińska. Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2011, s. 12.

¹⁹ Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ, Arka BZ WBK Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ, BPH FIZ Sektora Nieruchomości, BPH FIZ Sektora Nieruchomości 2, City Living Polska FIZAN, ECI – Skarbiec Real Estate FIZAN, FIZ RE INCOME, IPOPEMA Rynku Mieszkaniowego FIZAN, MCI.CreditVentures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty, PZU FIZ Sektora Nieruchomości, PZU FIZ SEKTORA NIERUCHOMOŚCI 2, PZU FIZ SEKTORA NIERUCHOMOŚCI 3, Skarbiec – Rynku Nieruchomości FIZ, OPERA TERRA FIZ, Investor Property FIZ.

Analizując poziom aktywów funduszy nieruchomości na tle rynku w latach 2004-2013, czyli od czasu wejścia w życie ustawy o funduszach inwestycyjnych, można zauważyć relatywnie stały, niski udział funduszy nieruchomości w ogóle aktywów rynku. Potwierdza to nieznaczne zainteresowanie inwestorów tym instrumentem i niski poziom rozwoju tego sektora rynku kapitałowego.

Prowadząc rozważania na temat opłacalności inwestycji w fundusze nieruchomości, należy pamiętać, że w przypadku funduszy nieruchomości początkowe wyniki nie są zbyt dobre, co wiąże się z faktem, iż proces inwestycyjny znajduje się we wstępnej fazie realizacji, a aktywa lokowane są tymczasowo w papiery dłużne. Istotna poprawa wyników widoczna jest w kolejnych latach inwestycji. Najbardziej wiarygodna i kompleksowa analiza opłacalności inwestycji w polskie fundusze nieruchomości jest możliwa dopiero po zakończeniu ich działalności. Ze względu na okres trwania funduszy nie jest zasadne porównywanie bieżących wyników z wynikami innych instrumentów rynku kapitałowego. Taka analiza byłaby niereprezentatywna.

Dzięki publicznemu charakterowi funduszu istnieją dwie możliwości zbycia certyfikatów: czekanie do czasu zamknięcia i likwidacji funduszu albo zbycie certyfikatów na giełdzie. Trzeba jednak wziąć pod uwagę, iż płynność tych papierów jest symboliczna. Pojedyncze fundusze inwestycyjne umożliwiają wykup certyfikatów w ściśle określonych terminach, zazwyczaj znacznie odległych w czasie w stosunku do momentu ogłoszenia informacji na temat możliwości wykupu. Certyfikaty inwestycyjne można sprzedać na giełdzie, ale notowania rynkowe są najczęściej znacznie niższe od wyceny księgowej. Księgowa wartość certyfikatu ma dla inwestorów znaczenie czysto informacyjne.

Fundusze nieruchomości najczęściej zakładają długookresowy horyzont inwestycji wynoszący około 8-10 lat, co podyktowane jest długością cyklu koniunkturalnego na rynku nieruchomości. Inwestorzy rozważający inwestowanie w fundusze nieruchomości powinni zawsze traktować ten instrument jako przedmiot długofalowego oszczędzania. Pewność spełnienia założonej oczekiwanej stopy zwrotu zwiększa się, im dłużej trwa inwestycja²⁰.

²⁰ A. Mazurczak: Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce. Rozprawa doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011, s. 90.

Tabela 4

Zestawienie zmian wyceny giełdowej z wyceną WAN na certyfikat (sierpień 2012)

Fundusz	Stopa zwrotu 12M		Stopa zwrotu 24M		Stopa zwrotu 36M	
	WAN na certyfikat	Wycena na GPW	WAN na certyfikat	Wycena na GPW	WAN na certyfikat	Wycena na GPW
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości 2 FIZ	-6,7%	5,5%	1,8%	-11,5%	9,0%	0,7%
Arka Fundusz Rynku Nieruchomości FIZ	-11,6%	-5,5%	-7,2%	-4,5%	-18,1%	4,3%
BPH Sektora Nieruchomości 2 FIZ	17,0%	8,7%	34,3%	-1,5%	38,2%	20,3%
BPH Sektora Nieruchomości FIZ	-6,2%	-3,2%	-4,3%	-4,4%	-11,2%	-5,8%
Investor Property FIZ AN	-2,6%	-18,6%	3,6%	-19,0%	-	-
Ipopema Rynku Mieszkaniowego FIZ AN	9,9%	14,7%	-	-	-	-
Opera Terra FIZ	-19,4%	-23,1%	-17,9%	-23,5%	-3,4%	-7,7%
Skarbiec – Rynku Nieruchomości FIZ	-13,4%	-19,9%	-20,3%	-15,8%	-20,2%	-23,6%

Źródło: Open Finance na podstawie danych serwisu Analizy Online.

Inwestorzy z dużą rezerwą podchodzą do inwestycji w certyfikaty funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ) notowanych na warszawskiej giełdzie. Porównanie wyceny WAN na certyfikat z wyceną giełdową wykazuje, iż papiery ośmiu notowanych funduszy wyceniane są średnio 29,8% poniżej wartości aktywów netto (WAN) przypadającej na certyfikat, obliczanej i podawanej z częstotliwością nie większą niż raz na miesiąc przez TFI. Wyniki poszczególnych funduszy są bardzo zróżnicowane, i to zarówno pod względem wyceny aktywów prezentowanej przez TFI, jak i notowań giełdowych.

Indeks WIG-deweloperzy jest indeksem sektorowym, w którego skład wchodzi spółki uczestniczące w indeksie WIG i jednocześnie zakwalifikowane do sektora „deweloperzy”. W portfelu subindeksu znajdują się takie same pakiety, jak w portfelu indeksu WIG. Indeks WIG-deweloperzy notowany jest na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych od 15 czerwca 2007 roku, a wartość indeksu w tym dniu wynosiła 6543,82 pkt. Metodologia subindeksu jest tożsama z indeksem WIG, to znaczy że jest on indeksem dochodowym i przy jego obliczaniu uwzględnia się zarówno ceny zawartych w nim akcji, jak i dochody z dywidend i praw poboru²¹. Łączna wartość aktywów spółek akcyjnych wchodzących w skład indeksu WIG-deweloperzy na koniec stycznia 2013 roku wynosiła 4,96 mld PLN²².

²¹ www.gpw.pl, dostęp: 26.02.2013.²² Ibid.

Tabela 5

Wartości wskaźnika beta dla poszczególnych spółek wchodzących w skład WIG-deweloperzy (dane na dzień 26.02.2013)

Lp.	Nazwa spółki	Beta*
1	GLOBE TRADE CENTRE SPÓŁKA AKCYJNA	1,41
2	POLNORD SPÓŁKA AKCYJNA	1,30
3	ORCO PROPERTY GROUP SA	1,17
4	J.W. CONSTRUCTION HOLDING SPÓŁKA AKCYJNA	1,08
5	WIKANA SPÓŁKA AKCYJNA	1,00
6	DOM DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA	0,98
7	ECHO INVESTMENT SPÓŁKA AKCYJNA	0,96
8	PLAZA CENTERS N.V.	0,95
9	GANT DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA	0,93
10	LC CORP SPÓŁKA AKCYJNA	0,87
11	ROBYG SPÓŁKA AKCYJNA	0,72
12	RANK PROGRESS SPÓŁKA AKCYJNA	0,71
13	BBI DEVELOPMENT NARODOWY FUNDUSZ INWESTYCYJNY S.A.	0,63
14	WARIMPEX FINANZ- UND BETEILIGUNGS AG	0,62
15	TUP SPÓŁKA AKCYJNA	0,58
16	RONSON EUROPE N.V.	0,51
17	TRITON DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA	0,26
18	ED INVEST SPÓŁKA AKCYJNA	0,15
19	NARODOWY FUNDUSZ INWESTYCYJNY OCTAVA S.A.	-0,11
20	CELTIC PROPERTY DEVELOPMENTS SPÓŁKA AKCYJNA	-0,28
21	INPRO SPÓŁKA AKCYJNA	b/d
22	JHM DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA	b/d
23	VANTAGE DEVELOPMENT SPÓŁKA AKCYJNA	b/d
24	POLSKI HOLDING NIERUCHOMOŚCI SPÓŁKA AKCYJNA	b/d

* Wskaźnik beta został wyliczony przez portal biznesradar.pl dla danych z okresu 2 lat przy założonym benchmarku WIG i stopie wolnej od ryzyka określonej na poziomie rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych biznesradar.pl.

Analizując wartości wskaźnika²³ beta dla spółek stanowiących komponenty indeksu, zauważamy, iż tylko dla 5 z 20 spółek, których dane pozwoliły na dokonanie obliczeń, wskaźnik przyjął wartości powyżej 1. Oznacza to niewielki udział w indeksie spółek o wyższej zmienności kursu względem zmian indeksu WIG, która to oznacza bardziej ryzykowną inwestycję w stosunku do benchmarku, z drugiej strony korzystniejszą relację i możliwość uzyskania wyższych zysków przy dobrej koniunkturze.

²³ Wskaźnik określa odwzorowanie w czasie stóp zwrotu akcji spółki do stóp zwrotu przyjętego benchmarku, w tym przypadku WIG.

Podsumowanie

W warunkach kryzysu obserwowane jest konserwatywne podejście do inwestowania, które wyraża się poprzez mniejszą skłonność inwestorów do alokacji kapitału na rynku akcji oraz ograniczone zaufanie do funduszy inwestycyjnych. Obserwowana tendencja zmniejszania oprocentowania lokat bankowych w konsekwencji obniżania stóp procentowych będzie skłaniać posiadaczy nadwyżek środków pieniężnych do poszukiwania alternatywnych możliwości alokacji kapitału. Upubliczniane wyniki badań sondażowych dotyczących skłonności do inwestowania w warunkach kryzysu jako preferowane przez inwestorów najbezpieczniejsze formy inwestycji wskazały nieruchomości (40% respondentów) oraz lokaty bankowe (27%)²⁴. Bariera dostępu do rynku nieruchomości, z uwagi na wysoką kapitałochłonność bezpośrednich inwestycji, będzie przełamywana w efekcie lokat, które realizowane będą poprzez instytucje zbiorowego inwestowania (fundusze nieruchomości), udziały w spółkach nieruchomości oraz zbywalne dłużne instrumenty finansowe rynku nieruchomości (obligacje deweloperskie czy hipoteczne listy zastawne), umożliwiające dywersyfikację portfeli inwestycyjnych.

Można oczekiwać rosnącego zainteresowania inwestycjami na rynku obligacji korporacyjnych Catalyst, atrakcyjnych zarówno dla inwestorów, jak i emitentów, uwzględniając potencjał rozwoju tego dynamicznego rynku. Atrakcyjne oprocentowanie obligacji, stosowane formy zabezpieczeń oraz wiarygodność spółek (emitentów) notowanych na warszawskiej GPW to atrybuty decydujące o atrakcyjności inwestycyjnej tych instrumentów.

Literatura

Wydawnictwa zwarte

- Krupa D.: Fundusze inwestycyjne na rynku nieruchomości. W: Inwestowanie na rynku nieruchomości. Red. E. Siemińska. Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2011.
- Kucharska-Stasiak E.: Nieruchomość w gospodarce rynkowej. WN PWN, Warszawa 2006.

²⁴ Badanie przeprowadzone na zlecenie Deutsche Bank PBC przez Instytut Homo Homini w 2011 r. na reprezentatywnej dla ogółu mieszkańców Polski próbie respondentów – gospodarstw domowych. Badanie atrakcyjności inwestycyjnej instrumentów stanowiących przedmiot lokat.

- Leszczuk A.: Fundusze nieruchomości. W: Inwestycje finansowe. Red. K. Gabrylczyk, U. Ziarko-Siwiek. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2007.
- Mazurczak A.: Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce. Rozprawa doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.
- Michalak A.: Finansowanie inwestycji rzeczowych w teorii i praktyce. WN PWN, Warszawa 2007.
- Rynek finansowy. Red. I. Pyka. Wydawnictwo AE, Katowice 2010.

Wydawnictwa ciągłe

- Jajuga K.: Instrumenty pochodne a indeks cen nieruchomości. „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 4.

Raporty, opracowania, akty prawne

- Jak deweloperzy omijają banki. Raport: Emisja obligacji – sposób na finansowanie nowych projektów branży deweloperskiej. CEE Property Group, Warszawa, luty 2011.
- Mazurek J.: Obligacje korporacyjne na Catalyst. Giełda Papierów Wartościowych SA, Warszawa 2011.
- Perspektywa rynku obligacji korporacyjnych 2013. Obligacje korporacyjne – pozyskiwanie i lokata kapitału w sytuacji spowolnienia gospodarczego. Raport. Corporate-Bonds.pl.
- Poślad M., Thiel S., Zwoliński T.: Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany. Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2006.
- Raport Catalyst – podsumowanie rozwoju. Grant Thornton. Pod patronatem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, grudzień 2012.
- Ustawa o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. Dz.U. nr 146, poz. 1546.

Witryny internetowe

- Agencja Ratingowa EuroRating: www.eurorating.com.
- Onet Giełda: www.onet.gielda.pl/wigdeweloperzy.
- Catalyst Rynek Obligacji GPW: www.gpwcatalyst.pl.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie: www.gpw.pl.
- Witryna Stockwatch: www.stockwatch.pl.

INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF FINANCIAL INSTRUMENTS IN THE REAL ESTATE MARKET IN THE CONTEXT OF THE CRISIS

Summary

The availability and attractiveness of financial instruments in the real estate market as the object of capital allocation conditions the activation of the real estate market. Capital needs reported by real estate companies are largely accommodated within the banking system. However, it has been observed that in the face of access barrier to capital a growing role is played by negotiable instruments, the issuance of which allows to raise capital directly from the financial market. In this paper, the authors have attempted to assess the availability and attractiveness of financial instruments in the Polish real estate market in the context of a rapidly growing market for Catalyst debt instruments.

ZASTOSOWANIE *PRIVATE FINANCE INITIATIVE* NA RYNKU MIESZKANIOWYM W WIELKIEJ BRYTANII A MOŻLIWOŚĆ WYKORZYSTANIA TEGO INSTRUMENTU W POLSCE

Wprowadzenie

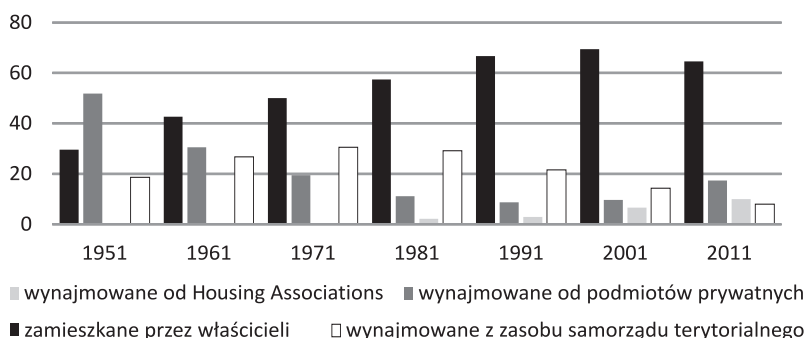
Polityka mieszkaniowa państwa wpływa zarówno na jakość życia społecznego, jak i rozmiar inwestycji w sektorze mieszkaniowym i tym kanałem oddziałuje na całą gospodarkę. Polityka mieszkaniowa jest regulowana priorytetami przyjętymi przez rządzących, jest więc zmienna i uzależniona od rządzącej opcji politycznej. Jednakże uwarunkowania historyczne wpływają na współcześnie przyjęte rozwiązania, kierunek wytycza *path dependence*, ścieżka dotychczasowego rozwoju. Zasadnicze zwroty i przemiany wynikają ze zmian ustrojowych, wprowadzenia nowych zasad, co umożliwia zejście ze starej ścieżki rozwoju, jakkolwiek zawsze w świadomości społecznej zostaje część „starego świata” i całkowite odcięcie od niego nie jest możliwe.

Polska jest przykładem państwa, w którym transformacja ustrojowa stworzyła przestrzeń do bardzo głębokich zmian, jednak wbrew przewidywaniom i oczekiwaniom, w niektórych sferach życia społeczno-gospodarczego następują one bardzo wolno. Takim obszarem jest bez wątpienia rynek mieszkaniowy. Celem artykułu jest przedstawienie uwarunkowań wprowadzenia w Wielkiej Brytanii *Private Finance Initiative* na rynku mieszkaniowym oraz ocena skuteczności zastosowanych rozwiązań, aby zastanowić się nad potencjalnymi możliwościami ich wykorzystania w warunkach polskich. Posłużono się metodą dokumentacyjną i oparto na dokumentach źródłowych i literaturze dotyczącej badanych zjawisk.

1. Uwarunkowania historyczne stworzenia i utrzymywania publicznego zasobu mieszkaniowego w Wielkiej Brytanii

Sektor mieszkaniowy w Wielkiej Brytanii jest obszarem realizacji polityki społeczno-gospodarczej państwa. Zmieniała się ona wraz z nowymi priorytetami politycznymi i kolejnymi etapami rozwoju gospodarczego. Rewolucja przemysłowa i jej skutki przyczyniły się do gruntownych przekształceń w zakresie zaspokajania potrzeb mieszkaniowych. Nowi mieszkańcy miast, przyciągani możliwością znalezienia pracy, stawali się najemcami w prywatnych domach czynszowych, a warunki ich życia były bardzo ciężkie. Państwo zaczęło ingerować na rynku mieszkaniowym ze względu na szerzące się epidemie, wywołane tragicznymi warunkami sanitarnymi.

Zniszczenia wojenne spowodowały aktywność podmiotów publicznych w sferze mieszkaniowej, niezbędna stała się polityka zmierzająca do remodelowania struktury własności zasobu mieszkaniowego, opartego na prywatnym zasobie czynszowym. Podmioty publiczne stały się dostarczycielami mieszkań społecznych, jakkolwiek zmiany następowały powoli. Nie przeprowadzono głębokiej reformy systemu mieszkaniowego, uważano, że problemy mieszkaniowe to domena polityków lokalnych¹. W 1951 roku udział domów i mieszkań zamieszkałych przez właścicieli stanowił mniej niż 30% zasobu mieszkaniowego, dominowały jednostki mieszkalne na wynajem z zasobu prywatnego – por. rys. 1. Interwencjonizm państwa wkroczył w relacje rynkowe, prywatni właściciele czynszówek nie mogli w sposób swobodny podwyższać stawek czynszu. Spowodowało to odwrót od inwestowania w zasób prywatny na wynajem².



Rys. 1. Struktura własności jednostek mieszkaniowych w Wielkiej Brytanii, lata 1951-2011 (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Housing statistics. Communities and Local Government, London 2012.

¹ K. Jacobs, R.G. Atkinson, A. Spinney, V. Colic Peisker, M. Berry, T. Dalton: What future for public housing? A critical analysis. Australian Housing and Urban Research Institute 2010.

² P. Lee, A. Murie: Poverty, housing tenure and social exclusion. Policy Press 1997.

Ze względu na niską podaż gruntów pod zabudowę mieszkaniową wdrażano program budownictwa wysokiego, promując je w latach 60. i na początku 70. XX wieku. W tym czasie w dalszym ciągu zmniejszał się prywatny sektor czynszowy, a zwiększał nie tylko zasób publiczny, ale także poziom własności wśród użytkowników. Polityka mieszkaniowa była wyrazem wzrostu znaczenia politycznego Partii Pracy, dla której priorytetem stała się walka z nierównościami społecznymi i pomoc najuboższym.

W końcu lat 70. ubiegłego wieku w Wielkiej Brytanii zmieniły się priorytety polityczne, nowy – konserwatywny – rząd zaczął działania zmierzające do wyjścia z recesji. Własność mieszkań i domów stała się ważnym czynnikiem politycznym, wskazywano, iż dotychczasowa polityka mieszkaniowa nie była prowadzona właściwie, doprowadziła do wydatków publicznych w znacznej skali, a jednocześnie nie zaspokajała potrzeb osób zgłaszających popyt na mieszkania społeczne. Wprowadzono z jednej strony możliwość wykupu mieszkań przez najemców sektora publicznego ze znacznymi bonifikatami, a z drugiej strony zaczęto wprowadzać podmioty prywatne do zarządzania zasobem publicznym.

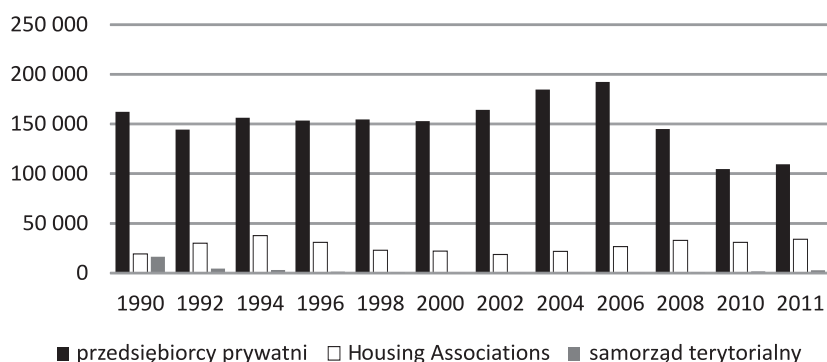
Prywatyzacja spowodowała znaczące zmiany w strukturze własności – por. rys. 1. Udział zasobu zamieszkanego przez właścicieli wzrósł znacząco, a zmalał udział mieszkań społecznych. Samorząd lokalny zmniejszał swój zasób nie tylko poprzez prywatyzację na rzecz indywidualnych najemców, ale także na skutek przekazywania mieszkań Housing Associations. Te podmioty, o charakterze *non-profit*, w założeniach nowej polityki mieszkaniowej miały przejąć część zasobu samorządowego i nim zarządzać³. W latach 1988-2008 ponad 50% samorządów lokalnych Anglii, Walii i Szkocji przeniosło w całości lub części własność swych zasobów mieszkaniowych na HA⁴. Zmiany polityki mieszkaniowej dotyczyły też nowego budownictwa – to właśnie Housing Associations były wskazywane jako główny dostawca nowego zasobu publicznego.

Nowa polityka mieszkaniowa spowodowała znaczące obniżenie wydatków z budżetu centralnego, ponieważ obniżyły się subsydia na rzecz samorządów lokalnych (dzięki zmniejszeniu w istotny sposób posiadanego przez nie zasobu mieszkaniowego ograniczono także wydatki na utrzymanie stanu technicznego).

³ Najważniejszą zmianą było uznanie w 1988 r., że podmioty te nie należą do sektora publicznego i mogą działać tak, jak podmioty sektora prywatnego, w szczególności zaciągać pożyczki i inwestować. Szerzej: H. Pawson: *Restructuring England's social housing sector since 1989: undermining or underpinning the fundamentals of public housing?* „Housing Studies” 2006, Vol. 21 (5), s. 767-783.

⁴ H. Pawson, D. Mullins: *After Council Housing: Britain's New Social Landlords*. Palgrave MacMillan 2010.

W 1997 roku nastąpił kolejny zwrot w polityce mieszkaniowej, ponieważ wybory wygrała Partia Pracy⁵. Nowa polityka mieszkaniowa znalazła swój wyraz w znacznym zwiększeniu wydatków publicznych na mieszkalnictwo, wprowadzono nowe instrumenty i zasady, jakkolwiek celem było doprowadzenie do zrównoważenia dochodów i wydatków w tej sferze. Przyczyną zwiększonych wydatków było to, iż rozwiązania stosowane w poprzednich latach okazały się nieskuteczne i doprowadziły do kumulacji problemów w sferze mieszkaniowej. Strona podażowa nie była dostosowana do zgłaszanego popytu, brak było dostępnych mieszkań z zasobu publicznego. Ponadto, na skutek niedostatecznych środków przeznaczanych we wcześniejszych latach na remonty, konieczne stało się wydanie znacznych kwot na poprawę standardu ok. 2 mln jednostek mieszkalnych (w ramach programu Decent Homes Standard). Aby uniknąć kolejnych problemów z zasobem, część samorządów starała się wytransferować jednostki mieszkalne na rzecz Housing Associations. Samorząd lokalny w zasadzie nie zajmuje się już budownictwem mieszkaniowym, to Housing Associations przejęły na siebie rolę dostarczyciela podaży zasobu publicznego (por. rys. 2), ale ich działalność była i jest jednak dalece niewystarczająca.



Rys. 2. Podmioty kreujące podaż na rynku mieszkaniowym w Wielkiej Brytanii, lata 1990-2011

Źródło: Ibid.

Istotnym problemem była i jest kwestia wykluczenia społecznego i stygmatu wynikającego z faktu zamieszkiwania w zasobie publicznym⁶. Ciągłe aktualna jest segregacja mieszkańców, koncentracja bezrobocia i patologii, co nie sprzy-

⁵ Jakkolwiek oczywiste było, iż nie ma powrotu do zasad stosowanych w latach 60. i pierwszej połowie 70. Za: K. Jacobs, R.G. Atkinson, A. Spinney, V. Colic Peisker, M. Berry, T. Dalton: Op. cit.

⁶ J. Hills: Ends and means: the future roles of social housing in England. Centre for Analysis of Social Exclusion, London School of Economics and Political Science, London 2007.

ja poprawie wizerunku najemcy mieszkania społecznego⁷. Środkiem zaradczym, który jest obecnie wykorzystywany, są społecznie zróżnicowane grupy mieszkańców (*tenant-mix*), w praktyce buduje się nowe budynki przeznaczone dla najemców mieszkań publicznych obok domów i mieszkań użytkowanych przez właścicieli, prywatnych najemców, na ulicach cieszących się prestiżem. Jednakże dotychczasowe rezultaty badań nie potwierdziły skuteczności tego rozwiązania, a wręcz wskazują na umocnienie segregacji⁸.

2. Współpraca prywatno-publiczna w sektorze mieszkaniowym

2.1. Założenia *Private Finance Initiative*

Już w końcu lat 70. XX wieku w Wielkiej Brytanii konserwatywny rząd widział konieczność dostarczania niezbędnej infrastruktury społecznej i technicznej, przy ograniczonych środkach publicznych, w drodze szeroko pojętego partnerstwa publiczno-prywatnego. W 1992 roku wprowadzono instrument pozwalający na zinstytucjonalizowanie współpracy między podmiotami publicznymi i prywatnymi – *Private Finance Initiative*. Rozwiązanie to oparto na długoterminowym kontrakcie, na mocy którego strona prywatna dostarcza dobra lub usługi, a strona publiczna płaci za nie. W założeniach do danego projektu dokonuje się podziału ryzyka – ten podmiot, który ma możliwość lepszego nim zarządzania, bierze je na siebie. Od 1999 roku funkcjonuje standaryzowana wersja kontraktów, która ułatwia ich zawieranie. Generalnie zasadą jest utworzenie specjalnego podmiotu odpowiedzialnego za realizację określonych w kontrakcie zadań.

Zaletą takiego rozwiązania jest m.in. możliwość długoletniej współpracy i prawidłowego zarządzania, co w efekcie ma prowadzić do obniżenia kosztów realizacji danego zadania publicznego. Ze względu na wyższy koszt finansowania podmiotów prywatnych w porównaniu z publicznymi, sens ekonomiczny projektu wymaga, aby ten dodatkowy koszt był niwelowany korzyścią wynikającą z optymalnego podziału ryzyka.

Po latach doświadczeń z przygotowaniem i realizacją projektów w ramach PFI stwierdzono wiele nieprawidłowości, takich jak: za wysokie koszty, nieela-

⁷ W Wielkiej Brytanii, według ostatnich dostępnych danych, jedynie 24% najemców mieszkań społecznych ma pracę w pełnym wymiarze, dla porównania 58% właścicieli-użytkowników i 60% najemców sektora prywatnego pracuje w takim zakresie. Za: Housing statistics. Communities and Local Government, London 2012.

⁸ G. Gwyther: *The Doctrine of Social Mix in the Mobile Society: A Theoretical Perspective*. „Housing Theory and Society” 2008, Vol. 26 (2), s. 1-14.

styczne kontrakty, które utrudniają zaspokajanie zmieniających się potrzeb publicznych. Problemy te były już wcześniej wskazywane przez literaturę przedmiotu⁹, jednakże dopiero w 2010 roku podjęto inicjatywę wprowadzania głębszych zmian. Celem reformy było większe zaangażowanie nowych technologii, innowacyjnych rozwiązań, które w efekcie mają obniżyć koszty realizacji projektów oraz zwiększenie ich przejrzystości¹⁰. W latach 2012-13 przewidywano w Wielkiej Brytanii, iż wydatki partnerów prywatnych w ramach *Private Finance Initiative* wyniosą 2,4 mld GBP, a płatności za dostarczone dobra i usługi dokonywane przez podmioty publiczne osiągnąć powinny poziom 9,3 mld GBP.

2.2. PFI i sektor mieszkaniowy

Niedostateczna podaż nowych mieszkań i domów oraz zaniedbania dotyczące stanu technicznego spowodowały konieczność wdrożenia nowych instrumentów w zakresie zasobu publicznego. W 1997 roku wprowadzono program Decent Home Standard, którego bezpośrednim celem było poprawienie stanu technicznego budynków mieszkalnych, a celem pośrednim zmniejszenie liczby obszarów deprivacji i wykluczenia¹¹. Samorządy lokalne zostały zobowiązane do poprawy standardu zasobów publicznych, a realizacja tego zadania była możliwa poprzez trzy różne rozwiązania:

- wytransferowanie posiadanego zasobu na rzecz Housing Associations;
- utworzenie specjalnych podmiotów – Arms Length Management Organisations, które przy pomocy funduszy rządowych miały usprawnić zarządzanie i poprawić stan techniczny zasobu społecznego (stosowane, gdy potrzeby nie były znaczące);
- wykorzystanie *Private Finance Initiative* oraz funduszy rządowych, gdy niezbędne były przekształcenia strukturalne zasobu i znaczące środki finansowe.

Od 1998 roku *Private Finance Initiative* jest wykorzystywane w sektorze mieszkaniowym. Modelowo umowa powinna być zawarta z partnerem prywatnym na okres wieloletni, stronę publiczną reprezentuje samorząd lokalny. Obowiązki strony prywatnej koncentrują się na doprowadzeniu wskazanego zasobu mieszkaniowego do określonego poziomu technicznego, a następnie zarządzanie nim w jak najefektywniejszy sposób. Finansowaniem remontów kapitalnych, wyburzeń i podnosze-

⁹ J. Froud: *The Private Finance Initiative: risk, uncertainty and the state*. „Accounting, Organizations and Society” 2003, Vol. 28, s. 567-589.

¹⁰ Reform of the Private Finance Initiative. HM Treasury, London 2011.

¹¹ Szerzej: *A Decent Home: Definition and guidance for implementation*. Department for Communities and Local Government, London 2006.

nia standardu zajmuje się przede wszystkim szczebel centralny, natomiast koszty operacyjne bieżącego funkcjonowania zasobu mieszkaniowego ponosi samorząd lokalny. Przy wyborze takiego wariantu nie ma transferu własności mieszkań na podmiot prywatny. Ten partner jest odpowiedzialny za początkowe przekształcenia, a następnie za utrzymywanie odpowiedniego standardu usług mieszkaniowych w zasobie publicznym. Generalnie wyróżnia się dwa typy PFI o charakterze mieszkaniowym: kontrakty dotyczące odnowy i zarządzania lub/i budowy nowych mieszkań (od 2003 roku), których właścicielem jest samorząd lokalny oraz kontrakty dotyczące budowy mieszkań zasobu społecznego, których właścicielem będzie nie samorząd, a jednostka *non-profit*, taka jak Housing Associations.

Opinie o możliwościach wykorzystaniu PFI do gospodarowania zasobem mieszkań publicznych nie były wyłącznie pozytywne (ciekawym przykładem jest kampania społeczna mająca swój wyraz w formie strony internetowej www.defendcouncilhousing.org.uk). Wskazywano, iż na podstawie obserwacji problemów z wdrażaniem i prowadzeniem PFI w innych dziedzinach można przewidywać niską jakość oferowanych usług przy wzrastających kosztach. W szczególności podkreślano, iż wynagrodzenie podmiotu prywatnego będzie dodatkowym obciążeniem i uszczupli pulę środków na remonty i bieżące utrzymywanie zasobu mieszkaniowego, a fakt trwania umowy przez dziesięciolecia może przyczynić się do powstania ryzyka wynikającego z problemów ekonomicznych partnera prywatnego. Dodatkowe koszty i problemy miały być generowane przez konieczność przygotowania i zawarcia umowy (co okazało się słuszną opinią) oraz bieżące monitorowanie jej realizacji.

W 2010 roku przeprowadzono audyt stanu wykonania zamierzeń dotyczących wprowadzenia PFI do gospodarowania zasobem mieszkaniowym¹². W momencie jego przeprowadzenia łącznie zanotowano 50 projektów na różnych etapach realizacji. Zauważono, iż początkowo szacowane koszty i czas realizacji nie były dotrzymane. Przyczyny tego stanu wynikały z początkowych trudności z zastosowaniem instrumentu (brak pełnego zrozumienia dla specyfiki gospodarowania publicznym zasobem mieszkaniowym, w szczególności konieczności całościowego rozwiązania problemów gospodarczych, technicznych i społecznych). Jedynie 25 projektów zostało doprowadzonych do fazy podpisania kontraktu, z tego 21 zanotowało wzrost kosztów, a spośród nich 12 wykazało podwyższenie koniecznych wydatków o ponad 100%. Wszystkie podpisane umowy zostały zawarte z opóźnieniem w stosunku do planów, przesunięcia były znaczące – sięgały od 5 miesięcy do ponad 5 lat, z przeciętną w wysokości 2 lat i 6 miesięcy¹³ (*Sum-*

¹² Summary PFI in Housing. National Audit Office, 25.06.2010.

¹³ Ibid.

mary PFI in Housing 2010). We wnioskach z przeprowadzonej kontroli wskazano, iż nie jest możliwe wykazanie jednoznacznie pozytywnych efektów wykorzystywania PFI na obszarze gospodarowania zasobem mieszkaniowym publicznym. Podkreślono wyjątkowo wysokie koszty i konieczność długotrwałych przygotowań do zawarcia umów, proces ten trwał od 34 do 75 miesięcy.

Według danych na 2012 rok w Wielkiej Brytanii były 33 podpisane kontrakty PFI dotyczące gospodarowania publicznym zasobem mieszkaniowym, dodatkowo 10 było w trakcie procedowania.

Wszystkie podpisane umowy miały charakter długoterminowy, najdłuższy czas obowiązywania to 30 lat, najkrótszy 15 lat; dominował termin dłuższy, 15 kontraktów zostało bowiem zawartych na 30 lat, jeden na 27 lat, a 8 na 25 lat. Na najkrótszy okres – 15 lat zawarto jedynie dwie umowy, jedną na 16 lat. Wśród procedowanych kontraktów była podobna tendencja – jedynie dwa projekty miały termin realizacji 20-letni, pozostałe 8 od 25 do 30 lat.

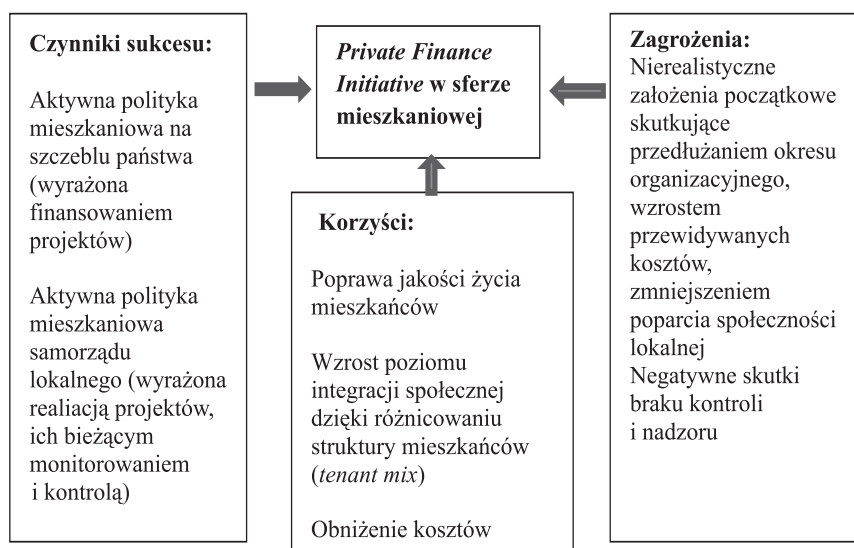
Wśród podpisanych umów najdroższa była realizacja w Londynie, Islington Street Properties II, podpisana przez London Borough of Islington, jej koszt to 153 mln GBP. Natomiast najdroższy procedowany kontrakt był wart 142 mln GBP i partnerem publicznym był Leeds City Council.

Najdłużej trwały przygotowania do realizacji projektów: Forest Gate (partner publiczny LB Newham), początkowo przewidywano termin podpisania umowy na grudzień 2003 roku, ostatecznie podpisano ją w lutym 2009; Chalcots Estate (partner publiczny LB Camden), opóźnienie sięgnęło 52 miesięcy; Canning Town (partner publiczny LB Newham), opóźnienie wyniosło 47 miesięcy; Brockley Housing (partner publiczny LB Lewisham), opóźnienie wyniosło 44 miesiące; Street Properties Islington 2 (partner publiczny LB Islington), opóźnienie o 33 miesiące i Street Properties Islington 1 (partner publiczny LB Islington), opóźnienie o 12 miesięcy.

Najwyższe przekroczenie szacowanych początkowo kosztów wystąpiło przy projektach: Street Properties Islington 2 – zakładano koszt na poziomie 55 mln GBP a ostatecznie kontrakt opiewał na 165 mln GBP; Brockley Housing, Lewisham szacowany koszt wzrósł z 44,6 mln GBP do 115,91 mln GBP; Canning Town, Newham, wzrost z 16 mln GBP do 31,89 mln GBP; Chalcots Estate, Camden początkowo szacowany koszt to 30,6 mln GBP, a ostatecznie podpisano kontrakt na 65 mln GBP; Street Properties Islington 1 – od szacowanych 20 mln GBP do 74,69 mln GBP i Forest Gate, Newham – z 22,1 mln GBP do 55 mln GBP. Wyraźnie widoczny jest fakt, że były to te same projekty, które zanotowały największe opóźnienia.

2.3. Przyczyny problemów stosowania PFI w sektorze mieszkaniowym

Doświadczenia stosowania partnerstwa publiczno-prywatnego wskazują, iż pomimo wielu zalet, jest to formuła w praktyce trudna do realizacji, w zasadzie niezależnie od państwa, w którym do takiej aktywności dochodzi. Dodatkowym składnikiem, który wpływa na trudności w wykorzystywaniu opisywanych inicjatyw PFI jest obszar, na którym mają się rozwijać – rynek mieszkaniowy. Jego szczególne uzależnienie od czynników lokalnych, w tym także politycznych, i znaczenie społeczne wpływa na konstrukcję założeń, które, jak się często okazuje w praktyce, nie są realistyczne – por. rys. 3. Rozczarowanie brakiem szybkich rezultatów wpływa na zmniejszenie poparcia społecznego i politycznego. Ponadto możliwość bieżącej obserwacji działań podmiotów realizujących PFI przyczynia się do negatywnej oceny przez usługobiorców, czyli mieszkańców¹⁴. Ważne są także czynniki ekonomiczne – podmiot prywatny będzie chciał uczestniczyć w projekcie, jeśli będzie to dla niego korzystne, np. będzie mógł przekształcić część mieszkań zasobu publicznego w zasób prywatny na sprzedaż lub wynajem albo uzyskać możliwość komercyjnej zabudowy. Często jednak przy realizacji takich założeń pojawia się opór mieszkańców.



Rys. 3. Czynniki wpływające na powodzenie PFI w sferze mieszkaniowej

¹⁴ Negatywne oceny działań podmiotów realizujących konkretne projekty PFI znalazły swój wyraz w sądzie. Oskarżenia dotyczyły nielegalnego wyprowadzania pieniędzy, faworyzowania niektórych dostawców usług, korupcji.

Podsumowując ten niedługi okres działalności PFI w sferze mieszkaniowej należy stwierdzić, iż pomimo istniejących problemów wiele projektów odniesie prawdopodobnie sukces w perspektywie wieloletniej. Będzie on wyrażony zarówno ekonomicznym zmniejszeniem kosztów funkcjonowania zasobu publicznego, jak i wzrostem zadowolenia mieszkańców, jakkolwiek okres przygotowawczy jest często znacznie dłuższy niż początkowo przewidywano.

Należy też silnie podkreślić związaną realizację tych projektów z szerszymi planami rewitalizacji. Można bowiem stwierdzić, iż projekty PFI są częścią działalności rewitalizacyjnej, przekształcenia zasobu mieszkaniowego, jego otoczenia, często remodelują strukturę mieszkańców poprzez wprowadzenie nowych, niejednokrotnie zamożniejszych osób, co ma sprzyjać większej integracji.

3. Potencjał PFI w warunkach polskich

Partnerstwo publiczno-prywatne zostało uregulowane w Polsce w 2005 roku poprzez wprowadzenie ustawy poświęconej tej materii, jednak sama ustawa nie przyniosła efektów, tym bardziej że rozporządzenia wykonawcze wydano z prawie rocznym opóźnieniem. Szczegółowe rozwiązania, które miały być wykorzystywane przy realizacji PPP, okazały się nadmiernie restrykcyjne i w efekcie, pomimo istniejącej regulacji prawnej, partnerstwo publiczno-prywatne nie zaistniało w zinstytucjonalizowanej oficjalnie formie¹⁵. W 2008 roku wydano nową ustawę o partnerstwie publiczno-prywatnym¹⁶ i jako jej uzupełnienie w 2009 roku ustawę o koncesji na roboty budowlane lub usługi¹⁷.

Jakkolwiek pomysły na wykorzystanie formuły PPP lub koncesji są wśród podmiotów publicznych częste, to ich realizacja napotyka na wiele przeszkód. W rezultacie liczba rzeczywiście realizowanych projektów jest niewielka¹⁸. Wśród zgłaszanych oficjalnie propozycji partnerstwa publiczno-prywatnego niewiele jest takich, które dotyczyłyby rewitalizacji przestrzeni miast czy kreowania nowego zasobu mieszkaniowego.

¹⁵ Szerzej: A. Cenker: Partnerstwo publiczno-prywatne: Raport o sytuacji w Polsce. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2008, z. 86; W. Gonet: Partnerstwo publiczno-prywatne – kierunki zmian. „Przegląd Legislacyjny” 2008, nr 3, s. 80-89.

¹⁶ Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Dz.U. z 2009 r., nr 19, poz. 100 z późn. zm.

¹⁷ Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi. Dz.U. z 2009 r., nr 19, poz. 101 z późn. zm.

¹⁸ Szerzej: Raporty o rynku PPP w Polsce. Investment Support.

Można wskazać różnice między uwarunkowaniami wykorzystania PFI w sferze mieszkaniowej w Wielkiej Brytanii i Polsce – por. tabela 1.

Tabela 1

Uwarunkowania wykorzystania formuły współpracy publiczno-prywatnej w odniesieniu do publicznego zasobu mieszkaniowego

Wielka Brytania	Polska
Aktywna polityka mieszkaniowa państwa włączająca poprawę standardu mieszkań społecznych w sferę rewitalizacji, finansowanie projektów z budżetu centralnego.	Brak konsekwentnie realizowanej polityki mieszkaniowej państwa; brak polityki rewitalizacyjnej na szczeblu państwa.
Aktywna polityka mieszkaniowa na szczeblu lokalnym, w tym:	Brak kompleksowej polityki mieszkaniowej na szczeblu lokalnym.
– odrębne rachunki dla dochodów i wydatków związanych z mieszkalnictwem; – wykorzystywanie Housing Associations do realizacji lokalnej polityki mieszkaniowej; – monitorowanie i kontrola projektów.	Brak pomysłu na rozwiązanie problemu tworzących się enklaw biedy i bogactwa.

Potencjał rozwiązań opartych na partnerstwie publiczno-prywatnym wydaje się poważny, jednak brak doświadczeń w wykorzystywaniu tej formuły powoduje, iż w Polsce projekty w sferze mieszkaniowej – bardziej skomplikowane ze względu na swoje uкорzenie w życiu społecznym i politycznym, a nie tylko w sferze gospodarczej – mogą być wyjątkowo trudne w realizacji. Problemy wynikają także z braku aktywnej polityki mieszkaniowej państwa, która konsekwentnie dążyłaby do realizacji założonych celów. Samorządy lokalne, pozostawione same sobie z narosłymi przez lata problemami dotyczącymi zasobu publicznego, będą miały bardzo ograniczone możliwości realnego udziału w takich projektach.

Podsumowanie

Private Finance Initiative jest bardzo ciekawym i ważnym sposobem rozwiązywania określonych problemów gospodarczych. Uwarunkowania polityczne, gospodarcze i społeczne w Wielkiej Brytanii stworzyły sprzyjający klimat do zastosowania PFI w sferze publicznego zasobu mieszkaniowego, jakkolwiek ze względu na bardzo trudną materię projekty ukonkretniają się powoli.

W Polsce mamy do czynienia ze znacząco odmiennymi uwarunkowaniami. Mieszkaniowy zasób publiczny obciążony jest ogromnymi zaniedbaniami okresu socjalistycznego i obecnym brakiem środków finansowych. Brak jest zrozumienia

istotności problemu, konsekwentnej strategii działania i aktywnej polityki mieszkaniowej na szczeblu rządowym. Próby współpracy publiczno-prywatnej są rzadkie, przygotowania trwają latami, a efekty nie zawsze są pozytywne. Wydaje się więc, że korzystanie z formuły PFI lub zbliżonej do niej innej formy PPP w sferze publicznego zasobu mieszkaniowego wymagać będzie w Polsce wyjątkowo szczegółowego przygotowania i poparcia nie tylko lokalnego.

Literatura

- Cenkier A., 2008, Partnerstwo publiczno-prywatne: Raport o sytuacji w Polsce. Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2008, z. 86.
- A Decent Home: Definition and guidance for implementation. Department for Communities and Local Government, London 2006.
- Froud J.: The Private Finance Initiative: risk, uncertainty and the state. „Accounting, Organizations and Society” 2003, Vol. 28.
- Gonet W.: Partnerstwo publiczno-prywatne – kierunki zmian. „Przegląd Legislacyjny” 2008, nr 3.
- Gwyther G.: The Doctrine of Social Mix in the Mobile Society: A Theoretical Perspective. „Housing Theory and Society” 2008, Vol. 26 (2).
- Hills J.: Ends and means: the future roles of social housing in England. Centre for Analysis of Social Exclusion, London School of Economics and Political Science, London 2007.
- Housing statistics. Communities and Local Government, London 2012.
- Jacobs K., Atkinson R.G., Spinney A., Colic Peisker V., Berry M., Dalton T.: What future for public housing? A critical analysis. Australian Housing and Urban Research Institute 2010.
- Lee P., Murie A.: Poverty, housing tenure and social exclusion. Policy Press 1997.
- Pawson H., Mullins D.: After Council Housing: Britain’s New Social Landlords. Palgrave MacMillan 2010.
- Pawson H.: Restructuring England’s social housing sector since 1989: undermining or underpinning the fundamentals of public housing? „Housing Studies” 2006, Vol. 21 (5).
- Raporty o rynku PPP w Polsce. Investment Support.
- Reform of the Private Finance Initiative. HM Treasury, London 2011.
- Summary PFI in Housing. National Audit Office, 25.06.2010.

THE APPLICATION OF PRIVATE FINANCE INITIATIVE ON THE HOUSING MARKET IN THE UK AND THE POSSIBILITY OF IMPLEMENTATION OF THIS INSTRUMENT IN POLAND

Summary

Housing policy influences not only a quality of social life, but also investment in residential sector and via this channel it affects the national economy. Housing policy is under the influence of historical circumstances, the priorities adopted by the government so it depends on the ruling political options. The aim of the paper is to present the changing conditions of housing policy and their consequences in UK to have a background for analyzing the instrument of Private Finance Initiative in housing. This gives the opportunity to consider the applicability of such instrument in Poland.

Rafał Wolski,

Magdalena Załączna

Uniwersytet Łódzki

STRATEGIE INWESTYCYJNE TOWARZYSTW UBEZPIECZENIOWYCH NA RYNKACH NIERUCHOMOŚCI

Wprowadzenie

Autorzy postanowili zbadać strategie inwestycyjne towarzystw ubezpieczeniowych realizowane w stosunku do nieruchomości przez podmioty należące do tych samych grup kapitałowych, ale działające w różnych państwach. Na tle zagregowanych wielkości opisujących stopień zainteresowania towarzystw ubezpieczeniowych inwestycjami w nieruchomości w skali państwa analizowali strategie realizowane przez konkretne podmioty gospodarujące. Do badania wybrano towarzystwa ubezpieczeniowe działające w Wielkiej Brytanii i Niemczech oraz podmioty działające w ramach tych samych grup kapitałowych w Polsce. Autorów interesowało, czy podmioty należące do tej samej grupy kapitałowej realizują podobną strategię inwestycyjną w odniesieniu do nieruchomości oraz jak kształtuje się potencjał rynków nieruchomości w analizowanych państwach. W przeprowadzonym badaniu wykorzystano analizę porównawczą dla lat 2007-2011. Przeanalizowano zagregowane wartości aktywów ubezpieczycieli, inwestycji w nieruchomości oraz dane spółek ERGO i AVIVA.

Towarzystwa ubezpieczeniowe można zaklasyfikować do grupy inwestorów instytucjonalnych, pole ich działalności nie jest jednorodne, bowiem zasadniczo wyróżnia się podstawowe działy zajmujące się ubezpieczeniami na życie oraz ubezpieczeniami majątkowymi. Ze względu na te różnice odmienne są strategie stosowane przy budowie portfeli inwestycyjnych. Zakłady zajmujące się udzielaniem ubezpieczeń na życie powinny poszukiwać bezpiecznych i długoterminowych lokat, a wysoka płynność nie jest podstawowym kryterium doboru

inwestycji. Natomiast ubezpieczyciele majątkowi muszą liczyć się z większymi wymaganiami dotyczącymi płynności, co wpływa na skład ich portfeli inwestycyjnych. Znaczenie towarzystw ubezpieczeniowych dla stanu i rozwoju szeroko pojętego rynku kapitałowego jest uzależnione od zasobów, jakie mogą ulokować na tym rynku oraz przyjętych strategii inwestycyjnych.

Środki, którymi towarzystwa dysponują, pochodzą przede wszystkim od osób fizycznych, gospodarstw domowych oraz przedsiębiorców zawierających umowy ubezpieczeniowe. Skłonność do zawierania umów ubezpieczeniowych jest pochodną norm kulturowych obowiązujących w danym społeczeństwie, poziomu zamożności i sposobu percepcji ryzyka. Jednym ze wskaźników znaczenia towarzystw ubezpieczeniowych dla rozwoju gospodarczego państwa jest stosunek zgromadzonych aktywów do PKB.

Tabela 1

Aktywa ogółem towarzystw ubezpieczeniowych w stosunku do PKB w wybranych państwach w latach 2007-2011 (w %)

Rok	Wielka Brytania		Niemcy		Polska	
	u. na życie	u. majątkowe	u. na życie	u. majątkowe	u. na życie	u. majątkowe
2007	99,04	7,74	31,69	13,79	7,15	4,25
2008	85,32	7,91	30,76	13,54	4,68	3,09
2009	93,19	9,90	33,75	14,86	6,89	4,01
2010	95,05	8,38	33,93	14,69	6,69	3,65
2011	92,35	13,50	33,69	14,79	5,50	3,44

Źródło: Opracowanie własne na podstawie zagregowanych danych EIOPA oraz Eurostat.

Analizując dane zawarte w tabeli 1, można wnioskować o wyjątkowym znaczeniu towarzystw ubezpieczeniowych dla rozwoju rynku kapitałowego w Wielkiej Brytanii. W 2007 roku, czyli przed kryzysem gospodarczym, aktywa samych towarzystw ubezpieczeniowych sektora życiowego sięgały prawie 100% PKB Wielkiej Brytanii. W 2011 roku aktywa ogółem zgromadzone przez te podmioty stanowiły odpowiednik 92,35% PKB, a w połączeniu z aktywami towarzystw majątkowych przekraczały 100% PKB. W Niemczech zarówno w 2007, jak i 2011 roku wielkości były zbliżone do siebie, w ostatnim badanym okresie towarzystwa ubezpieczeń życiowych zgromadziły aktywa będące równoważnikiem 33,69% PKB, a majątkowe 14,79% PKB. Na tym tle towarzystwa działające w Polsce prezentują się skromnie. W 2007 roku towarzystwa ubezpieczeń na życie posiadały aktywa będące odpowiednikiem jedynie 7,15% PKB, a majątkowe 4,25% PKB, w 2011 wielkości te uległy zmniejszeniu – do odpowiednio 5,5% i 3,44% PKB. Wskazuje to na dużą różnicę rozwojową podmiotów działających w Polsce. Przyczyną jest zapewne krótka historia funkcjonowania ubezpieczeń życiowych, brak tradycji zawierania podobnych umów oraz różnice w zamożności społeczeństwa.

1. Towarzystwa ubezpieczeniowe jako inwestorzy na rynkach nieruchomości

1.1. Poziom krajowego zaangażowania towarzystw ubezpieczeniowych na rynkach nieruchomości

Inwestorzy instytucjonalni, w szczególności posiadający znaczące kapitały, decydują się często na włączanie nieruchomości do portfeli inwestycyjnych. W ujęciu procentowym nie jest to duży udział, bowiem w latach 90. XX wieku wynosił on ok. 5%, w następnym dziesięcioleciu ok. 8%, przewiduje się, iż w przyszłości będzie to zbliżona wielkość¹, ale w ujęciu środków przeznaczonych na zakupy, nowe konstrukcje i modernizacje nieruchomości to bardzo znaczący wkład w rozwój rynków nieruchomości.

Inwestycje te mogą być klasyfikowane w różny sposób, biorąc pod uwagę np. typ nieruchomości można wskazać, iż zainteresowaniem inwestorów instytucjonalnych cieszą się duże obiekty handlowe, prestiżowe budynki biurowe, parki biznesowe, ośrodki rekreacyjne i domy wielomieszkaniowe na wynajem. Generują one bowiem bieżący dochód i odpowiednio zarządzane zyskują na wartości (co oczywiście uzależnione jest także od stanu rynku lokalnego i miejsca tych inwestycji w cyklu koniunkturalnym). Inny podział inwestycji na rynku nieruchomości pozwala na wyróżnienie wcześniej wymienionych inwestycji bezpośrednich oraz pośrednich, polegających na zakupie jednostek uczestnictwa, certyfikatów w funduszach inwestycyjnych nieruchomości, listów zastawnych lub Mortgage Backed Securities. Nieruchomość jest uważana za odpowiednią lokatę m.in. dlatego, iż chroni kapitał przed inflacją w długim okresie i pozwala na dywersyfikację ryzyka², inwestycje pośrednie natomiast mają większą płynność, jednakże ich potencjał dywersyfikacji jest już dyskusyjny³.

Towarzystwa ubezpieczeniowe inwestują nie tylko w przynoszące dochód nieruchomości komercyjne i papiery wartościowe związane z nieruchomościami,

¹ J. Clayton, J. Gordon, F. Fabozzi, S.M. Giliberto, Y. Liang, S. Hudson-Wilson: Real estate comes of age. „Journal of Portfolio Management” 2007, Vol. 33, s. 15-26.

² Dotyczy to inflacji oczekiwanej. Najlepiej sprawdzają się inwestycje w nieruchomości biurowe i przemysłowe, szerzej: G. Brown: Property Investment and Capital Market. Spon, London 1991.

³ Występują duże różnice z punktu widzenia okresu badawczego i zakresu badanego rynku, szerzej np.: P. Eichholtz: Real estate securities and common stocks: a first international look. „Real Estate Finance” 1997, Vol. 14 (4), s. 70-74; S. Lee, S. Stevenson: The Case for REITs in the Mixed-Asset Portfolio in the Short and Long Run. „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2005, Vol. 11, s. 55-80.

ale także udzielają pożyczek hipotecznych i czerpią zyski z odsetek. Strategie, które są przez nie realizowane, zależą od profilu działalności – czy są to ubezpieczenia życiowe, czy majątkowe, oraz od zgromadzonych aktywów, ponieważ inwestycje w nieruchomości charakteryzują się wysoką kapitałochłonnością.

Inwestycje w nieruchomości realizowane przez towarzystwa ubezpieczeniowe w skali całego państwa nie stanowią dużego udziału wobec aktywów zgromadzonych przez te podmioty, jakkolwiek skala zaangażowania wyrażona w danych liczbowych jest bardzo znacząca w niektórych segmentach – por. tabela 2.

Tabela 2

Zagregowane inwestycje w nieruchomości i aktywa ogółem zakładów ubezpieczeń w wybranych gospodarkach (w mln EUR)

Wyszczególnienie		2007	2008	2009	2010	2011
UK						
T. u. na życie	inwestycje w nieruchomości	49 097,1	31 709,8	23 798,3	25 430,0	24 906,5
	aktywa razem	2 043 610,5	1 543 897,0	1 466 364,1	1 625 044,2	1 613 438,2
T. u. majątkowe	inwestycje w nieruchomości	1466,2	1024,1	868,6	916,9	969,2
	aktywa razem	159 815,8	143 208,9	155 764,3	143 238,9	235 839,3
Niemcy						
T. u. na życie	inwestycje w nieruchomości	15 074,0	13 942,0	13 416,0	14 760,9	14 601,1
	aktywa razem	769 713,0	760 855,0	801 335,0	847 020,3	873 483,6
T. u. majątkowe	inwestycje w nieruchomości	9398,0	7084,0	6822,0	6602,8	6677,6
	aktywa razem	334 879,0	334 923,0	352 820,0	366 807,3	383 560,3
Polska						
T. u. na życie	inwestycje w nieruchomości	69,4	164,0	97,11	101,5	87,5
	aktywa razem	22 227,5	17 002,0	21 394,9	23 726,9	20 348,1
T. u. majątkowe	inwestycje w nieruchomości	186,3	283,0	229,3	238,0	209,5
	aktywa razem	13 217,9	11 224,0	12 456,4	12 929,4	12 733,6

Źródło: Opracowanie własne na podstawie zagregowanych danych EIOPA.

Głównym wyznacznikiem wielkości zaangażowania towarzystw ubezpieczeniowych w inwestycje w nieruchomości jest rodzaj prowadzonej działalności. Zasadniczo, ze względu na priorytety inwestycyjne, więcej środków powinny przeznaczać na ten cel towarzystwa ubezpieczeń na życie. W Wielkiej Brytanii w 2007 roku było to 49 mld EUR (2,4% aktywów ogółem), a w 2011 roku

24,9 mld EUR (1,5% aktywów ogółem), podczas gdy towarzystwa ubezpieczeń majątkowych w tych samych latach inwestowały w nieruchomości odpowiednio 1,4 mld EUR (0,9% aktywów ogółem) i 0,9 mld EUR (0,4% aktywów ogółem). W Niemczech zaangażowanie towarzystw ubezpieczeń życiowych w 2007 roku wynosiło 15 mld EUR (1,9% aktywów ogółem), a w 2011 roku 14,6 mld EUR (1,6% aktywów ogółem). Towarzystwa ubezpieczeń majątkowych przeznaczały na ten cel odpowiednio 9,3 mld EUR (2,8% aktywów ogółem) i 6,6 mld EUR (1,7% aktywów ogółem). W Polsce towarzystwa ubezpieczeń na życie inwestują w nieruchomości mniej niż towarzystwa majątkowe. W 2007 roku te pierwsze zaangażowały się w inwestycje w nieruchomości na kwotę 69 mln EUR (0,3% aktywów ogółem), a w 2011 roku na kwotę 87,5 mln EUR (0,4% aktywów ogółem), podczas gdy towarzystwa ubezpieczeń majątkowych inwestowały odpowiednio 186 mln EUR (1,4% aktywów ogółem) i 209 mln EUR (1,6% aktywów ogółem).

W Polsce towarzystwa ubezpieczeń majątkowych są ważniejszym inwestorem na rynku nieruchomości, co nie jest typowym zjawiskiem. W Niemczech udział procentowy inwestycji w nieruchomości w stosunku do aktywów jest wyższy także wśród tych towarzystw, jednak kwotowo ważniejszym inwestorem są towarzystwa ubezpieczeń na życie. Ponadto, odmiennie niż ma to miejsce w Wielkiej Brytanii i Niemczech, wśród towarzystw ubezpieczeniowych działających w Polsce zwiększyło się zainteresowanie inwestycjami w nieruchomości w 2011 roku w porównaniu z 2007 rokiem.

1.2. Poziom zaangażowania wybranych towarzystw ubezpieczeniowych na rynku nieruchomości

Autorzy postanowili prześledzić strategie inwestycyjne konkretnych podmiotów działających w sektorze ubezpieczeniowym. Do badania wykorzystano dane dotyczące pozycji bilansowych spółek ubezpieczeniowych ERGO i AVIVA zaczerpnięte z ich sprawozdań rocznych. Grupa kapitałowa AVIVA działa zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w Polsce, a ERGO w Niemczech i w Polsce, są to znaczący uczestnicy sektora ubezpieczeniowego w tych państwach. Analiza działalności podmiotu brytyjskiego pozwala na stwierdzenie, iż ubezpieczyciel życiowy angażuje się w znaczący sposób w inwestycje na rynku nieruchomości. W 2007 roku przeznaczył na te inwestycje 13,2 mld EUR, a w 2011 roku 9,7 mld EUR. AVIVA sprzedająca ubezpieczenia majątkowe w 2007 roku przeznaczyła na inwestycje w nieruchomości 320 mln EUR, a w 2011 roku 11,9 mln EUR – por. tabela 3. Wyraźny jest więc spadek wielkości inwestycji, jednakże należy wspomnieć o zmniejszeniu się ogólnej sumy aktywów towarzystwa, na co bez

wątpienia miał wpływ kryzys gospodarczy. Udział procentowy inwestycji w nieruchomości AVIVY potwierdza tezę o większym zaangażowaniu podmiotu udzielającego ubezpieczeń życiowych – por. tabela 4. Różnica jest znacząca, zarówno w 2007, jak i 2011 roku sięgała ok. 6%.

Tabela 3

Inwestycje w nieruchomości i aktywa ogółem towarzystw ubezpieczeń (mln EUR)

Wyszczególnienie		2007	2008	2009	2010	2011
AVIVA UK						
Na życie	inwestycje w nieruchomości	13 235,68	10 628,81	8 121,72	9 080,92	9 788,30
	aktywa razem	164 386,81	138 435,76	129 917,83	144 154,21	158 213,77
Majątkowe	inwestycje w nieruchomości	320,25	177,31	98,09	41,37	11,93
	aktywa razem	16 701,23	13 271,64	10 265,40	10 013,50	9 369,57
AVIVA Polska						
Na życie	inwestycje w nieruchomości	0,20	0,20	0,16	0,14	0,12
	aktywa razem	3 729,44	3 499,61	3 053,97	3 457,40	2 923,28
Majątkowe	inwestycje w nieruchomości	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	aktywa razem	64,33	66,30	72,08	103,60	114,81
ERGO Germany						
Na życie	inwestycje w nieruchomości	2 660,00	2 592,00	2 677,00	2 707,00	2 702,38
	aktywa razem	34 250,48	33 528,95	33 441,67	40 971,18	41 127,76
Majątkowe	inwestycje w nieruchomości	53,30	52,10	50,40	43,00	59,54
	aktywa razem	5 472,61	5 314,68	5 531,88	6 301,31	5 791,27
ERGO Polska						
Na życie	inwestycje w nieruchomości	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
	aktywa razem	115,31	142,25	168,23	254,49	283,02
Majątkowe	inwestycje w nieruchomości	34,44	36,31	31,33	31,35	28,88
	aktywa razem	565,50	716,40	615,27	885,07	987,74

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych analizowanych spółek.

Natomiast AVIVA Poland bardzo niewiele swoich środków przeznacza na inwestycje w nieruchomości, w 2007 roku było to jedynie 0,2 mln EUR, a w 2011 roku 0,12 mln EUR. Należy także zwrócić uwagę na fakt, iż aktywność wykazuje jedynie AVIVA sprzedająca ubezpieczenia na życie.

ERGO Germany angażuje się również na rynku nieruchomości, w 2007 roku ubezpieczyciel życiowy przeznaczył na te inwestycje 2,6 mld EUR, a w 2011 roku 2,7 mld EUR. Natomiast podmiot udzielający ubezpieczeń majątkowych angażował znacznie mniejsze kwoty, w 2007 roku było to 53,3 mln EUR, a w 2011 roku 59,5 mln EUR. W ujęciu udziału inwestycji w nieruchomości w aktywach ogółem różnica między tymi dwoma podmiotami (ubezpieczycielem życiowym i majątkowym) w 2007 roku wynosiła 6,7%, a w 2011 roku zmniejszyła się do 5,5% – por. tabela 4.

ERGO Polska udzielające ubezpieczeń życiowych zupełnie nie angażuje się w inwestowanie na rynku nieruchomości, natomiast podmiot sprzedający ubezpieczenia majątkowe w 2007 roku przeznaczył na ten cel 34,4 mln EUR, a w 2011 roku 28,8 mln EUR, co stanowiło odpowiednio 6% i prawie 3% aktywów ogółem. W porównaniu więc z ERGO Germany więcej inwestycji w nieruchomości (w ujęciu udziału w aktywach) dokonywał podmiot polski sprzedający ubezpieczenia majątkowe.

Tabela 4

Udział inwestycji w nieruchomości w aktywach ogółem towarzystw ubezpieczeniowych (w %)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
AVIVA UK					
Na życie	8,052	7,678	6,251	6,299	6,187
Majątkowe	1,918	1,336	0,956	0,413	0,127
AVIVA Polska					
Na życie	0,005	0,006	0,005	0,004	0,004
Majątkowe	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
ERGO Germany					
Na życie	7,766	7,731	8,005	6,607	6,571
Majątkowe	0,974	0,980	0,911	0,682	1,028
ERGO Polska					
Na życie	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Majątkowe	6,091	5,068	4,363	3,543	2,924

Źródło: Ibid.

Porównanie zaprezentowanych danych pozwala na kilka wniosków. Przede wszystkim zarówno w Wielkiej Brytanii, jak i w Niemczech to przedsiębiorstwa zajmujące się sprzedażą ubezpieczeń na życie są ważniejszym inwestorem na ryn-

ku nieruchomości niż podmioty zajmujące się ubezpieczeniami majątkowymi, co ma swój wyraz w kwotach angażowanych na rynku nieruchomości. Jakkolwiek należy wspomnieć, iż w ujęciu procentowym (w stosunku do aktywów) towarzystwa ubezpieczeń majątkowych w Niemczech inwestują więcej niż towarzystwa życiowe. W Polsce zwraca uwagę fakt, iż są silne wahania w kwotach angażowanych na rynku nieruchomości, zwiększyło się w ostatnim okresie zainteresowanie nieruchomościami ze strony towarzystw ubezpieczeń na życie, a w dalszym ciągu ważniejszym inwestorem są towarzystwa ubezpieczeń majątkowych.

Zarówno AVIVA UK, jak i ERGO Germany angażują istotne środki na rynku nieruchomości, w szczególności w odniesieniu do przedsiębiorstw sprzedających ubezpieczenia na życie. Porównując strategie inwestycyjne wybranych podmiotów, można stwierdzić brak naśladowania przez AVIVĘ Polska i ERGO Polska działalności inwestycyjnej ich podmiotów założycielskich na rynku nieruchomości.

2. Potencjał inwestycyjny rynków nieruchomości

Inwestorzy instytucjonalni wybierają inwestycje na rynkach nieruchomości, starając się porównać ich podstawowe atrybuty. Atrakcyjność tych inwestycji zależy od wielu czynników, trudno jest zarówno porównywać inwestycje w nieruchomości z innymi typami aktywów, jak i ocenić poszczególne inwestycje na rynkach nieruchomości.

Ze względu na wybór do przeprowadzanej analizy brytyjskich i niemieckich towarzystw ubezpieczeniowych, postanowiono określić potencjał rynków nieruchomości w tych państwach w porównaniu z polskim rynkiem nieruchomości. Autorzy skorzystali z dwóch źródeł: rankingu określającego atrakcyjność inwestycyjną rynków nieruchomości w 66 krajach świata⁴ oraz oceny potencjału rozwojowego komercyjnych rynków nieruchomości z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych⁵.

Pierwsza analiza została oparta na kryteriach nie tylko dotyczących bezpośrednio samych nieruchomości, ale także czynników ogólnogospodarczych i instytucjonalnych⁶. Polska została sklasyfikowana na 26. miejscu wśród 66 krajowych

⁴ K. Lieser, A.P. Groh: The Attractiveness of 66 Countries for Institutional Real Estate Investments: A Composite Index Approach. „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2011, Vol. 17 (3), s. 191-211.

⁵ P. Fiorilla, M. Kapas, Y. Liang: An institutional view of global real estate markets. „Journal of Real Estate Portfolio” 2012, Vol. 18 (1), s. 123-134.

⁶ K. Lieser, A.P. Groh: Op. cit.

rynków⁷. Wielka Brytania zajęła 2., a Niemcy 7. pozycję. Oceny cząstkowe, które złożyły się na 26. pozycję Polski, to 76,9 pkt w kategorii poziomu rozwoju gospodarczego; 44,5 pkt w kategorii możliwości inwestycyjnych na rynku nieruchomości; 50,2 pkt z punktu widzenia poziomu rozwoju rynku kapitałowego; 70,1 pkt w kategorii ochrony inwestora i otoczenia prawnego; 88,3 pkt z tytułu barier administracyjno-prawnych i 77,5 pkt w sferze otoczenia społeczno-politycznego; w każdej kategorii maksymalnie można było uzyskać 100 punktów. Zestawienie to wskazuje wyraźnie, że największym problemem polskiego rynku nieruchomości jest skromna oferta inwestycyjna i niski poziom rozwoju rynku kapitałowego.

Druga analiza, dotycząca oceny rynków nieruchomości komercyjnych z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych, brała pod uwagę regiony całego świata. Autorzy skoncentrowali się na określeniu wzrostu wartości nieruchomości komercyjnych w latach 2001-2011 oraz prognozowali zmiany, które powinny nastąpić w latach 2011-2021⁸. Potencjał wzrostu rynku nieruchomości komercyjnych w Wielkiej Brytanii w latach 2001-2011 został wyceniony na 542,9 mld USD, co oznaczało udział 3,9% we wzroście wartości rynku światowego. Potencjał wzrostu rynku niemieckiego oceniono na 767,6 mld USD w tych samych latach i było to 5,6% wzrostu rynku światowego. Prognozy dotyczące lat 2011-2021 mówią o zmniejszającej się roli tych rynków, ponieważ przewidywany wzrost potencjału rynków komercyjnych w Wielkiej Brytanii oceniono na 582,2 mld USD (2,6%), a w Niemczech na 362,7 mld USD (1,6%). Potencjał polskiego rynku nieruchomości komercyjnych w tym zestawieniu nie wydaje się niski – szacowano, iż w latach 2001-2011 wyniósł on 132,9 mld USD i 1% wzrostu światowego, a w następnej dekadzie ocenia się go na 198,4 mld USD, co oznacza 0,9% wzrostu światowego⁹. Jakkolwiek ocena ta nie bierze pod uwagę czynników instytucjonalnych, to także warta jest uwagi.

Podsumowanie

Wbrew zasadzie harmonizowania (*the matching principle*)¹⁰, polskie zakłady ubezpieczeń na życie nie inwestują więcej w nieruchomości niż zakłady ubezpieczeń majątkowych. Podmioty te, w badanych przypadkach, nie naśladują polity-

⁷ Ibid.

⁸ P. Fiorilla, M. Kapas, Y. Liang: Op. cit.

⁹ Ibid.

¹⁰ Por. J. Gajdka, E. Walińska: Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka. Tom II. FRR, Warszawa 1998, s. 475-479; E.F. Brigham, L.C. Gapenski: Zarządzanie finansami. Tom II. Warszawa 2000, s. 131-137; J. Berk, P. DeMarzo: Corporate Finance. Pearson International Edition, Boston 2007, s. 857.

ki inwestycyjnej swoich spółek matek. Jednakże przykład ERGO Poland sektora ubezpieczeń majątkowych wskazuje na zainteresowanie polskim rynkiem nieruchomości. Przyczyny pośrednie takiego stanu rzeczy leżą zarówno po stronie samego sektora ubezpieczeniowego, jak i polskiego rynku nieruchomości. Podstawy do stworzenia współczesnego sektora ubezpieczeń powstały w 1990 roku, jednak dopiero ustawa z 2003 roku dostosowała ten system do norm europejskich¹¹. Inwestycje w nieruchomości to inwestycje długoterminowe, ich wybór wymaga rozważań i kapitału oraz znajomości zasad funkcjonowania rynku nieruchomości. Polskie towarzystwa ubezpieczeniowe nie miały zbyt dużo czasu, by zebrać doświadczenia i wykreować odpowiednie portfolio. Istotny jest także znacznie mniejszy zasób kapitałowy podmiotów polskich. Jak wskazują oceny polskiego rynku nieruchomości, z punktu widzenia inwestorów instytucjonalnych jest to rynek z problemami, ale niewątpliwie wart zainteresowania. Istotny jest jego potencjał rozwojowy, który może zostać wykorzystany przez towarzystwa ubezpieczeniowe. Więcej inwestycji przyczyniłoby się do szybszego rozwoju potencjału tego rynku i upowszechniło tego typu inwestycje wśród inwestorów instytucjonalnych.

Literatura

- Berk J., DeMarzo P.: *Corporate Finance*. Pearson International Edition, Boston 2007.
- Brigham E.F., Gapenski L.C.: *Zarządzanie finansami*. PWE, Warszawa 2000.
- Brown G.: *Property Investment and Capital Market*. Spon, London 1991.
- Eichholtz P.: *Real estate securities and common stocks: a first international look*. „Real Estate Finance” 1997, Vol. 14 (4).
- Fiorilla P., Kapas M., Liang Y.: *An institutional view of global real estate markets*. „Journal of Real Estate Portfolio” 2012, Vol. 18 (1).
- Gajdka J., Walińska E.: *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*. FRR, Warszawa 1998.
- Handsche J.: *Polskie doświadczenia w formowaniu i rozwoju rynku ubezpieczeń – wybrane aspekty*. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3.
- Lee S., Stevenson S.: *The Case for REITs in the Mixed-Asset Portfolio in the Short and Long Run*. „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2005, Vol. 11.

¹¹ J. Handsche: *Polskie doświadczenia w formowaniu i rozwoju rynku ubezpieczeń – wybrane aspekty*. „Wiadomości Ubezpieczeniowe” 2009, nr 3, s. 57-59; Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej. Dz.U. z 2003 r., nr 124, poz. 1151 z późn. zm.

Lieser K., Groh A.P.: The Attractiveness of 66 Countries for Institutional Real Estate Investments: A Composite Index Approach. „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2011, Vol. 17 (3).

INVESTMENT STRATEGIES OF INSURANCE COMPANIES IN THE REAL ESTATE MARKETS

Summary

Investment strategies of insurance companies can significantly influence conditions of development of a broad-understood capital market due to the capital these actors dispose. Heterogeneity of insurance companies' activities causes their different investment priorities. The authors decided to investigate what investment strategies, in respect to investments in the real estate market, are chosen by actors belonging to the same capital group, but operating in different countries. Research problem concerned not only the perception of investment in real estate but also the potential of national the real estate market. The authors compared investment strategies carried out by insurance companies in the United Kingdom, Germany and Poland and an assessment of the potential of real estate markets in these countries.

WPŁYW KRYZYSU FINANSOWEGO NA DZIAŁALNOŚĆ FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI TYPU REIT W USA

Wprowadzenie

REIT jest rodzajem zamkniętego funduszu stworzonego po to, aby inwestować w nieruchomości, papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką lub w te dwa rodzaje aktywów jednocześnie. REITs można uznać za efektywną strukturę podatkową służącą finansowaniu i zarządzaniu nieruchomościami.

Fundusze nieruchomości typu REITs, jako forma inwestowania na rynku nieruchomości, ze zmiennym natężeniem, ale od ponad 50 lat cieszą się zainteresowaniem inwestorów na rynku amerykańskim. Analizując REITs pod kątem wartości kapitalizacji rynku, należy zauważyć dynamiczny ich wzrost. Na koniec 2010 roku wartość amerykańskiego rynku REITs szacowana była na 390 mld USD, co w porównaniu z 10 mld USD w roku 1994 stanowi niebywały skok. Atuty REITs jako instrumentu wpływającego na poziom dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych były niezmiennie podkreślane w opracowaniach i analizach do czasu kryzysu finansowego. Od 2008 roku pojawiają się opinie dotyczące zdolności destabilizujących REITs. Anderson, Boney i Gurguis¹ wykazali, że REITs reagują na gwałtowne zmiany rynkowe blisko dwa razy bardziej, niżeli rynki kapitałowe. Następnie Jian i Anderson² podkreślili niestabilność REITs, szczególnie w okresach dużych zawirowań rynku. Test zmienności REITs przeprowadzili także An-

¹ R. Anderson, R.V. Boney, H. Guirguis: Monetary Shocks, Volatility Regimes, and Inflation: An Empirical Analysis of REIT Behavior. „Forthcoming, Journal of Real Estate Research” 2010.

² Z. Jian, R. Anderson: An Empirical Investigation of Herding Behavior in the U.S. REIT Market. „Journal of Real Estate Finance and Economics” 2011.

derson, Rottke, Zhu i Zietz³, wykazując duży wpływ czynników kryzysowych na wyniki REITs. Oczywiście nie kwestionuje się długookresowego pozytywnego wpływu REITs na portfele inwestycyjne inwestorów, a jedynie ich zmienność w warunkach kryzysu.

Ze względu na przedmiot inwestowania wyróżnia się trzy rodzaje funduszy REITs: kapitałowe (*equity*), hipoteczne (*mortgage*) oraz hybrydowe (mieszane). Fundusze kapitałowe są przede wszystkim właścicielem i podmiotem zarządzającym nieruchomościami generującymi dochód. Fundusze hipoteczne nabywają w sposób pośredni lub bezpośredni wierzytelności zabezpieczone hipoteką. Fundusze hybrydowe (mieszane) natomiast są połączeniem dwóch pierwszych rodzajów⁴.

1. Funkcjonowanie funduszy nieruchomości typu REIT w Stanach Zjednoczonych

Koncept REITs w USA sięga połowy XIX wieku, kiedy pojawiły się duże zasoby kapitału i jednocześnie wzrost popytu na możliwości zainwestowania go w nieruchomości. Jednak współczesny amerykański rynek funduszy REITs powstał ponad 100 lat później, w momencie wejścia w życie ustawy regulującej ich działalność. 14 września 1960 roku wszedł w życie „REIT Act”, będący częścią pakietu ustaw Cigar Excise Tax Extension⁵. Według Richarda J. Elliota do końca 1965 roku powstało 65 REITs⁶, co potwierdza Peter A. Schulkin, zwracając uwagę na bardzo powolny wzrost wartości kapitalizacji rynku REITs w latach 1963-1968⁷.

W latach 1968-1970 liczba REITs wzrosła z 61 do 161⁸. Dynamiczny rozwój REITs w tym okresie był spowodowany kilkoma podstawowymi czynnikami. Brak kapitału w sektorze firm budowlanych i deweloperskich, spowodowany zmiennymi warunkami kredytowymi oraz rosnącym stopami procentowymi, zachęcał no-

³ R. Anderson, N. Rottke, B. Zhu, J. Zietz: REITs in Volatile Times: Stabilizing or Not? Working Paper 1108. Dr. P. Philips School of Real Estate, College of Business Administration, Orlando, Florida 2011.

⁴ A. Mazurczak: Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce. Praca doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.

⁵ Ibid.

⁶ R.J. Elliot Jr.: The rewards and risks in Real Estate Investment Trusts. „Barrons National and Business Financial Weekly” 1965, No. 30.

⁷ P.A. Schulkin: Real estate investment trusts. „Financial Analysts Journal” 1971, No. 27.

⁸ S. Chan, J. Erickson, K. Wang: Real Estate Investment Trust. Structure, performance and investment opportunities. Oxford University Press, New York 2003.

wych inwestorów. Ze względu na ograniczone możliwości finansowania tej sfery ze strony banków czy też firm ubezpieczeniowych, skłoniło to do tworzenia publicznych REITs zaangażowanych w ten rodzaj projektów inwestycyjnych⁹.

Boom inwestycyjny i budowlany w sektorze projektów deweloperskich oraz jednoczesny rozwój hipotecznych REITs specjalizujących się w finansowaniu tych projektów doprowadziły do nadpodaży na rynku nieruchomości. Jednocześnie rosnące stopy procentowe udzielanych kredytów i wzrost kosztów materiałów budowlanych spowodowały niewypłacalność deweloperów i wiele bankructw. Do początku 1975 roku kredyty zaciągnięte przez REITs w bankach sięgały 11 mld USD, co stanowiło ponad 50% wartości ogółu aktywów rynkowych REITs¹⁰. Kryzys gospodarczy w latach 70. ubiegłego wieku i jednocześnie pierwszy wyraźny kryzys w działalności REITs stanowił silny bodziec do wprowadzania nowelizacji w ustawodawstwie dotyczącym REITs. W 1974 roku weszła w życie pierwsza znacząca zmiana w opodatkowaniu. Kongres umożliwił funduszom zarządzanie przejmowanymi nieruchomościami przez okres 90 dni, bez groźby utraty uprzywilejowanego statusu podatkowego.

W listopadzie 1976 roku Prezydent Ford podpisał w ramach tzw. reformy podatkowej (*Tax Reform Act* 1976) pierwszy pakiet nowelizacji dotyczących REITs, które umożliwiały powstawanie REIT w formie przedsiębiorstwa działającego na podstawie prawa korporacyjnego. Fundusze mogły także być właścicielami nieruchomości przeznaczonych w krótkim okresie na sprzedaż, pod warunkiem, że ciągle podstawową funkcją była funkcja inwestora, a nie pośrednika. Skutkiem wprowadzonych zmian była zmiana formy prawnej wielu funduszy z REITs na spółkę kapitałową¹¹.

Po kryzysie w sektorze REITs przez ponad 10 lat fundusze w minimalnym stopniu stanowiły obszar zainteresowania inwestorów. Do 1982 roku inwestorzy postrzegali REITs jako znacząco niedoszacowane. W celu zwiększenia atrakcyjności względem alternatywnych form inwestowania wprowadzonych zostało kilka istotnych nowelizacji, będących częścią tzw. reformy podatkowej *Tax Reform Act* 1986¹². Przede wszystkim REITs w pierwszym podatkowym roku działalności zostały zwolnione z zasady minimum 100 udziałowców oraz zasady 5/50. Zwiększyła się także elastyczność zarządcza REITs poprzez umożliwienie samodzielnego zarządzania i doradztwa inwestycyjnego oraz zakładania spółek zależnych, mogących prowadzić działalność w zakresie usług związanych z obsługą

⁹ A. Mazurczak: Op. cit.

¹⁰ S. Chan, J. Erickson, K. Wang: Op. cit.

¹¹ A. Mazurczak: Op. cit.

¹² R. Imperiale: *Getting started in Real Estate Investment Trust*. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA 2006.

nieruchomości. Te nowelizacje otworzyły dla REITs nowe możliwości pozyskiwania dochodów¹³. Lata 1989-1991 to okres recesji na rynku nieruchomości, będący skutkiem kryzysu gospodarczego. Nastąpił spadek cen i wyników inwestycyjnych REITs. Fundusze rozpoczęły poszukiwanie nowych źródeł pozyskiwania kapitału, korzystając z tzw. IPOs, czyli pierwszych emisji publicznych.

W latach 1990-1995 nastąpiło ponowne ożywienie rynku, o czym może świadczyć m.in. wartość kapitalizacji REITs z 8,5 mld USD do 56 mld USD. W tym samym czasie aktywa ogółem wzrosły z 44 do 97 mld USD. Ogólna liczba funduszy publicznych wzrosła z 117 na koniec 1990 roku do 223 na koniec 1995 roku¹⁴. Istotny wpływ na rozwój REITs w latach 90. miało kilka zmian ustawodawczych. Pierwszą nowelizacją z sierpnia 1993 roku był pakiet ustaw podatkowych *Omni-bus Budget Reconciliation Act*, w skład których wchodziła regulacja bezpośrednio dotycząca działalności REITs, a mianowicie zasada *Five Or Fewer*. Drugą istotną zmianą była nowelizacja dotycząca działalności tzw. *umbrella partnership REIT* (tzw. UPREIT)¹⁵. Trzecią zmianą była rosnąca liczba specjalistycznych funduszy REITs, których portfele opierały się na konkretnym rodzaju nieruchomości, jak mieszkaniowe, biurowe i magazynowe, handlowe, hotelowe i inne.

Źródłem kolejnego pakietu ważnych dla REITs zmian były dwa akty prawne. Pierwszy, z sierpnia 1997 roku, to *REIT Simplification Act* (REITSA), będący częścią *Taxpayer Relief Act* oraz drugi, z grudnia 1999 roku, *REIT Modernization Act* (RMA) jako część pakietu ustaw zwanych *Ticket to Work and Work Incentives Improvement Act*¹⁶. REITSA umożliwiła funduszom świadczenie swoim najemcom dodatkowych usług związanych z nieruchomościami bez konsekwencji podatkowych. Zarówno REITSA, jak i RMA miały na celu zwiększenie konkurencyjnej pozycji REITs jako właściciela, jak i firmy świadczącej usługi na rynku nieruchomości.

W październiku 2004 roku pakiet ustaw *American Job Creation Act* wyeliminował bariery istniejące dotychczas dla inwestorów zagranicznych. Ponadto wprowadzono kary pieniężne za przekraczanie zasad ustawowych wyznaczających ramy działalności REITs. Zmniejszyło to istotnie ryzyko inwestowania w ten sektor. Z kolei *REIT Investment and Diversification Act* (RIDEA) z czerwca 2008 roku umożliwił REITs bardziej efektywne kupowanie i sprzedawanie aktywów, zwiększył rozmiary TRS (*Taxable REIT Subsidiary*) oraz umożliwił REITs inwestują-

¹³ M. Gordon: *The complete guide to Real Estate Investment Trusts*. Atlantic Publishing Group, Inc. Ocala, Florida 2008.

¹⁴ Ibid.

¹⁵ G. Menna: *The UPREIT structure after two years: Where do we go from here?* Washington D.C., Nareit 1998.

¹⁶ R. Imperiale: *Op. cit.*

cym w nieruchomości związane z opieką zdrowotną korzystanie z TRS na takich samych warunkach, jak REITs specjalizujące się w inwestycjach hotelowych.

Zmiany w formie prawnej, organizacyjnej oraz opodatkowaniu, które zachodziły w sektorze REITs w ciągu ponad pół wieku, miały zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na jego rozwój. Pomimo ewolucji, jaką przeszły od lat 60. ubiegłego wieku, podstawowa funkcja pozostała niezmienna. Z jednej strony popyt na prawie nieograniczone zasoby publicznego kapitału inwestycyjnego, z drugiej poszukiwanie przez zarówno mniejszych – indywidualnych, jak i większych – instytucjonalnych inwestorów płynnej i stabilnej formy inwestowania na rynku nieruchomości, to główne przesłanki sukcesu REITs.

2. Określenie przyczyn i skutków kryzysu finansowego w USA

Źródłem kryzysu finansowego na rynku amerykańskim, a w konsekwencji na globalnych rynkach finansowych, jest kryzys rynku kredytów hipotecznych typu subprime (*subprime mortgage*), który stał się faktem w połowie 2007 roku. Kredyty typu *subprime* to kredyty charakteryzujące się wysokim ryzykiem spłaty, wynikającym z niewystarczającej zdolności regulowania zobowiązań przez kredytobiorców. Kredyty *subprime* stały się podstawowym elementem procesu sekurytyzacji i zabezpieczeniem obligacji sekurytyzowanych, sprzedawanych w celach inwestycyjnych i spekulacyjnych przez wszystkie, nawet największe instytucje finansowe w USA i Europie.

Źródła kryzysu finansowego należy szukać w obniżaniu kryteriów przy udzielaniu kredytów na zakup nieruchomości, co umożliwiło dostęp do finansowania zakupu nieruchomości nawet przez osoby mniej zamożne, bez zdolności spłaty kredytów, bez stałego źródła dochodów. Konsekwencją był ciągle rosnący popyt na nieruchomości, a tym samym wzrost ich cen. Początków kryzysu należy poszukiwać już na początku roku 2000, kiedy Fed obniżył stopy procentowe z 6,5% w połowie 2000 roku do 1% w czerwcu 2003 roku. Zachęciło to do zaciągania kredytów hipotecznych, a banki oraz inne instytucje finansowe bez najmniejszych oporów takich kredytów udzielały. W tym samym czasie rozwijał się rynek tzw. MBS (*Mortgage Backed Securities*), umożliwiających pozyskiwanie środków na kolejne kredyty hipoteczne. Instytucje finansowe popierały swoje decyzje optymistycznymi sygnałami z rynku nieruchomości, na którym ceny wzrastały systematycznie od 1997 roku. Nieograniczony prawie popyt na finansowanie zakupów nieruchomości oraz wątpliwe zasady udzielania tego finansowania przez banki doprowadziły do kryzysu.

Problemy w regulowaniu zobowiązań kredytowych masowo zaczęły się pojawiać pod koniec 2006 roku, kiedy stopy procentowe podniesiono do poziomu 5,25% (Fed od połowy 2003 roku do czerwca 2006 roku podniósł stopy o 4,25 pkt procentowego). Wyraźnie spadł zarówno popyt, jak i ceny na rynku nieruchomości. W okresie od początku 2006 do połowy 2007 roku ceny nieruchomości spadły tak znacznie, że amerykańska bańka ostatecznie pękła, a skutki tego zaczęły rozprzestrzeniać się na cały świat. Coś, co początkowo wydawało się kryzysem na rynku nieruchomości w USA, okazało się wkrótce ogólnoswiatowym problemem.

Najbardziej zmiennym sygnałem kryzysu było ogłoszenie upadłości czwartego co do wielkości banku inwestycyjnego Lehman Brothers 15 września 2008 roku. Następstwem tego zdarzenia oraz zagrożenia upadłością kolejnych amerykańskich i europejskich banków była utrata zaufania i brak pewności na międzynarodowych rynkach finansowych¹⁷. Amerykański kryzys hipoteczny, ze względu na duży stopień udziału światowych instytucji finansowych w procesie sekurytyzacji, przeniósł się na cały świat.

3. Ocena wpływu kryzysu finansowego na wyniki inwestycyjne funkcjonowania funduszy REIT w latach 2006-2012

W celu zobrazowania zjawisk, jakie zachodziły na amerykańskim rynku funduszy nieruchomości typu REIT w czasie kryzysu finansowego, analizie porównawczej zostały poddane wartości indeksów rynku funduszy w Stanach Zjednoczonych publikowane przez NAREIT¹⁸ oraz wybrane benchmarki (punkty odniesienia) rynku nieruchomości i rynku akcji. Ocena efektywności inwestycji w fundusze REITs wymagała przede wszystkim odpowiedniego wyselekcjonowania indeksów.

Dobór indeksów rynku nieruchomości podyktowany był przede wszystkim podstawowym instrumentem dla rynku pochodnego, jakimi są fundusze REITs, ale także zdeterminowany przez możliwie kompleksową informację o zjawiskach zachodzących na rynku nieruchomości komercyjnych oraz mieszkaniowych.

¹⁷ J. Bullard: Three funerals and wedding. „Federal Reserve Bank of St. Luis Review” 1991.

¹⁸ NAREIT (the National Association of Real Estate Investment Trusts) – międzynarodowe stowarzyszenie zrzeszające i reprezentujące REITs oraz inne spółki nieruchomościowe działające na terenie USA. Członkami stowarzyszenia są REITs oraz inne spółki akcyjne, które są właścicielami nieruchomości przynoszących dochód oraz spółki czy też osoby indywidualne, które stanowią warstwę doradczą, zarządczą oraz analityczną REITs.

Analiza wykorzystywanych w praktyce indeksów rynku nieruchomości pozwala na sklasyfikowanie ich według następujących kryteriów¹⁹:

- typ nieruchomości, dla jakich konstruowany jest indeks (np. mieszkalne, biurowe, przemysłowe),
- rodzaj danych stosowanych w indeksie (np. ceny transakcyjne na rynku nieruchomości, wartości uzyskiwane z wycen nieruchomości),
- rodzaj dochodów z tytułu nieruchomości uwzględnianych w indeksie.

Biorąc pod uwagę specyfikę portfeli nieruchomości większości funduszy REITs w ujęciu rodzajowym, za najbardziej adekwatne odnośniki można uznać indeksy dla dwóch rynków: mieszkaniowego i komercyjnego. Wśród indeksów występujących na rynku amerykańskim wybrano dwa indeksy według kryterium typu nieruchomości, dla jakich są konstruowane. Dla rynku mieszkaniowego konstruowany jest indeks Standard and Poor's/Case and Shiller Home Price Indices²⁰. Jest to grupa 20 indeksów mieszkalnych, publikowanych miesięcznie i wyznaczanych za pomocą metody powtarzalnych transakcji. The S&P/Case-Shiller Home Price Indices jest wiodącą miarą zjawisk występujących na rynku mieszkaniowym, uwzględniającą wartość nieruchomości mieszkalnych zarówno w ujęciu ogólnokrajowym, jak i w 20 największych regionach metropolitalnych. Obliczenia i publikacje są prowadzone przez firmę Fiserv, Inc. Na koniec 2012 roku obliczane były indeksy dla:

- 10 metropolii (S&P/Case-Shiller 10-City Composites),
- 20 metropolii (S&P/Case-Shiller 20-City Composites),
- całego kraju (S&P U.S. National Home Price Index).

Metodologia obliczania wartości indeksów opiera się na obserwacji zmian cen domów jednorodzinnych w USA. Podstawowym parametrem używanym przy kalkulacji indeksu jest zmiana cen takiego samego rodzaju domów jednorodzinnych. Punktem wyjścia jest wyznaczenie indeksów dla poszczególnych metropolii, a następnie, uwzględniając odpowiednie wagi przypisane metropoliom, oblicza się indeks syntetyczny. Drugim indeksem konstruowanym dla nieruchomości komercyjnych (biurowych, handlowych, magazynowych) jest indeks Moody's/RCA CPPI Index (Real Commercial Property Index)²¹. Obejmuje on podstawowe segmenty nieruchomości komercyjnych na obszarach metropolitalnych i uwzględnia zmiany cen metodą regresji hedonicznej. CPPI jest jednym z podstawowych benchmarków na amerykańskim rynku nieruchomości komercyjnych. Do analizy

¹⁹ K. Jajuga: Indeksy rynku nieruchomości. W: Współczesna bankowość hipoteczna. Red. A. Szelałowska. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010.

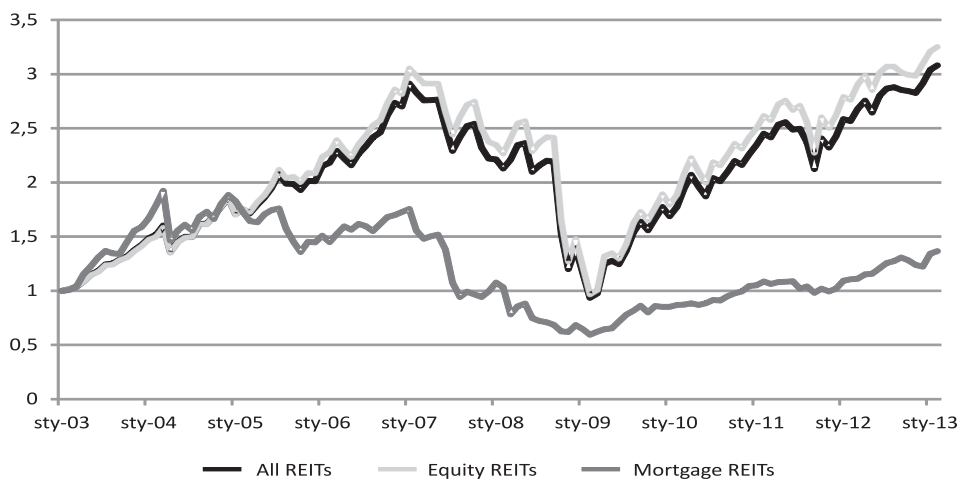
²⁰ Źródło danych: Standard & Poor's Financial Services LLC, www.standardpoors.com.

²¹ Źródło danych: Moody's Investor Service, www.moodys.com.

włączono także indeks nieruchomości mieszkaniowych CPPI Apartment jako odniesienie do zmian zachodzących w ramach rynku mieszkaniowego.

Analiza obejmuje okres od stycznia 2003 roku do stycznia 2013 roku, a odniesienie wyników REITs do rynku kapitałowego obejmuje następnie okres od stycznia 2007 (początek kryzysu *subprime*) do stycznia 2013 roku.

Rys. 1 pokazuje, że w okresie od stycznia 2003 roku do stycznia 2007 roku wszystkie indeksy REITs systematycznie wzrastały, a indeks Equity zanotował wzrost o ponad 200%. Należy zauważyć, że indeks ten zachowuje się bardzo podobnie, jak indeks całego rynku REITs.

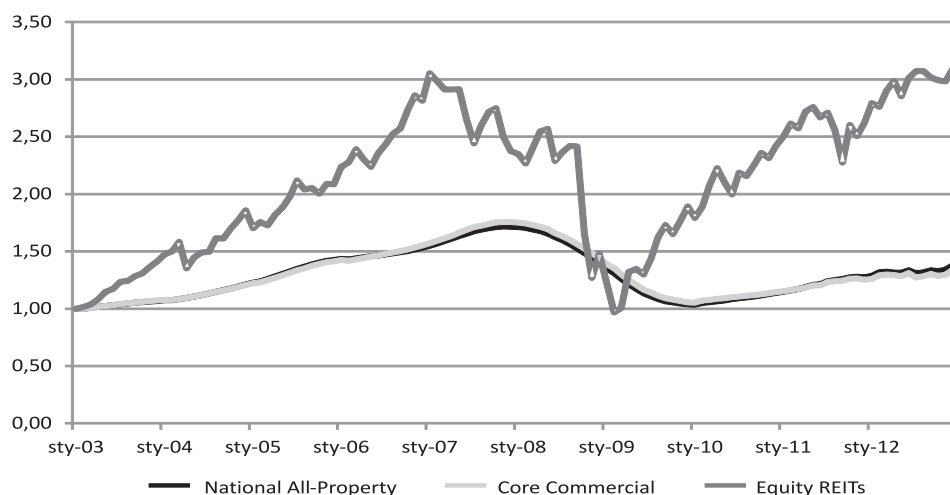


Rys. 1. Wartość indeksów REIT w latach 2003-2013

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NA-REIT).

Inaczej zachowywał się indeks Mortgage REITs, który w tym samym okresie nie zanotował tak spektakularnych wzrostów, osiągając jedynie w kwietniu 2004 roku wzrost na poziomie 92% w stosunku do bazowego stycznia 2003 roku. Późniejsze wyniki były już zdecydowanie słabsze i utrzymywały się na poziomie 40-60%. 2007 rok to moment wyraźnego załamania zarówno w przypadku Equity, jak i Mortgage. Warto jednak zaznaczyć, że dynamika tych zmian jest o wiele większa w przypadku funduszy kapitałowych aniżeli hipotecznych. W lutym 2009 roku indeks Mortgage zanotował blisko 41% spadku wartości w stosunku do początku okresu analizy i 133% spadku w odniesieniu do najwyższego poziomu z tego okresu. Fundusze Equity natomiast odnotowały jedynie kilkuprocentowe spadki w stosunku do stycznia 2003 roku, ale aż ponad 200% w odniesieniu do najwyższej wartości z 2007 roku.

Odnosząc wyniki indeksów REITs do ich aktywów bazowych, wykorzystując CPPI National – All Property Index oraz Core Commercial Index można zaobserwować, po pierwsze, większą zmienność wyników w przypadku indeksów REITs, aniżeli indeksów aktywów bazowych, po drugie, o wiele mniejsze wskaźniki wzrostu w przypadku nieruchomości komercyjnych (rys. 2).



Rys. 2. Wartość indeksów REIT oraz indeksów rynku nieruchomości komercyjnych w latach 2003-2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NA-REIT) oraz Moody's Investor Service.

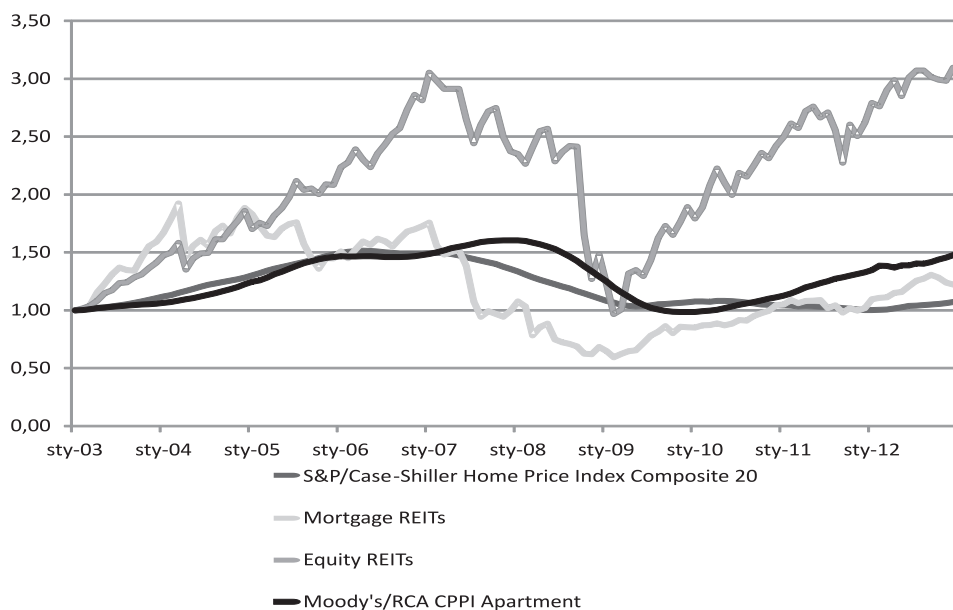
W okresie od stycznia 2003 roku do stycznia 2007 roku nieruchomości zdrożały o blisko 55% (ponad 200% Equity REITs). Jednakże po momencie największego załamania rynku na przełomie 2008 i 2009 roku dynamika tego załamania była o wiele większa w przypadku REITs, które staniały do wartości poniżej tej z okresu bazowego, a aktywa bazowe były ciągle o około 5% droższe.

Rys. 2 pokazuje, jak bardzo zmienne w okresie kryzysu mogą być inwestycje w REITs w porównaniu do wyników ich aktywów bazowych. Niewątpliwie duże zyski osiągane w okresach dobrej koniunktury zarówno na rynku nieruchomości komercyjnych, jak i na rynku instrumentów pochodnych do czasów kryzysu w 2007 roku mogły zachęcać inwestorów, jednak zmiany, jakie zaszły od tego momentu, stanowią czynnik mogący negatywnie wpływać na decyzje inwestycyjne.

Podobne wyniki zaobserwować można w przypadku indeksów rynku mieszkaniowego, które najlepiej obrazują zachowania rynku będącego źródłem kryzy-

su. Rys. 3 pokazuje analogiczne do rynku komercyjnego zachowanie indeksów mieszkaniowych w stosunku do REITs. W okresie od stycznia 2003 roku do początku kryzysu w 2007 roku ceny nieruchomości mieszkaniowych wzrosły o blisko 52%, w momencie gdy REITs odnotowywały wzrosty o ponad 200%. Jednak recesja spowodowała gwałtowne spadki REITs, które na przełomie 2008 i 2009 roku osiągnęły wartości ujemne w stosunku do roku bazowego. Również zmienność REITs w porównaniu do rynku mieszkaniowego jest zdecydowanie większa. Co ciekawe, REITs jako instrumenty reprezentujące rynek nieruchomości odznaczają się z jednej strony podobnymi zachowaniami co rynek, ale z drugiej strony zachowania te charakteryzują się zdecydowanie większym natężeniem.

Uzupełniając analizę o indeksy REITs hipotecznych, widać o wiele większe podobieństwo do sektora nieruchomości mieszkaniowych, aniżeli w przypadku funduszy hipotecznych. Jednak i w tym przypadku reakcja na kryzys była intensywniejsza i spowodowała blisko 50-proc. spadki w stosunku do roku 2003.

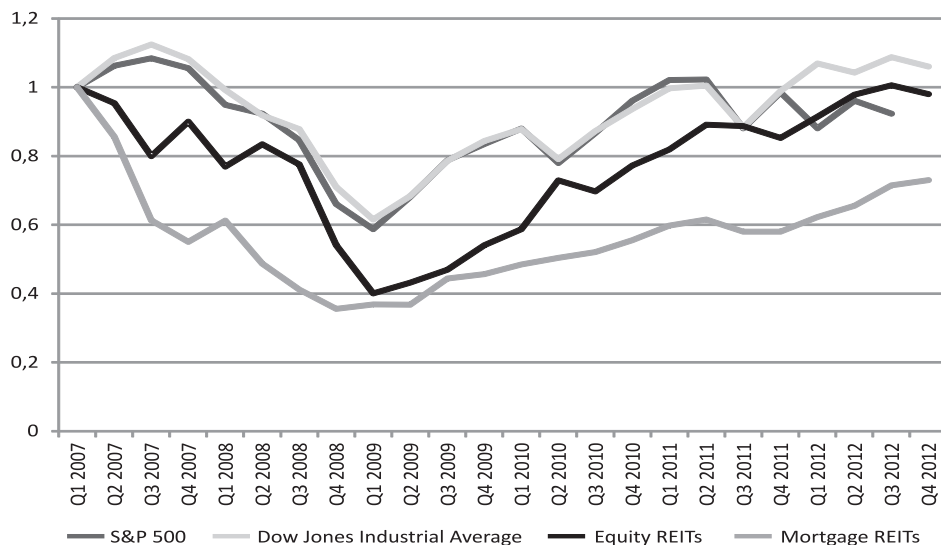


Rys. 3. Wartość indeksów REIT oraz indeksów rynku nieruchomości mieszkaniowych w latach 2003-2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NA-REIT) oraz Standard & Poor's Financial Services LLC.

Ocena zachowania REITs na tle instrumentów rynku kapitałowego wymaga porównania indeksów REIT z podstawowymi benchmarkami rynku kapitałowe-

go, jakimi są indeksy S&P 500²² oraz Dow Jones Industrial Average²³. Ocenę zachowania tych instrumentów w okresie kryzysu finansowego przedstawia rys. 4.



Rys. 4. Wartość indeksów REIT oraz indeksów rynku kapitałowego w okresie kryzysu finansowego w latach 2007-2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NA-REIT), Standard & Poor's Financial Services LLC oraz Dow Jones Industrial.

Analizując powiązania REITs z rynkiem kapitałowym można dostrzec, iż mimo lepszych rezultatów osiągniętych w historii notowań przez REITs, kryzys finansowy wpłynął niekorzystnie na wyniki indeksów funduszy. Od stycznia 2007 roku dwa indeksy rynku kapitałowego zanotowały spadki o odpowiednio 48% i 42%. REITs w tym samym czasie straciły na wartości 68% w przypadku hipotecznych oraz 66% w przypadku akcyjnych. Zatem reakcja na kryzys finansowy była zdecydowanie większa w przypadku wyników REITs, aniżeli innych podstawowych wskaźników instrumentów rynku kapitałowego.

²² S&P 500 jest indeksem, w skład którego wchodzi 500 firm o największej kapitalizacji, notowanych na New York Stock Exchange i NASDAQ; są to głównie firmy amerykańskie. Indeks ten jest najbardziej znanym wskaźnikiem zarządzanym przez Standard & Poor's, oddział McGraw-Hill. Źródło danych: www.standardandpoors.com.

²³ Dow Jones Industrial Average (DJIA) to drugi z najważniejszych indeksów akcji spółek notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Nowym Jorku (New York Stock Exchange) i NASDAQ. Indeks Dow Jones jest najstarszym działającym indeksem akcji w Stanach Zjednoczonych. Obecnie składa się on z 30 największych amerykańskich przedsiębiorstw. Źródło danych: www.dowjones.com.

Podsumowanie

Niewątpliwie kryzys finansowy jako czynnik oddziałujący na kształtowanie się indeksów REITs stanowi dowód dużej zmienności wyników funduszy w warunkach niestabilności gospodarczej. REITs reagują na zmiany rynkowe bardziej niż sam rynek nieruchomości i również bardziej niż rynek akcji. Oczywiście nie oznacza to, że długookresowy wpływ REITs na portfele inwestycyjne inwestorów jest ciągle pozytywny. Ich zmienność w warunkach kryzysu powinna być jednak czynnikiem istotnym dla inwestorów.

Przeprowadzona na podstawie amerykańskiego rynku analiza działalności funduszy typu REITs w czasach kryzysu finansowego dowodzi, że atrakcyjność funduszy REITs jest o wiele mniejsza, jeżeli brać pod uwagę dynamikę zmian zachodzących pod wpływem czynników zewnętrznych, do jakich można zaliczyć głęboką recesję. Wyniki działalności obrazowane indeksami funduszy w porównaniu do wyników rynku nieruchomości i rynku akcji wskazują na zdecydowanie większe ryzyko spadków cen REITs w czasach zawirowań finansowych.

Powyższa analiza wskazuje na bardzo dynamiczne spadki notowane przez fundusze REITs w czasach kryzysu finansowego, przy słabszej reakcji rynku akcji czy też samego rynku nieruchomości. Niezaprzeczalnie w czasach dobrej koniunktury na rynku zyskowność REITs może kilkakrotnie nawet przewyższać analizowane indeksy, jednak ich zachowanie w ostatnich latach wskazuje na konieczność bardziej krytycznego podejścia do tych instrumentów, łączących w sobie atrybuty dwóch rynków – kapitałowego i nieruchomości.

Literatura

- Anderson R., Rottke N., Zhu B., Zietz J.: REITs in Volatile Times: Stabilizing or Not?, Working Paper 1108, Dr. P. Philips School of Real Estate, College of Business Administration, Orlando, Florida 2011.
- Anderson, R.V. Boney, Guirguis H.: Monetary Shocks, Volatility Regimes, and Inflation: An Empirical Analysis of REIT Behavior. „Forthcoming, Journal of Real Estate Research” 2010.
- Brown G.: Property Investment and the Capital Markets. Spoon, New Zealand 2009.
- Bullard J.: Three funerals and wedding. „Federal Reserve Bank of St. Louis Review” 1991.
- Chan S., Erickson J., Wang K.: Real Estate Investment Trust. Structure, performance and investment opportunities. Oxford University Press, New York 2003.

- Elliot R.J. Jr.: The rewards and risks in Real Estate Investment Trusts. „Barrons National and Business Financial Weekly” 1965, No. 30.
- Gordon M.: The complete guide to Real Estate Investment Trusts. Atlantic Publishing Group, Inc. Ocala, Florida 2008.
- Imperiale R.: Getting started in Real Estate Investment Trust. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA 2006.
- Jajuga K.: Indeksy rynku nieruchomości. W: Współczesna bankowość hipoteczna. Red. A. Szelągowska. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010.
- Jian Z., Anderson R.: An Empirical Investigation of Herding Behavior in the U.S. REIT Market. „Journal of Real Estate Finance and Economics” 2011.
- Mazurczak A.: Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce. Praca doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.
- Menna G.: The UPREIT structure after two years: Where do we go from here? Washington D.C., Nareit, USA 1998
- Schulkin P.A.: Real estate investment trusts. „Financial Analysts Journal” 1971, No. 27.

THE ASSESSMENT OF THE IMPACT OF THE FINANCIAL CRISIS TO THE REITs MARKET IN THE USA

Summary

Financial crisis on global markets, initiated in the USA, is regarded as one of the most characteristic phenomena in the contemporary global economy. Effects of the crisis visible in activity of Real Estate Investment Trust (REIT) evaluations of the changeability of the REITs market constitute a point of departure in comparing to the share market real estate market. In the study the author is making the assessment of the impact of the financial crisis to the REITs market in the USA, as the instrument combining features of both the capital market and the real estate market. Values of basic share indices of the American capital market, the real estate market and indices market of REITs funds in years 2007-2012 were compared. Analysis results will show that REITs in conditions of an economic crisis can be destabilizing instrument and being characterized by a highest risk. Determining investment attraction of the REITs funds constitutes the summary of results achieved in the recessionary period.

Ewelina Nawrocka

Uniwersytet Gdański

ANALIZA I OCENA JAKOŚCI KRAJOWYCH ZASOBÓW INFORMACJI O NIERUCHOMOŚCIACH W ASPEKCIE ICH WYKORZYSTANIA DO OPRACOWANIA INDEKSU CEN

Wprowadzenie

Rozwój rynku nieruchomości w Polsce przebiega dynamicznie i staje się ważnym czynnikiem wzrostu gospodarki. Nauki ekonomiczne poprzez badania i studia teoretyczne oferują praktykom rozwiązania służące racjonalizacji różnych obszarów działalności gospodarczej, w tym także kierują je do uczestników rynku nieruchomości. Od kilku lat w środowisku naukowym prowadzone są dyskusje nad doskonaleniem instrumentarium analizy i oceny rynku nieruchomości jako obszaru inwestycyjnego. Uwzględniając doświadczenia międzynarodowego rynku nieruchomości, zwłaszcza brytyjskiego, należy zastanowić się nad możliwością opracowania rodzimego indeksu cen nieruchomości. Celem niniejszego artykułu jest próba analizy i oceny dostępnych zasobów baz danych o nieruchomościach pod względem możliwości poprawnego opracowania indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Badanie polegać będzie, w pierwszej kolejności, na analizie i próbie oceny metod konstrukcji indeksów cen nieruchomości stosowanych na świecie. Następnie, w aspekcie analizy posiadanych zasobów baz danych o nieruchomościach, zostanie dokonana ocena przydatności tych baz do opracowania indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce.

1. Istota indeksu cen nieruchomości i przegląd metod jego konstrukcji

Indeks jest jedną z kilku miar ilościowych opisujących zmiany cen (indeks cen) bądź zmiany ilości (indeks ilości) w czasie. Miarę tę, zwaną również wskaźnikiem dynamiki, stosuje się w różnych dziedzinach ekonomii i zarządzania. Indeksy cen nieruchomości stosowane są w krajach rozwiniętych od wielu lat i służą analizie rynku nieruchomości w różnych wymiarach. Przedstawiają zmianę cen nieruchomości w danym okresie, przez co pozwalają, w szczególności, na bieżącą ocenę możliwości inwestycyjnych w danym segmencie rynku i dostarczają danych do porównań między różnymi klasami aktywów na rynku finansowym. W Polsce, jak dotąd, brak takiego narzędzia wspomagającego decyzje inwestycyjne, co jest istotną barierą efektywnego włączania nieruchomości do portfela inwestycyjnego¹.

Ze względu na cel i ograniczoną objętość artykułu metody określenia indeksów cen nieruchomości zostaną przedstawione w syntetycznym zakresie. Poniżej ukazano metody, które zostały opisane w dostępnej literaturze przedmiotu.

Badanie dynamiki cen nieruchomości jest zadaniem trudnym ze względu na heterogeniczność mieszkań i małą liczbę transakcji mieszkaniowych, utrudniającą zbudowanie próby danych reprezentatywnej w każdym z okresów (indeksy są określane z różną częstotliwością, np. miesięczną, kwartalną). Sposób określania indeksu cen nieruchomości zależy od rodzaju, dostępności i jakości danych oraz celu analizy. W przypadku braku dostatecznych danych o cenach i cechach nieruchomości stosowane są najprostsze metody, ale jednocześnie najmniej wiarygodne, a mianowicie²:

1. Metoda średniej lub mediany – przedstawia dynamikę wartości średniej analizowanych cen nieruchomości lub mediany. Ujęcie zmiany cen nieruchomości w tej metodzie obarczone może być wysokim błędem. Najlepiej metoda ta odwzorowuje dynamikę cen dużych prób na rynkach homogenicznych, zwykle lokalnych.
2. Metoda śledzenia ceny reprezentatywnej nieruchomości, której cechy najlepiej odzwierciedlają dany rynek. W przypadku niewielkiej liczby transakcji stosuje się wycenę dokonywaną przez rzeczoznawcę. Metodę tę stosuje

¹ K. Urban: Metodyczne podstawy konstrukcji indeksów rynku nieruchomości. „Finansowanie Nieruchomości” 2009, nr 2, s. 18.

² J. Łaszek, M. Widłak: Badanie cen na rynku mieszkań prywatnych zamieszkałych przez właściciela z perspektywy banku centralnego. „Bank i Kredyt” 2008, nr 8, s. 16.

się w Niemczech do określania wielu indeksów cen średnich dla typowych mieszkań w danym regionie.

Wśród metod złożonych, uwzględniających oprócz cen nieruchomości także ich atrybuty, wyróżnić można następujące³:

1. Metoda stratyfikacji i średniej ważonej – polega na losowaniu próby pod względem cech nieruchomości, różnicujących ceny w takich proporcjach, jakie występują w całej populacji. Następnie dokonuje się podziału próby na mniejsze grupy homogeniczne, ustala się dla nich średnie lub mediany oraz agreguje przy użyciu wag.
2. Metoda regresji powtórnej sprzedaży – polega na śledzeniu zmian cen nieruchomości będących przedmiotem obrotu więcej niż jeden raz, przy założeniu niezmienności cech nieruchomości będących przedmiotem analizy w badanym okresie.
3. Metody hedoniczne (ze zmiennymi zero-jedynkowymi czasu, metoda imputowana, indeksy cen charakterystyk) umożliwiają porównywalność nieporównywalnych nieruchomości mieszkaniowych poprzez wycenę poszczególnych atrybutów nieruchomości i odseparowanie wpływu tych atrybutów na zmianę ceny od samej czystej zmiany ceny wynikającej z innych czynników. W modelach hedonicznych zakłada się, iż wartość mieszkania wynika z wartości, jakie mają dla nabywcy/użytkownika poszczególne atrybuty nieruchomości. Wycena wartości poszczególnych cech mieszkania i określenie zależności funkcyjnej między atrybutami a całkowitą ceną mieszkania umożliwia oznaczenie ceny dowolnego mieszkania. Dzięki temu możliwe jest opracowanie indeksów cen kontrolujących zmiany jakościowe mieszkań.
4. Metody mieszane umożliwiają wyznaczenie indeksów hedonicznych dla poszczególnych grup rynku (np. regionów geograficznych), a następnie zagregowanie ich za pomocą średniej ważonej.

W praktyce, wobec propozycji licznych metod ustalania indeksu cen istotne jest, by stosowana metoda możliwie dokładnie odzwierciedlała rzeczywistość. Ważne jest zatem poznanie cech, a zwłaszcza zalet i wad stosowania podstawowych metod określania indeksów cen nieruchomości (tabela 1).

³ Szerzej metody te opisane są w następujących publikacjach: J. Łaszek, M. Wiślak: Op. cit., s. 17-18; R. Trojanek: Wahania cen na rynku mieszkaniowym. Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2008, s. 49; E. Tomczyk, M. Wiślak: Konstrukcja i własności hedonicznego indeksu cen mieszkań dla Warszawy. „Bank i Kredyt” 2010, nr 1, s. 102; M. Wiślak: Metody wyznaczania hedonicznych indeksów cen jako sposób kontroli zmian jakości dóbr. „Wiadomości Statystyczne” 2010, nr 9(592), s. 2.

Tabela 1

Rodzaje indeksów cen nieruchomości według kryterium podstawy ich tworzenia – wady i zalety

Rodzaje indeksów		Zalety	Wady
Indeks oparty na metodzie wyceny		Profesjonalna ocena rynku dokonana przez rzeczoznawców majątkowych obrazuje zmiany wartości rynkowej	Wykorzystanie efektu wygładzania zwiększające ryzyko błędu
Indeksy określone na podstawie cen transakcyjnych	Indeks oparty na metodzie przeciętnych cen transakcyjnych	Najprostsza konstrukcja oparta na dokonywanych transakcjach	Brak uwzględnienia czynników cenotwórczych i wyodrębnienia czystego wzrostu
	Indeks oparty na metodzie ceny hedonicznej	Uwzględnienie czynników cenotwórczych i wyodrębnienie czystego wzrostu	Ograniczone bazy danych zawierających opisy cech danych nieruchomości
	Indeks oparty na metodzie co najmniej dwukrotnej sprzedaży	Możliwość wyodrębniania czystego wzrostu ceny nieruchomości	Ograniczona liczba nieruchomości będących przedmiotem minimum dwukrotnego obrotu

Źródło: Na podstawie K. Urbana: Metodyczne podstawy konstrukcji indeksów rynku nieruchomości. „Finansowanie Nieruchomości” 2009, nr 2, s. 20.

Wedle oceny K. Urbana, żadna z przytoczonych metod nie jest pozbawiona wad. W literaturze światowej najwyżej ocenianymi metodami są metody hedoniczne. W krajach o wypracowanych systemach gromadzenia danych na temat nieruchomości zwykle do określania indeksów cen nieruchomości wykorzystywane są właśnie te metody. Podstawowym warunkiem poprawnego ustalenia indeksu cen nieruchomości według metody hedonicznej jest dostępność odpowiedniej bazy danych.

2. Dostępność informacji o nieruchomościach w Polsce

2.1. Zakres informacji niezbędnych do wyznaczenia indeksu cen nieruchomości

Zakładając, iż metody hedoniczne relatywnie najdokładniej odzwierciedlają sytuację na rynku nieruchomości, przedmiotem zainteresowania nie są wyłącznie ceny mieszkań pozwalające na określenie indeksów cen metodami prostymi, lecz atrybuty nieruchomości o charakterze cenotwórczym. Z badań przeprowadzonych w Polsce i na świecie wynika, iż najważniejszymi cechami cenotwórczymi są⁴:

⁴ Badania przeprowadzone w 2008 i 2010 r. i opisane w następujących publikacjach: J. Łaszek, M. Widłak: Op. cit., s. 31; oraz E. Tomczyk, M. Widłak: Op. cit., s. 114.

- typ nieruchomości (mieszkania, domy jednorodzinne itd.),
- lokalizacja (określona dzielnicą i uwzględniająca takie czynniki jak: transport, odległość od centrum, infrastruktura społeczna, infrastruktura rozrywkowo-kulturalna, skład socjalny osiedla (budynku), dostęp do terenów zielonych),
- wielkość mieszkania (mierzona powierzchnią lub liczbą pokoi),
- wiek budynku (rok budowy),
- forma własności (rodzaj praw do nieruchomości),
- rodzaj kuchni,
- liczba kondygnacji budynku,
- standard wykończenia,
- technologia budowy,
- występowanie windy,
- dostępność garażu,
- dostępność komórki lokatorskiej,
- subiektywna ocena dzielnicy,
- subiektywna ocena położenia subdzielnicy w obrębie dzielnicy,
- ocena położenia mieszkania w budynku.

Należy zauważyć, że podane cechy mogą zmieniać się w czasie (np. na skutek deprecjacji zasobu lub jego modernizacji), a także zależeć od upodobań nabywców i sytuacji na rynkach lokalnych. Ponadto niektóre cechy charakteryzują się współliniowością, np. technologia budowy i rok budowy i w procesie estymacji jedna z nich zostałaby odrzucona. Niektóre cechy są też powiązane z obecnością innej, przykładem może być występowanie w budynku windy, podczas gdy liczba pięter wynosi powyżej czterech.

Cechy nieruchomości o charakterze cenotwórczym są w głównej mierze przedmiotem badań osób zajmujących się wyceną nieruchomości oraz analizą rynku. Godne odnotowania są badania preferencji potencjalnych szczecińskich nabywców nieruchomości na temat cech mających wpływ na wartość nieruchomości⁵. Warto również zapoznać się z opracowaniem na temat ekonometrycznego modelu wyceny nieruchomości, w którym przedstawiono zbiór cech rynkowych wpływających na cenę mieszkań w Łodzi⁶ i metod badania czynników wpływających na wartość lokali mieszkalnych we Wrocławiu⁷.

⁵ I. Foryś, S. Kokot: Preferencje potencjalnych nabywców w określaniu wag cech rynkowych nieruchomości. „Studia i Materiały TNN” vol. 16, nr 2, Olsztyn 2008, s. 45-61.

⁶ D. Wojtasik: Ekonometryczny model wyceny nieruchomości. „Wiadomości Statystyczne” 2007, nr 11, s. 14-26.

⁷ A. Zakręt: Metody badania czynników wpływających na wartość lokali mieszkalnych we Wrocławiu. W: Stan i tendencje rozwoju rynku nieruchomości. Red. H. Gawron. Zeszyty Naukowe nr 192. Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2011, s. 45-58.

2.2. Zawartość baz danych o nieruchomościach mieszkaniowych w Polsce

2.2.1. Ewidencja gruntów i budynków – ogólnopolska baza danych o nieruchomościach

Powyżej przedstawiono listę atrybutów nieruchomości, które stanowią o wartości nieruchomości. Poniżej zamierzam dokonać przeglądu dostępnych w Polsce baz informacji o nieruchomościach pod względem zbieżności zawartości baz z opisaną wcześniej listą atrybutów. Analizę należy rozpocząć od bazy prowadzonej przez administrację publiczną.

Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego i Budownictwa z dnia 29 marca 2001 r. w sprawie ewidencji gruntów i budynków (Dz.U. nr 38, poz. 454) zawiera opis sposobu prowadzenia ewidencji gruntów i budynków. Określone działania polegać mają na tworzeniu komputerowych baz danych ewidencyjnych oraz operatu ewidencyjnego, jak również systemu komputerowego, dzięki któremu możliwa jest aktualizacja bazy, generowanie raportów i udostępnianie danych ewidencyjnych. Główny geodeta kraju zgodnie z przepisami prawa „(...) inicjuje i koordynuje działania w zakresie tworzenia zintegrowanego systemu informacji o nieruchomościach oraz tworzy i utrzymuje, we współpracy z innymi organami administracji publicznej, infrastrukturę techniczną tego systemu”⁸.

Rozporządzenie oraz Instrukcja Techniczna G-5, będąca załącznikiem zarządzenia nr 16 głównego geodety kraju, wyszczególniają rodzaj danych, jakie gromadzić powinien starosta. Przedmiotem zainteresowania w niniejszym artykule są ceny i cechy nieruchomości mieszkaniowych, zatem dokonano przeglądu informacji gromadzonych na ten temat w Rejestrze Cen i Wartości Nieruchomości (RCiWN) w szczególności dla budynków i lokali.

Aneks nr 9: Standard wymiany danych rejestru cen i wartości nieruchomości w formacie SWDE/SWING w punkcie 4.1. wymienia dane, które powinny być zbierane na temat transakcji bądź wyceny nieruchomości⁹. W tabeli nr 2 przedstawiono wyłącznie te dane, które są przydatne do konstrukcji indeksów cen. Źródłem pochodzenia danych w przypadku nieruchomości mieszkaniowych są akty

⁸ Art. 7a pkt 5 ustawy z dnia 17 maja 1989 r. Prawo geodezyjne i kartograficzne, tekst ujednolicony. Dz.U. 2010, nr 193, poz. 1287 z późn. zm.

⁹ Zarządzenie nr 16 Głównego Geodety Kraju w sprawie wytycznych techniczno-organizacyjnych dotyczących prowadzenia ewidencji gruntów i budynków z dnia 3 listopada 2003 r. wraz z załącznikiem: Instrukcja Techniczna G-5, Ewidencja gruntów i budynków. Wyd. I. Główny Geodeta Kraju, Warszawa 2003, s. 216.

notarialne dostarczane do starostwa przez notariuszy, wyciągi z operatów szacunkowych dostarczane przez rzeczoznawców majątkowych po sporządzeniu wyceny nieruchomości oraz dokumentacja przetargowa. W przypadku notariuszy obowiązek przesłania staroście odpisów prawomocnych decyzji i orzeczeń oraz odpisów aktów notarialnych, z których wynikają zmiany danych objętych ewidencją gruntów i budynków, w terminie 30 dni od uprawomocnienia się tych dokumentów wynika z przepisów prawa¹⁰. W przypadku rzeczoznawców majątkowych nałożony został obowiązek przekazania organom prowadzącym kataster nieruchomości wyciągów z wykonanych przez siebie operatów szacunkowych w terminie 3 miesięcy od dnia ich sporządzenia¹¹. Zawartość wyciągu z operatu szacunkowego została określona bardzo ogólnie jako: cel wyceny, opisy nieruchomości oraz ich wartość. Szukając rozwinięcia tych ogólnych stwierdzeń w rozporządzeniu do powyższej ustawy, natrafiono wyłącznie na zapis: „Wyciąg, o którym mowa w art. 158 ustawy, zamieszcza się na początku operatu szacunkowego”¹². Przepisy prawa zatem nie definiują pojęcia „opis nieruchomości” i rzeczoznawca majątkowy może mieć w tym zakresie swobodę działania, co przekłada się na jakość i zupełność informacji o nieruchomościach w komputerowej bazie danych. Terminowość wywiązywania się ze swoich obowiązków w tym zakresie przez wspomniane dwie grupy zawodowe oraz wprowadzania przesłanych informacji do bazy danych przez pracowników starostwa stanowić powinno odrębny przedmiot badań.

Starostwa powiatowe, gromadząc dane na temat nieruchomości, pracują na systemach informatycznych pochodzących od różnych dostawców, a bazy tworzone w poszczególnych powiatach nie łączą się w jedną wspólną bazę. Możliwy jest jednak transfer danych utworzonych w jednym systemie informatycznym do drugiego dzięki Systemowi Informacji o Terenie (SIT). Pliki zapisywane w różnych systemach informatycznych w formatach SWDE/SWING 3.0¹³ kodują informacje na temat nieruchomości, pozwalając na reprezentację w pliku tekstowym obiektów przestrzennych i opisowych, co umożliwia wymianę danych pomiędzy bazami ewidencyjnymi.

Analizując metodą obserwacji bezpośredniej zawartość bazy danych ewidencyjnych pod względem ich przydatności w określaniu indeksu cen nieruchomości metodami hedonicznymi, zauważyć należy kilka istotnych problemów, a mianowicie:

¹⁰ Ustawa Prawo geodezyjne i kartograficzne, op. cit., art. 23.

¹¹ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami, tekst ujednolicony. Dz.U. 2010, nr 102, poz. 651 z późn. zm., art. 158 i art. 175 ust. 3.

¹² § 56.5 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego. Dz.U. 2004, nr 207, poz. 2109 ze zm.

¹³ SWDE – Standard Wymiany Danych Ewidencyjnych, SWING – Standard Wymiany Informacji Geodezyjnych, format SWDE jest podzbiorem SWING.

- brak jednej wspólnej bazy danych dla całego kraju,
- brak możliwości gromadzenia niezbędnych danych potrzebnych do określania hedonicznego indeksu cen nieruchomości (brak odpowiednich rekordów w systemie informatycznym do opisu cech nieruchomości wpływających w największym stopniu na wartość nieruchomości),
- nieaktualność danych wynikająca z opóźnień w dotarciu informacji do starostwa od momentu zaistnienia zdarzenia na rynku (w przypadku aktów notarialnych jeden miesiąc, w przypadku wyciągów z operatów szacunkowych do trzech miesięcy); okres ten może być dodatkowo opóźniony przez czas niezbędny do wprowadzenia danych do systemu informatycznego,
- brak precyzyjnych wymogów dla rzeczoznawców majątkowych i notariuszy w zakresie opisu nieruchomości pod względem istotnych cech nieruchomości,
- występowanie luk w informacjach gromadzonych na temat nieruchomości, co często uniemożliwia ich porównywalność,
- dane na temat cen transakcyjnych nieruchomości pochodzące z aktów notarialnych mogą nie odzwierciedlać aktualnych cen rynkowych (strony transakcji umawiają się na cenę niższą w celu obniżenia obciążeń podatkowych wynikających z transakcji kupna-sprzedaży nieruchomości),
- dane na temat wartości nieruchomości oszacowane przez rzeczoznawców majątkowych są obarczone subiektywizmem,
- ustawowe ograniczenie w dostępie do danych.

Wnioski powyższe, wynikające z bezpośrednich badań wyodrębnionych źródeł informacji o nieruchomościach, moim zdaniem dowodzą, iż ciągle ograniczona jest przydatność tego rodzaju bazy do określania indeksu cen nieruchomości metodami hedonicznymi.

2.2.2. Inne bazy danych

Analizując rynek nieruchomości, badacze często korzystają z cen ofertowych dostępnych w Internecie. Za pośrednictwem Internetu tworzone są portale agencji obrotu nieruchomościami oraz portale miejskie, w których istnieje możliwość zamieszczania ogłoszeń sprzedaży nieruchomości osób fizycznych i prawnych, jak również zawiadomień o sprzedaży mienia komunalnego. Niewątpliwą zaletą tej formy pozyskiwania danych jest dostępność i wielość informacji. Dane o cenach ofertowych uznawane są często za bardziej miarodajne w odzwierciedlaniu rzeczywistości, gdyż nie ulegają celowemu obniżaniu ze względów podatkowych. Informacje o cenach ofertowych są okresowo aktualizowane w miarę upływu terminu ekspozycji nieruchomości na rynku. Wadą danych ofertowych

jest powtarzalność informacji o nieruchomości w wielu serwisach ogłoszeniowych, brak jednolitości w nazewnictwie cech nieruchomości i w rangowaniu ocen cech rynkowych, co utrudnia gromadzenie danych w jednolitej formie tabelarycznej. Informacje ofertowe nacechowane są również subiektywizmem sprzedającego, często poprzez celowe upiększanie faktów dotyczących nieruchomości oraz pomijanie istotnych wad nieruchomości. W bazie danych utworzonej z ogłoszeń ofertowych trudno ustalić datę określenia ceny, a zebrane informacje o nieruchomościach są pełne luk.

Osobną bazę danych o nieruchomościach tworzą na własne potrzeby banki. Są to informacje o nieruchomościach gromadzone na potrzeby zabezpieczenia hipotecznego wynikające z wniosków kredytowych i wycen bankowych. Związek Banków Polskich jest właścicielem Systemu Analiz i Monitorowania Rynku Obrotu Nieruchomościami (AMRON). W bazie tej gromadzi się dane określające charakterystykę nieruchomości, lokalizację, informacje o cenach transakcyjnych z aktów notarialnych, wartości z wycen (głównie na potrzeby bankowe), ofert lub innych wiarygodnych źródeł. Z systemu korzysta w głównej mierze środowisko bankowe, jak również instytucje zajmujące się analizą rynku obrotu nieruchomościami. Od września 2004 roku zgromadzono ponad milion rekordów, ale większość z nich dotyczy gruntów, a nie nieruchomości mieszkaniowych, co ogranicza przydatność tej bazy do konstrukcji indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych. System AMRON umożliwia generowanie różnych raportów. Na uwagę zasługuje Raport H, w którym zawarta jest historia danej nieruchomości, opis zmian fizycznych, wszystkie transakcje/zdarzenia związane z daną nieruchomością¹⁴. Informacje te mogłyby być cenne przy określaniu indeksu cen nieruchomości metodą powtórnej sprzedaży. Tak jak baza RCiWN, tak i baza AMRON nie jest pełna. Mimo iż wielość atrybutów może być przydatna do tworzenia indeksu, to istniejące luki w charakterystyce byłyby powodem do odrzucenia niektórych istotnych zmian opisujących nieruchomości i wpływających na ich wartość.

W Internecie tworzone są też inne komercyjne bazy danych o nieruchomościach. Przykładem jest Ośrodek Badań Rynku Nieruchomości, który monitoruje dane transakcyjne nieruchomości zlokalizowanych jednak tylko w Poznaniu i w powiatach satelitarnych¹⁵. Innym przykładem gromadzenia informacji o nieruchomościach jest inicjatywa Instytutu Rozwoju Miast polegająca na realizacji dwóch projektów¹⁶:

¹⁴ Więcej o systemie AMRON można dowiedzieć się ze strony internetowej www.amron.pl.

¹⁵ Więcej o Ośrodku Badań Rynku Nieruchomości można przeczytać na stronie internetowej www.ebaza.obrn.pl.

¹⁶ M.W. Wierchowski: Internetowe bazy danych o nieruchomościach w Polsce. „Świat Nieruchomości” 2011, nr 77, s. 18-22.

1. Monitoring polskiego rynku nieruchomości za lata 2008-2010, kierownik projektu prof. dr hab. L. Kałkowski;
2. Internetowa baza danych o gruntach dla budownictwa mieszkaniowego w Polsce, kierownik projektu M.W. Wierchowski.

Ze względu na objętość artykułu autorka odsyła czytelnika do literatury źródłowej oraz strony internetowej www.mprn.pl.

Wśród innych ważniejszych źródeł informacji o nieruchomościach mieszkaniowych wymienić należy zasoby spółdzielni mieszkaniowych oraz bazy danych o cenach i wartościach nieruchomości gromadzone przez rzeczoznawców majątkowych. Rzeczoznawcy majątkowi, tworząc stowarzyszenia lub odrębne grupy, dzielą zwykle województwo na mniejsze obszary, z których pozyskują dane na temat nieruchomości z aktów notarialnych i wprowadzają je do programu komputerowego WALOR, tworząc własną bazę. Następnie poprzez system Partner sygnatariusz przesyła dane z danego obszaru do innych rzeczoznawców z grupy, w zamian otrzymując dane z pozostałych obszarów objętych badaniem przez rzeczoznawców z danej grupy. Rzeczoznawcy nie tworzą w ten sposób bazy ogólnopolskiej, lecz bazy regionalne, zwykle obejmujące obszar jednego województwa. Obowiązkiem sygnatariusza jest wprowadzanie danych na bieżąco do systemu, lecz pojawienie się informacji o danej transakcji w systemie jest zawsze opóźnione, co spowodowane jest faktem, iż akt notarialny najpierw musi zostać zarejestrowany w wydziale geodezji starostwa powiatowego, następnie spisany przez rzeczoznawcę i w kolejności wprowadzony do systemu. Oceniając jakość tej bazy danych, należy zauważyć pewną wadę – informacje w niej zawarte mogą być niepełne, w przypadku gdy sygnatariusz nie dołoży należytej staranności w czytaniu aktów notarialnych, bądź gdy dane są niedostępne. Zaletą z kolei tej bazy danych jest zobowiązanie wszystkich rzeczoznawców majątkowych z danej grupy do uzupełniania rekordów o ewentualne dodatkowe, sprawdzone informacje o nieruchomościach, wykraczające poza zapisy z aktów notarialnych.

2.2.3. Porównanie zawartości baz danych

Opisane wyżej bazy danych poddano analizie pod względem możliwości gromadzenia informacji niezbędnych przy opracowywaniu indeksu cen nieruchomości opartych na metodach hedonicznych. W tym celu wyszczególniono 15 cech cenotwórczych opisanych w punkcie 2.1 niniejszego artykułu i zaznaczono istnienie możliwości (✓) lub brak możliwości (-) wprowadzenia informacji o danej cenie nieruchomości do poszczególnych baz (tabela 2).

Tabela 2

Zestawienie zawartości głównych baz danych o nieruchomościach w Polsce w zakresie cech cenotwórczych nieruchomości

Lp.	Cechy cenotwórcze	RCiWN	Dane Ofertowe	AMRON	ProNET/WALOR
1	Typ nieruchomości	√	√	√	√
2	Lokalizacja (dzielnica, odległość od centrum, infrastruktura społeczna, infrastruktura rozrywkowo-kulturalna, skład socjalny osiedla/budynku, dostęp do terenów zielonych)	-	√	√	-
3	Wielkość mieszkania (mierzona powierzchnią lub liczbą pokoi)	√	√	√	√
4	Wiek budynku (rok budowy)	√*	√	√	√
5	Rodzaj prawa do lokalu	√	√	√	√
6	Rodzaj kuchni	-	√	-	√
7	Liczba kondygnacji budynku	√**	√	√	√
8	Standard wykończenia	-	√	-	-
9	Technologia budowy	√*	-	√	√
10	Występowanie windy	-	√		-
11	Dostępność garażu	√	√	√	√
12	Dostępność komórki lokatorskiej	√	√	√	√
13	Subiektywna ocena dzielnicy	-	√	√	-
14	Subiektywna ocena położenia subdzielnicy w obrębie dzielnicy	-	-	-	-
15	Ocena położenia mieszkania w budynku	-	√	-	-

* Informacja dostępna w Katalogu Obiektów Bazy Danych Ewidencyjnych.

** Kondygnacja.

Wszelkie zidentyfikowane bazy danych niestety nie spełniają wymogów kompletności informacji niezbędnych do tworzenia indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych przy użyciu metod hedonicznych. Bazy te są zwykle prowadzone lokalnie, dostęp do danych jest najczęściej ograniczony, dane nie są aktualizowane na bieżąco oraz nie zawierają wystarczająco dużo zmiennych (atrybutów), które wyjaśniałyby zmienność cen metra kwadratowego mieszkań na satysfakcjonującym poziomie współczynnika determinacji. W tabeli 3 dokonano oceny przydatności poszczególnych baz danych do konstrukcji indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych opartego na metodach hedonicznych, nadając oceny w przedziale od I – najwyższej do IV – najniższej.

Tabela 3

Ocena przydatności poszczególnych baz danych do konstrukcji indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych

Lp.	Wyszczególnienie	RCiWN	Dane ofertowe	AMRON	ProNET/ WALOR
1	Data zawarcia transakcji/ustalenia ceny	√	-	√*	√
2	Pełność informacji**	-	-	-	-
3	Aktualność informacji	-	-	-	-
4	Jedna wspólna baza dla całego kraju	-	-	√	-
5	Dostępność danych bez ograniczeń	-	√	-	-
6	Zawartość cech cenotwórczych w bazie zgodnie z tabelą nr 2	8/15	13/15	10/15	9/15
7	Źródła pochodzenia informacji	akty notarialne, wyciągi z operatów szacunkowych, dokumentacja przetargowa	Ogłoszenia	akty notarialne, operaty szacunkowe, biura pośrednictwa w obrocie nieruchomościami, banki, rzeczoznawcy majątkowi	akty notarialne
Ocena przydatności bazy do konstrukcji IC metodami hedonicznymi		III	IV	I	II

* Z wyjątkiem informacji z biur pośrednictwa w obrocie nieruchomościami.

** Nie wszystkie cechy cenotwórcze możliwe do wprowadzenia są informacjami obligatoryjnymi w bazie. Zdarza się, że informacje dodatkowe są pomijane przy wprowadzaniu lub niedostępne.

Zdaniem autorki niniejszego artykułu nie istnieje jeszcze krajowa baza danych, która w pełni odpowiada wymaganiom stawianym przez metody hedoniczne do konstrukcji indeksu cen nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Najwyżej oceniono bazę AMRON, która jako jedyna jest bazą ogólnopolską, a nie regionalną. Zawiera możliwości wprowadzania dużej liczby atrybutów nieruchomości, które wpływają na jej wartość. W chwili obecnej jednak większość danych w tej bazie dotyczy gruntów, więc do konstrukcji indeksów cen nieruchomości mieszkaniowych ma mniejsze zastosowanie. Najniżej oceniono bazę danych ofertowych. Mimo iż zawiera największą liczbę atrybutów, to dyskwalifikuję tę bazę trudność w ustaleniu daty określenia ceny, a przy konstrukcji indeksów cen data ma znaczenie kluczowe.

Podsumowanie

Stan wiedzy o nieruchomościach i możliwość dokonywania bieżących analiz rynku nieruchomości są uwarunkowane istnieniem właściwej bazy danych. Właściwą bazę danych należy zdefiniować jako zbiór informacji o cenach nieruchomości i cechach mających istotny wpływ na wartość nieruchomości. Baza danych, która umożliwiłaby prowadzenie badań nad rynkiem nieruchomości w Polsce, powinna zawierać opis cech cenotwórczych nieruchomości, powinna być jednorodna dla całego kraju, pozbawiona braków danych oraz na bieżąco aktualizowana. Badania prowadzone w oparciu o właściwą bazę danych umożliwiłyby określanie indeksów cen nieruchomości opierających się na metodach hedonicznych, poszerzały bieżącą analizę rynku nieruchomości, służyły gospodarce nieruchomościami i podejmowaniu właściwych decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości. Tylko prawidłowo określone indeksy cen nieruchomości dają miarodajny obraz sytuacji na rynku nieruchomości i pozwalają podejmować właściwe decyzje uczestnikom rynku. Indeksy cen określone za pomocą metod hedonicznych przedstawiają „czystą” zmianę cen nieruchomości. Badania polskich ośrodków naukowych i instytucji powinny zmierzać w kierunku określania indeksów cen w oparciu o metody hedoniczne, natomiast prace administracyjne ukierunkować należy na utworzenie niezbędnej bazy danych.

Literatura

Wydawnictwa zwarte i ciągle

- Foryś I., Kokot S.: Preferencje potencjalnych nabywców w określaniu wag cech rynkowych nieruchomości. „Studia i Materiały TNN” 2008, Vol. 16, nr 2.
- Łaszek J., Widłak M.: Badanie cen na rynku mieszkań prywatnych zamieszkałych przez właściciela z perspektywy banku centralnego. „Bank i Kredyt” 2008, nr 8.
- Tomczyk E., Widłak M.: Konstrukcja i własności hedonicznego indeksu cen mieszkań dla Warszawy. „Bank i Kredyt” 2010, nr 1.
- Trojanek R.: Wahania cen na rynku mieszkaniowym. Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2008.
- Urban K.: Metodyczne podstawy konstrukcji indeksów rynku nieruchomości. „Finansowanie Nieruchomości” 2009, nr 2.

- Widłak M.: Metody wyznaczania hedonicznych indeksów cen jako sposób kontroli zmian jakości dóbr. „Wiadomości Statystyczne” 2010, nr 9(592).
- Wierzchowski M.W.: Internetowe bazy danych o nieruchomościach w Polsce. „Świat Nieruchomości” 2011, nr 77.
- Wojtasik D.: Ekonometryczny model wyceny nieruchomości. „Wiadomości Statystyczne” 2007, nr 11.
- Zakręt A.: Metody badania czynników wpływających na wartość lokali mieszkalnych we Wrocławiu. W: Stan i tendencje rozwoju rynku nieruchomości. Red. H. Gawron. Zeszyty Naukowe nr 192, Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2011.

Akty prawne

- Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego i Budownictwa z dnia 29 marca 2001 r. w sprawie ewidencji gruntów i budynków. Dz.U. z 2001 r., nr 38, poz. 454.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 21 września 2004 r. w sprawie wyceny nieruchomości i sporządzania operatu szacunkowego. Dz.U. z 2004 r., nr 207, poz. 2109 ze zm.
- Ustawa o gospodarce nieruchomościami z dnia 21 sierpnia 1997 r., tekst ujednolicony. Dz.U. z 2010 r., nr 102, poz. 651 z późn. zm.
- Ustawa Prawo geodezyjne i kartograficzne z dnia 17 maja 1989 r., tekst ujednolicony. Dz.U. z 2010 r., nr 193, poz. 1287 z późn. zm.
- Zarządzenie nr 16 Głównego Geodety Kraju w sprawie wytycznych techniczno-organizacyjnych dotyczących prowadzenia ewidencji gruntów i budynków z dnia 3 listopada 2003 r. wraz z załącznikiem: Instrukcja Techniczna G-5, Ewidencja gruntów i budynków. Wyd. I. Główny Geodeta Kraju, Warszawa 2003.

Witryny internetowe

- Witryna internetowa bazy nieruchomości – monitoring polskiego rynku nieruchomości: www.mprn.pl.
- Witryna internetowa Centrum AMRON: www.amron.pl.
- Witryna internetowa Ośrodka Badań Rynku Nieruchomości: www.ebaza.obrn.pl.

THE POSSIBILITY OF THE RESEARCH INTO REAL ESTATE PRICE INDEX IN POLAND

Summary

Real estate price index is a research tool very well known all over the world, especially in developed countries. Together with development of real estate market in Poland the need of creating a real estate price index arises. There are however some obstacles – one of them stems from difficulty with accessing essential information regarding prices and features of the real estates.

Studies conducted by polish research institutes should aim at defining real estate price index basing on the hedonic methods, whereas all the administrative activities should concentrate on creating general real estates database, which would include information essential for defining the price index.

Marek Uryniak

Państwowa Wyższa Szkoła Techniczno-Ekonomiczna w Jarosławiu

WYBRANE ASPEKTY OCENY EKONOMICZNEJ EFEKTYWNOŚCI INWESTYCJI W NIERUCHOMOŚCI KOMERCYJNE Z WYKORZYSTANIEM OPCJI RZECZOWYCH

Wprowadzenie

Wybór określonego kierunku inwestowania jest efektem wieloetapowego procesu, którego istotnym elementem jest ocena ekonomicznej efektywności inwestycji w oparciu o określone kryteria (najczęściej finansowe), przyjęte w momencie projektowania inwestycji. Taka ocena będzie niepełna bez uwzględnienia ryzyka i niepewności. W dotychczasowej praktyce oceny ekonomicznej efektywności inwestycji wykorzystywanych jest wiele metod, uwzględniających w tej ocenie ryzyko i niepewność, jednak w stosunku do powszechnie stosowanych klasycznych metod wskazuje się różnego rodzaju niedoskonałości¹. Ich identyfikacja jest podstawą poszukiwań nowych metod oceny efektywności inwestycji ograniczających te niedoskonałości, pozwalających równocześnie na uwzględnienie w tej ocenie ryzyka i niepewności.

Efektem tych poszukiwań są opcje rzeczowe² (*real options*), które rozwinęły się na bazie finansowych instrumentów pochodnych. W przypadku inwestycji o charakterze rzeczowym metoda opcji rzeczowych pozwala na formułowanie i ocenę projektów inwestycyjnych posiadających określone cechy.

¹ J. Mun: *Real Options Analysis. Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments*. John Wiley & Sons Ins., Hoboken 2002, s. 59.

² Pojęcie *real options* użyte zostało po raz pierwszy przez S.C. Myersa. S.C. Myers: *Determinants of Corporate Borrowing*. „*Journal of Financial Economics*” 1977, Vol. 5, No. 2, s. 147-175.

1. Specyfika inwestycji w nieruchomości komercyjne

Człowiek wykorzystuje nieruchomości (świadomie bądź nieświadomie) w wielu (jeśli nie we wszystkich) aspektach życia społeczno-gospodarczego. W świetle obowiązującej w Polsce definicji nieruchomości³ można je ogólnie podzielić na nieruchomości gruntowe, budynki oraz lokale. Uwzględnienie funkcji pełnionych przez nieruchomości pozwala wyodrębnić nieruchomości mieszkaniowe, rolne i leśne, przemysłowe, rekreacyjne i wypoczynkowe, specjalnego przeznaczenia oraz komercyjne. Gdy tym kryterium będzie możliwość osiągania dochodu, nieruchomości podzielić można na komercyjne, spekulacyjne oraz kapitałowe⁴. Podobnie jak w przypadku podstawowego podziału nieruchomości, nieruchomości komercyjne stanowią zbiór różnego rodzaju obiektów, do którego należą m.in.⁵:

- nieruchomości biurowe,
- nieruchomości handlowe,
- nieruchomości usługowe.

Reasumując, nieruchomości komercyjne mają zdolności do generowania dochodów⁶ oraz mogą być traktowane jako długoterminowa lokata kapitału⁷.

Powszechność wykorzystania nieruchomości w działalności gospodarczej pozwala je opisać za pomocą wielu pełnionych przez nie funkcji⁸. Wynikają one z posiadanej przez nieruchomość wartości użytkowej, która implikuje sposób ich gospodarczego wykorzystania⁹.

Powyższe uwagi oraz obserwacja działalności gospodarczej uprawniają do stwierdzenia, że nieruchomości stanowią jeden z podstawowych kierunków inwestowania. W ogólnym ujęciu inwestycje to każde zaangażowanie kapitału, które służy jego powiększeniu lub nakłady ponoszone w celu uzyskania w przyszłości

³ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Dz.U. z dnia 18 maja 1964 r. z późn. zm.

⁴ K. Kwiatkowska: Obrót nieruchomościami komercyjnymi. Wyższa Szkoła Gospodarowania Nieruchomościami w Warszawie, materiały powielane, s. 6.

⁵ Zarządzanie nieruchomościami komercyjnymi. Red. I. Foryś. Poltext, Warszawa 2006, s. 15.

⁶ H. Gawron podzielił nieruchomości budowlane na niedochodowe (użyteczności publicznej, mieszkania własnościowe i socjalne) oraz dochodowe (mieszkania na wynajem, biurowe, handlowe, produkcyjne, usługowe itp.). H. Gawron: Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości. Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2006, s. 10.

⁷ M. Uhruska: Identyfikacja możliwości kształtowania wartości rynkowej nieruchomości komercyjnych. „Świat Nieruchomości” 2007, nr 61, s. 26.

⁸ Por. m.in.: Podstawy zarządzania nieruchomościami. Red. M. Bryx. Poltext, Warszawa 2000, s. 16; E. Rucharska-Stasiak: Nieruchomość w gospodarce rynkowej. WN PWN, Warszawa 2006, s. 18.

⁹ R. Matkowski: Zarządzanie nieruchomościami. SGH, Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Warszawa 2004, materiały powielane, s. 10.

określonych korzyści¹⁰. Takie ujęcie inwestycji koresponduje z kryterium wyodrębnienia nieruchomości komercyjnych związanym z możliwością osiągania dochodów.

Inwestowanie w nieruchomości komercyjne ma charakter inwestycji rzeczowej, ale także finansowej. Z jednej strony inwestorzy ponosić będą określone nakłady inwestycyjne na wytworzenie, odtworzenie, modernizację itp. określonych zasobów nieruchomości. W innym przypadku nakłady inwestycyjne związane będą z lokowaniem środków finansowych w projektowanych lub już istniejących nieruchomościach w celu ograniczania ryzyka, pomnażania kapitału itp. na zasadzie współwłasności.

Podjęcie decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości jest procesem złożonym. Wynika to głównie z posiadanych przez nieruchomości cech, a przede wszystkim dużej kapitałochłonności inwestycji w nieruchomości, wysokich kosztów transakcyjnych oraz małej płynności nieruchomości¹¹. Ta wysoka kapitałochłonność w powiązaniu z ryzykiem inwestowania powoduje, że okres zwrotu zaangażowanego kapitału jest relatywnie długi, a inwestor zarabia na wyłożonym kapitale dopiero po tym okresie¹². Uogólniając, podjęcie decyzji dotyczącej inwestycji jest najważniejszym etapem w procesie inwestycyjnym. O tym jednak, czy konkretna nieruchomość komercyjna powinna być brana pod uwagę jako przedmiot inwestowania, decyduje wynik rachunku ekonomicznej efektywności inwestycji, który ma umożliwić odpowiedź na pytanie, czy dana inwestycja jest opłacalna, czy też nie (z punktu widzenia oceny finansowej). Taka ocena, przeprowadzona na podstawie prognozowanych efektów związanych z realizacją określonej inwestycji, musi uwzględniać ryzyko i niepewność, ponieważ mogą one w istotny sposób wpływać na rzeczywistą wartość projektu inwestycyjnego.

W przypadku nieruchomości komercyjnych zarówno makroekonomiczne¹³, jak i mikroekonomiczne¹⁴ czynniki wpływają na wielkość ryzyka. Nie jest jednak

¹⁰ Ibid., s. 23.

¹¹ E. Kucharska-Stasiak: Wartość nieruchomości jako kryterium podejmowania decyzji inwestycyjnych. W: Wybrane aspekty inwestowania na rynku nieruchomości. Red. M. Bryx. Poltext, Warszawa 2001, s. 209.

¹² E. Kucharska-Stasiak: Uwarunkowania podejmowania decyzji rozwojowych na rynku nieruchomości. W: Współczesne kierunki inwestowania – formy i efekty. Red. H. Henzel. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2005, s. 15.

¹³ K. Szmyt-Śmietana: Ryzyko inwestycyjne w transakcjach na rynku nieruchomości. W: Teoria i praktyka procesów inwestycyjnych. Red. K. Marcinek. „Studia Ekonomiczne” 1999, nr 6, s. 113, za: H. Henzel, J. Konowalczyk: Ryzyko inwestowania w nieruchomości komercyjne. W: Ryzyko w działalności inwestycyjnej – aspekty teoretyczne i praktyczne. Tom 2. Red. H. Henzel. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2009, s. 26.

¹⁴ Inwestowanie w nieruchomości. Red. E. Kucharska-Stasiak. Instytut Nieruchomości VALOR, Łódź 1999, s. 32.

możliwe wskazanie jednej uniwersalnej listy określonych ryzyk do wszystkich nieruchomości komercyjnych, ponieważ każda nieruchomość jest inna.

2. Ocena ekonomicznej efektywności inwestycji w nieruchomości komercyjne

Uwzględniając powyższe uwagi należy stwierdzić, że podjęcie decyzji inwestycyjnej wymaga od decydenta kompleksowej wiedzy związanej z konkretnym projektem inwestycyjnym. Podstawowy problem, przed którym stoi decydent, to wybór właściwego kryterium podjęcia decyzji inwestycyjnej. Dotychczasowe doświadczenia w tym zakresie wskazują, że jest nim kryterium finansowe, czyli decyzja o realizacji lub odrzuceniu projektu inwestycyjnego dokonywana jest na podstawie wyników uzyskanych po przeprowadzeniu rachunku ekonomicznej efektywności inwestycji.

W ogólnym ujęciu rachunek ekonomicznej efektywności inwestycji to ogół obliczeń mających na celu porównanie efektów uzyskanych w okresie eksploatacji ze zrealizowanej inwestycji z nakładami niezbędnymi do ich osiągnięcia¹⁵. W innym ujęciu rachunek efektywności przedsięwzięć inwestycyjnych obejmuje przygotowanie danych i sporządzenie oceny opłacalności przedsięwzięć inwestycyjnych, z uwzględnieniem ryzyka związanego z ich realizacją oraz podjęcie na tej podstawie określonej decyzji inwestycyjnej¹⁶. Takie określenie rachunku ekonomicznej efektywności inwestycji pozwala przeprowadzić ocenę projektu inwestycyjnego z wykorzystaniem wielu metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji.

Zagrożenia związane z podjęciem niewłaściwej decyzji inwestycyjnej stały u podstaw poszukiwania „lepszyc” metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji, wśród których coraz częściej proponuje się metodę opcji rzeczowych.

Istotą opcji rzeczowej jest prawo (a nie obowiązek) do podjęcia pewnych działań w przyszłości. Posiadacz opcji korzysta z tego prawa (tzn. opcja jest wykonywana), gdy jest to dla niego korzystne. Ta istotna uwaga sprawia, że decydent/inwestor w inny sposób podchodzi do projektu inwestycyjnego, to znaczy w sposób ciągły analizuje osiągnane wyniki z projektu oraz sytuację w jego otoczeniu, aby dynamicznie wpływać na jego kształt.

¹⁵ H. Kryński: Rachunek ekonomicznej efektywności zamierzeń inwestycyjnych. PWE, Warszawa 1978, s. 24.

¹⁶ S. Wrzosek: Ocena efektywności rzeczowych inwestycji przedsiębiorstw. Sygma, Wrocław 1994, s. 15.

Ta specyfika opcji rzeczowych powoduje, że dotychczasowe kryterium podziału metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji na metody statyczne i dynamiczne traci swoją ważność.

W tym kontekście na uwagę zasługuje nowy sposób ujęcia ogólnej klasyfikacji metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji zaproponowany przez K. Pere¹⁷.

Stopień złożoności proceduralnej ↑	DYNAMIZM DRUGIEGO STOPNIA strategiczna wartość projektu	– wartość opcyjna ROV, – wycena opcji rzeczowych, – analiza symulacyjna
	DYNAMIZM PIERWSZEGO STOPNIA metody dyskontowe	– zmodyfikowana wewnętrzna stopa zwrotu MIRR, – zmodyfikowana wartość bieżąca MNPV, – wewnętrzna stopa zwrotu IRR, – wartość bieżąca netto NPV
	METODY STATYCZNE	– proste stopy zwrotu: ROA, ROE, ROI, – prosty okres zwrotu

↑
Wartość poznawcza uzyskanych wyników

Rys. 1. Struktura metod oceny efektywności projektów inwestycyjnych

Źródło: K. Pera: Zintegrowana ocena efektywności finansowej surowcowego projektu inwestycyjnego. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2010, s. 150.

Uwzględniając powyższe ujęcie klasyfikacji metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji, obowiązujący dotychczas podział metod ekonomicznej efektywności inwestycji na statyczne i dynamiczne należy uznać za zbyt ogólny. Dotyczy to w szczególności metod dynamicznych, a zwłaszcza określenia „dynamicznych”. Ma to swoje uzasadnienie w stwierdzeniu, że „metody oceny projektów inwestycyjnych można uznać za dynamiczne dopiero wówczas, gdy ocena polega na wartościowym wyrażeniu wielu możliwych scenariuszy realizacji inwestycji i pozwala na wycenę elastyczności projektu”¹⁸, a nie w odniesieniu do metod bazujących na „dynamicznym” uwzględnianiu czynnika czasu w rachunku efektywności inwestycji dzięki dyskontowaniu przepływów pieniężnych.

W praktyce oceny ekonomicznej efektywności inwestycji w nieruchomości komercyjne wykorzystywane są metody oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych (DCF), a zwłaszcza metody NPV oraz IRR¹⁹. Ich zastosowanie

¹⁷ Ibid., s. 148.

¹⁸ Ibid.

¹⁹ W literaturze przedmiotu metody oceny ekonomicznej efektywności inwestycji są szczegółowo opisane. Por. m.in.: W. Pluta, T. Jajuga: Inwestycje. Capital budgeting – budżetowanie kapitałowe. Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1995, s. 31 i nast.; E. Nowak, E. Pielichaty, M. Poszwa: Rachunek opłacalności inwestowania. PWE, Warszawa 1999, s. 259 i nast.; W. Kurek: Metody oceny..., op. cit., s. 94 i in.

wymaga uwzględniania w ocenie ekonomicznej efektywności inwestycji ryzyka i niepewności towarzyszących projektom inwestycyjnym. Nieuwzględnienie ich w tej ocenie może być przyczyną błędnej oceny projektu inwestycyjnego prowadzącej do podjęcia niewłaściwej decyzji związanej z realizacją projektu inwestycyjnego. Obok wielu dotychczas stosowanych metod uwzględniających ryzyko i niepewność w ocenie ekonomicznej efektywności inwestycji, coraz częściej wykorzystywane są także opcje rzeczowe²⁰.

Zauważyć należy, że powyższy podział na trzy grupy metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji nie jest rozłączny. W celu podjęcia właściwej decyzji inwestycyjnej projekty inwestycyjne należałoby oceniać metodami zakwalifikowanymi do obu kategorii dynamizmu, tzn. pierwszego i drugiego stopnia, biorąc pod uwagę ich zalety i wady.

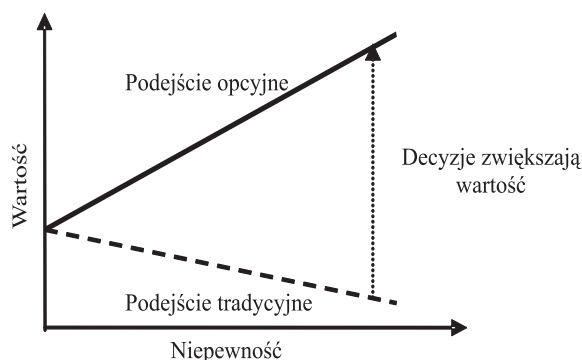
3. Opcje rzeczowe w ocenie ekonomicznej efektywności inwestycji w nieruchomości komercyjne

Przedstawiony w poprzednim punkcie ogólny podział metod oceny ekonomicznej efektywności inwestycji pokazuje, że metody oparte na zdyskontowanych przepływach pieniężnych nie tracą na znaczeniu. Opcje rzeczowe, wykorzystywane coraz częściej, pozwalają na wycenę tzw. elastyczności projektu. Chodzi tutaj o możliwość dynamicznego zarządzania projektem inwestycyjnym w okresie jego eksploatacji i reagowania na niekorzystne zjawiska, które wpływają na jego efektywność.

Opcja rzeczowa ma szczególną wartość, gdy działalność, której dotyczy, charakteryzuje się wysoką niepewnością lub gdy rynek jest zmienny – wynika to z faktu, że niepewność tworzy wartość. W takim ujęciu prawidłowe wykorzystanie opcji może tylko zwiększyć wartość inwestycji²¹. Zależność między wartością projektu a towarzyszącą mu niepewnością ilustruje rys. 2.

²⁰ K. Marcinek: *Finansowa ocena inwestowania w nieruchomości komercyjne*. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2009, s. 138 i nast.

²¹ T. Jajuga: *Strategiczne zarządzanie ryzykiem przedsiębiorstwa a opcje rzeczowe*. W: *Zarządzanie finansami, klasyczne zasady – nowoczesne narzędzia*. Tom 2. Red. D. Zarzecki. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2002, s. 79.



Rys. 2. Wpływ niepewności na wartość aktywów

Źródło: M. Amram, N. Kulatilaka: *Real Options. Managing Strategic Investment in an Uncertain World*. Harvard Business School Press, Boston 1999, s. 15.

W tradycyjnym podejściu do wyceny wartości aktywów wyższemu poziomowi niepewności towarzyszy niższa wartość aktywów. Podejście oparte na wykorzystaniu opcji rzeczowych pokazuje, że wzrost niepewności prowadzi do wzrostu wartości aktywów w przypadku rozpoznania i wykorzystania opcji do elastycznej reakcji na rozwój wypadków.

W odróżnieniu od klasycznych metod oceny projektów inwestycyjnych, które umożliwiają podjęcie decyzji o jej realizacji bądź odrzuceniu, opcje rzeczowe charakteryzują się tym, że:

- decydent, zdając sobie sprawę, że podejmuje decyzję w warunkach niepewności, stara się uwzględnić możliwości, jakie się otwierają na skutek podjęcia przez niego określonej decyzji, a także wzajemne powiązania między tymi możliwościami,
- wykorzystanie pewnych możliwości w przyszłości (skorzystanie z opcji) zależy od rozwoju sytuacji; zakłada się zatem zdolność decydenta do reakcji na zmiany zachodzące w otoczeniu²².

Uwzględniając omówioną powyżej istotę opcji rzeczowych, można stwierdzić, że ich zastosowanie w działalności gospodarczej ma kluczowe znaczenie w kontekście inwestycji realizowanych przez podmioty gospodarcze. Stosowany powszechnie mechanizm oceny projektu z wykorzystaniem zdyskontowanych strumieni pieniężnych nie jest wystarczający do podjęcia decyzji korzystnej z punktu widzenia maksymalizacji zysku przedsiębiorstwa poprzez realizowanie dochodowych inwestycji. W rzeczywistości występuje wiele obszarów problemowych, których analityk wykorzystujący modele zdyskontowanych przepływów

²² J. Mizerka: *Opcje rzeczywiste w finansowej ocenie efektywności inwestycji*. Wydawnictwo AE w Poznaniu, Poznań 2005, s. 62.

pieniężnych powinien być świadomy. Podstawowy dotyczy rzeczywistości gospodarczej, z wysokim poziomem ryzyka i niepewności w momencie podejmowania decyzji oraz możliwością elastycznego zarządzania i zmiany decyzji w sytuacji, gdy ta niepewność stanie się znana wraz z upływem czasu²³. Plan inwestycyjny oparty na przyszłych strumieniach wpływów i wydatków jest efektem optymalizacji, jednak przychody ze sprzedaży i zyski są obciążone niepewnością, a logika metody zdyskontowanych przepływów pieniężnych zakłada optymalny plan wydatków inwestycyjnych w powiązaniu ze spodziewanymi efektami. Ponadto kluczowe założenie metod opartych na zdyskontowanych przepływach to „idziemy naprzód”, skutkiem czego nie obejmują one wszystkich możliwych decyzji²⁴.

Niezwykle trudne jest sklasyfikowanie opcji rzeczowych w czytelny i jednoznaczny sposób. W krótkiej historii ich praktycznego wykorzystania pojawiło się wiele rodzajów opcji, a ich różnorodność związana jest z możliwościami działań inwestycyjnych na kolejnych etapach procesu inwestycyjnego. W zależności od uzyskanego rezultatu zrealizowanego etapu projektu inwestycyjnego oraz sytuacji rynkowej, inwestor może realizować kolejny etap projektu inwestycyjnego, odłożyć na później jego realizację, zaniechać realizacji projektu lub jego części itp.

Podstawowy podział opcji związany jest ze specyfiką projektu inwestycyjnego. Można wyróżnić opcje wewnętrzne (*inherent*) oraz kreowane (*created*). Opcja wewnętrzna związana jest z konkretnym projektem inwestycyjnym i tylko od oceniającego projekt inwestycyjny zależy, czy zostanie ona dostrzeżona. Jej przeciwieństwem jest opcja kreowana, to znaczy taka, która może zaistnieć po poniesieniu dodatkowych nakładów inwestycyjnych²⁵. Takie rozróżnienie wskazuje, że projekt sam w sobie może posiadać opcje lub na etapie planowania można „wbudować” w projekt inwestycyjny określone opcje.

Duża liczba rodzajów²⁶ opcji rzeczowych związana jest z charakterem podejmowanej, czy też prowadzonej już działalności inwestycyjnej oraz z oddziaływaniem na projekt inwestycyjny zmieniających się warunków zewnętrznych i wewnętrznych. Ocena stanu, w którym znajduje się projekt inwestycyjny, a w konsekwencji ograniczenie stopnia niepewności wynikające z identyfikacji źródeł ryzyka i niepewności, które w momencie podejmowania decyzji o realizacji projektu inwestycyjnego nie były znane, pozwalają decydom na przyjęcie

²³ J. Mun: Op. cit., s. 58.

²⁴ M. Amram: Value Sweep: Mapping Corporate Growth Opportunities. Harvard Business School Press, Boston 2002, s. 36.

²⁵ P. Ruijter, N. Janssen: (Real) options thinking and scenarios, <http://www.deruijter.net>.

²⁶ Por. m.in.: T.E. Copeland, P.T. Keenan: How much is flexibility worth?, „The McKinsey Quarterly” 1998, No. 2, s. 48; S.B. Petersen, P.C. Bason: What are real options? Definitions, Terminology, Types. „Essay Series”, s. 2 i in.

odpowiedniej strategii co do przyszłości projektu inwestycyjnego. Każda taka decyzja wymaga wyceny wartości projektu inwestycyjnego określonymi metodami²⁷.

Zastosowanie metody opcji rzeczowych do oceny inwestycji rzeczowych (w tym również inwestycji w nieruchomości komercyjne) wynika z samej specyfiki opcji rzeczowych, jak również cech, które muszą posiadać projekty inwestycyjne. Chodzi tutaj o elastyczność, nieprzewidywalność i zmienność projektu inwestycyjnego²⁸.

Spostrzeżenie, że elastyczność ma wartość, zostało przyjęte i zastosowane w kilkunastu przykładach architektonicznych. Wśród nich wymienić można m.in.: Millennium Laboratories of Cambridge w stanie Massachusetts – budynek laboratorium z możliwością zmiany specjalizacji na chemiczne lub biologiczne, w zależności od potrzeb biznesu, budynek przeznaczony na serwer telekomunikacyjny (Arrowstreet Architects) z możliwością zmiany na budynek biurowy²⁹. Możliwość zmiany powierzchni wykorzystywanych obecnie jako laboratorium na powierzchnie biurowe była przedmiotem analiz firmy BP³⁰.

Kolejny przykład dotyczy budowy parkingu wielopoziomowego. Elastyczność projektu w tym przypadku dotyczy sytuacji, w której inwestor, w zależności od popytu na miejsca parkingowe, może dobudować kolejne piętra parkingu lub zrezygnować z ich budowy. Jest to możliwe dzięki temu, że konstrukcję parkingu wykonano, zakładając, iż docelowo będzie miał więcej pięter. W przypadku wzrostu popytu na miejsca parkingowe możliwe będzie dobudowanie dodatkowych pięter parkingu³¹.

Inne przykłady dotyczą nieruchomości będących przedmiotem leasingu. W przypadku firm posiadających nieruchomości pod wynajem (leasing) opcje rzeczowe mogą być wykorzystane do wyceny wysokości rat leasingowych. Nieruchomości komercyjne obejmujące powierzchnie biurowe, handlowe, aparta-

²⁷ J.C. Cox, S.A. Ross, M. Rubinstein: Option Pricing: A Simplified Approach. „Journal of Financial Economics” September 1979, Vol. 7, s. 229-263; R. Ziarkowski: Opcje rzeczowe oraz ich zastosowanie w formułowaniu i ocenie projektów inwestycyjnych. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2004, s. 117.

²⁸ M.J. Mauboussin: Get real. Using real options in security analysis. „Frontiers of Finance” June 1999, Vol. 10, <http://www.captacolumbia.com>.

²⁹ L. Greden, L. Glicksman: A real options model for valuing flexible space. „Journal of Corporate Real Estate” 2005, Vol. 7, No. 1, s. 36.

³⁰ L. Greden, L. Glicksman: Options valuation of architectural flexibility: a case study of the option to convert to office space. Massachusetts Institute of Technology, Massachusetts 2004, s. 3 i nast.

³¹ R. de Neufville, S. Scholetes, T. Wang: Real options by spreadsheet: Parking garage case example. http://ardent.mit.edu/real_options/Real_opts_papers/Garage%20Case_Tech_Note%20Draft%20Final%20January.pdf.

menty i hotele reprezentują znaczącą część przestrzeni inwestycyjnej. Końcowa wartość nieruchomości komercyjnej wywodzi się z płatności czynszowych (leasingowych), które odzwierciedlają rynkowe ceny za wynajęcie powierzchni³².

Autor również podjął próbę wykorzystania opcji rzeczowych do oceny ekonomicznej efektywności inwestycji w nieruchomości komercyjne³³.

Podsumowanie

Wspomniana wcześniej wycena opcji rzeczowych zależy od wielu czynników. Podstawowy związany jest z rodzajem opcji (jednej lub kilku) branych pod uwagę w związku z realizacją konkretnego projektu inwestycyjnego. Wartość opcji rzeczowych można ustalić, wykorzystując wybrane podejścia, charakteryzujące się różnym poziomem trudności oraz jakości uzyskanych wyników³⁴.

Powodem ograniczonego stosowania opcji rzeczowych w praktyce jest niewątpliwie złożoność procesu wyceny z użyciem opcji rzeczowych, wymagająca od potencjalnego użytkownika zbyt wiele czasu na zgłębienie matematyczno-statystycznych niuansów tej metody, przez co są mało zrozumiałe i zbyt skomplikowane, aby je stosować³⁵.

Choć znaczne skomplikowanie procedur niezbędnych do prawidłowego zastosowania opcji jest istotnym ograniczeniem w ich rozpowszechnieniu, to rozpoznanie opcji rzeczowych może być niezwykle pomocne dla osób podejmujących decyzje w ocenie efektywności nowych projektów. Dotyczy to także zrozumienia, czy i kiedy kontynuować końcowe fazy rozpoczętych już projektów inwestycyjnych, szczególnie gdy ocena ich efektywności metodami klasycznymi wskazuje na NPV bliskie zeru, czyli gdy inwestycje te są bliskie progu rentowności³⁶.

³² S.R. Grenadier: An Equilibrium Analysis of Real Estate Leases. September 2003, <http://www.gsb.stanford.edu>.

³³ M. Uryniak: Ocena ekonomicznej efektywności inwestycji w nieruchomości komercyjne z wykorzystaniem koncepcji opcji rzeczowych. Praca doktorska. UE w Katowicach, Katowice 2011.

³⁴ A. Borison: Real Options Analysis: Where are the Emperor's Clothes? Presented at Real Options Conference, Washington, July 2003, s. 27.

³⁵ R. Ziarkowski: Op. cit., s. 90.

³⁶ T.E. Copeland, P.T. Keenan: Making real options real. „The McKinsey Quarterly” 1998, No. 3, s. 129.

SELECTED ISSUES OF ECONOMICAL EFFECTIVENESS EVALUATION OF INVESTMENTS IN COMMERCIAL ESTATES WITH THE USAGE OF REAL OPTIONS

Summary

The issues researched in the article consider the basic issues connected with evaluation of economical effectiveness of investments in commercial estates. Disadvantages of traditional methods that have been used in economical effectiveness evaluation of investments contributed to seek for „improved” ones. The results of this search are a real option, which enables the investments in real assets to be formed and financially evaluated innovatively. During their's short history real options become more and more frequently used for the evaluation of investments in commercial estates. Practical application of real options for the evaluation of economical effectiveness of investments is determined by specific features of the investment evaluated.

WOJEWÓDZKIE BAZY DANYCH O TERENACH POPRZEMYSŁOWYCH I ZDEGRADOWANYCH JAKO PRZYKŁAD PODEJMOWANYCH DZIAŁAŃ W DZIEDZINIE REWITALIZACJI TERENÓW POPRZEMYSŁOWYCH I ZDEGRADOWANYCH

Wprowadzenie

Promowanie terenów zdegradowanych jako miejsca inwestycji wśród potencjalnych inwestorów powinno być poprzedzone ich szczegółową inwentaryzacją w celu przekonania się o skali zjawiska w ujęciu przestrzennym, środowiskowym i gospodarczym.

W krajach odnoszących największe sukcesy w ponownym zagospodarowaniu terenów przemysłowych i zdegradowanych istnieją bazy danych o takich terenach. W Polsce nie istnieje centralna baza danych o terenach zdegradowanych, natomiast na poziomie regionów inwentaryzacje tych terenów są najczęściej wyrywkowe i niepełne, co potwierdzają przeprowadzone przez Instytut Rozwoju Miast na przełomie lat 2007/2008 badania ankietowe, z których wynika, że większość miast, w których występuje problem terenów zdegradowanych, dysponuje tylko częściowymi informacjami na ich temat lub nie posiada takich informacji. Rejestr obiektów przemysłowych i zdegradowanych opracowano w zaledwie trzech województwach: śląskim, częściowo małopolskim oraz podkarpackim¹, natomiast w przypadku województwa mazowieckiego opracowano

¹ J.K. Lenartowicz, A. Ostrega: Rewitalizacja terenów przemysłowych przez ochronę dziedzictwa techniki. Problemy polskie. W: Rekultywacja i rewitalizacja obszarów pogórnich 2012. I Polsko-Niemieckie Forum Rekultywacji i Rewitalizacji Obszarów Pogórnich. Wisła-Jawornik 8-9 marca 2012, s. 67.

wykaz terenów o przekroczonym standardzie jakości gleby lub ziemi i terenów zdegradowanych działalnością przemysłową².

Celem artykułu jest zwrócenie uwagi na potrzebę inwentaryzacji zdegradowanych, w wyniku działalności gospodarczej i bytowej człowieka, obszarów w celu zintensyfikowania procesów ich dalszego zagospodarowania. Realizując nową inwestycję należy bowiem rozważyć w pierwszej kolejności wykorzystanie istniejących terenów przemysłowych, a dopiero potem zdecydować o ewentualnym sięgnięciu po tereny dotychczas niezagospodarowane³. Potencjał znajdujących się na takich terenach obiektów może być wykorzystany do poprawy sytuacji gospodarczej, ekonomicznej i społecznej regionów.

1. Charakterystyka terenów przemysłowych i zdegradowanych

Użytkowanie przez człowieka terenu powoduje różnorodne jego przekształcenia. W wielu przypadkach są one tak głębokie, że prowadzą do degradacji użytkowanego terenu. Jednym z warunków zrównoważonego rozwoju miast jest odnowa terenów zdegradowanych, czyli takich, które są dotknięte poprzednim sposobem ich zagospodarowania oraz sposobem zagospodarowania terenów sąsiednich. Są to tereny opuszczone lub słabo wykorzystywane, mające problemy z zanieczyszczeniem, znajdujące się głównie na rozwiniętych terenach miejskich⁴, których wartość użytkowa w stosunku do ich wartości początkowej⁵ zmniejszyła się. Brak wiedzy o aktualnym stanie oraz stopniu degradacji stanowi jedną z głównych barier w ponownym zagospodarowaniu tych terenów.

W Programie Rządowym dla Terenów Przemysłowych, stanowiącym jeden z elementów Polityki Ekologicznej Państwa, zakładającej w horyzoncie średniookresowym do 2010 roku maksymalne zagospodarowanie nieużytków przemysłowych, zamkniętych składowisk odpadów przemysłowych i komunalnych

² M. Huculak: Rewitalizacja terenów przemysłowych. Polskie doświadczenia i perspektywy. W: Przestrzenne aspekty rewitalizacji śródmieścia, blokowiska, tereny przemysłowe, pokolejowe i powojkowe. Rewitalizacja miast polskich. Tom 4. Red. W. Jarczewski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2010, s. 150.

³ H. Lewandowska, N. Weckwert, G. Boroń: Kierownik ds. terenów przemysłowych – nowe stanowisko dla samorządów. W: Rekultywacja i rewitalizacja terenów zdegradowanych. Red. G. Malina. Polskie Zrzeszenie Inżynierów i Techników Sanitarnych Oddział Wielkopolski, Poznań 2011, s. 95.

⁴ U. Ferber, P. Nathanail, J. Bergatt Jackson, M. Gorski, Ł. Drobieniec, B. Petriková, M. Finka: Tereny zdegradowane. Podręcznik. Projekt pilotażowy Leonardo Da Vinci, maj 2006, s. 11.

⁵ K. Gasidło: Problemy przekształceń terenów przemysłowych. Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej nr 1408, Gliwice 1998, s. 8.

oraz realizację programu pełnej inwentaryzacji, rozpoznania i rekultywacji tzw. starych składowisk, przyjęto następującą definicję terenu zdegradowanego: „Terren zdegradowany to teren zanieczyszczony lub teren, którego naturalne ukształtowanie zostało zmienione w sposób niekorzystny”⁶. Z kolei „Terren zanieczyszczony jest to teren, na którym występują przekroczenia dopuszczalnych wartości stężeń substancji chemicznych określonych w rozporządzeniu Ministra Środowiska z dnia 9 września 2002 roku w sprawie standardów jakości gleby oraz standardów jakości ziemi”⁷.

Ze względu na charakter uprzednio prowadzonej działalności tereny zdegradowane dzielą się m.in. na: tereny przemysłowe, tereny powojenne, tereny pokolejowe, tereny portowe i zdegradowane tereny miejskie. W zachodnioeuropejskiej literaturze przedmiotu tereny kolejowe często utożsamia się z terenami przemysłowymi⁸.

W ramach każdego z tych typów mogą wystąpić tereny o wysokim stopniu zagrożenia ryzykiem środowiskowym i zdrowotnym oraz takie, które nie będą wykazywały zagrożenia i będą mogły przyjąć nowe funkcje, korzystne dla rozwoju danego obszaru.

Na użytek Programu Rządowego dla Terenów Przemysłowych tereny przemysłowe zdefiniowano jako „zdegradowane, nie użytkowane lub nie w pełni wykorzystane tereny przeznaczone pierwotnie pod działalność gospodarczą, która została zakończona”⁹. Według amerykańskiej Agencji Ochrony Środowiska teren przemysłowy to „nieruchomość, której poszerzenie, przebudowa czy też powtórne użycie mogą być utrudnione ze względu na rzeczywistą lub domniamaną obecność substancji niebezpiecznych lub/i zanieczyszczeń”¹⁰.

Z punktu widzenia genezy i cech fizycznych można mówić o dwóch typach terenów przemysłowych. Pierwszy typ to obszary, które przestały być miejscem produkcji przemysłowej lub przestały pełnić funkcje pomocnicze dla tej produkcji w obrębie zakładów przemysłowych, łącznie z niedokończonymi inwestycjami przemysłowymi, które można określić mianem terenów pofabrycz-

⁶ Ministerstwo Środowiska: Program Rządowy dla Terenów Przemysłowych przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 27 kwietnia 2004 r., s. 3.

⁷ Ibid., s. 3; Rozporządzenie Ministra Środowiska z dnia 9 września 2002 r. w sprawie standardów jakości gleby oraz standardów jakości ziemi. Dz.U. nr 165, poz. 1359.

⁸ D. Załuski: Tereny pokolejowe PKP S.A. – szanse i możliwości przekształceń na nowe funkcje miejskie. W: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji...*, op. cit., s. 211.

⁹ Ministerstwo Środowiska: Program Rządowy dla Terenów Przemysłowych..., op. cit., s. 3.

¹⁰ E.J. Lipińska: Dziedzictwo czy ryzyko środowiskowe pozostałości dawnych robót górnictwa naftowego? W: *Innowacyjne rozwiązania rewitalizacji terenów zdegradowanych*. Red. J. Skowronek. Centrum Badań i Dozoru Górnictwa Podziemnego Sp. z o.o. w Łędzinach, Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych w Katowicach, Katowice 2009, s. 86.

nych. Natomiast drugi typ to obszary zdegradowane przez działalność przemysłową. Tereny poprzemysłowe to tereny, które utraciły dotychczas pełnione funkcje. Znaczna ich część została wyłączona z użytkowania, co jednak nie wyklucza krótkoterminowej dzierżawy fragmentów terenu przez różne podmioty, w tym także dla celów produkcji przemysłowej¹¹.

Tereny poprzemysłowe cechują się: zdewastowanymi budowlami, niezidentyfikowanymi i niezabezpieczonymi instalacjami stanowiącymi zagrożenie dla zdrowia i życia ludzkiego, niezidentyfikowanymi skażeniami struktur budowlanych i terenu oraz jego zanieczyszczeniami¹².

W przypadku terenów poprzemysłowych potencjalny inwestor zainteresowany rewitalizacją nieruchomości poprzemysłowych musi się liczyć z różnorodnością występujących w praktyce form degradacji, którymi mogą być:

- tereny poprzemysłowe zdegradowane chemicznie (tereny, na których gleba wymaga oczyszczenia),
- tereny poprzemysłowe zdegradowane pod względem fizycznym (tereny wymagające rekultywacji likwidującej niekorzystne przekształcenia naturalnego, morfologicznego ukształtowania terenu),
- tereny niepełniące już funkcji gospodarczych lub spełniające je nieefektywnie, które nie są zdegradowane chemicznie lub fizycznie (morfologicznie).

Tereny pokolejowe obejmują obszary likwidowanej infrastruktury kolejowej, zazwyczaj znajdujące się w pobliżu użytkowanych linii i stacji kolejowych. Wśród nich można wyróżnić tereny towarzyszące działającym dworcom kolejowym, tereny stacji postojowych, towarowych i rozrządowych oraz infrastruktury kolejowej, tereny likwidowanych linii i dworców kolejowych¹³.

Wśród terenów powojсковych można wyróżnić dwa typy obszarów. Pierwszym są instalacje wojskowe, służące do obrony terenu. Ich przykładem są kompleksy fortyfikacji miejskich (twierdze, forty, bunkry), często zlokalizowane w pobliżu centrum miasta, ale ze względu na trudności z doprowadzeniem infrastruktury trudne do zaadaptowania. Drugim typem są instalacje służące działalności militarnej, których przykładem są kompleksy koszarowe, z rozległymi terenami otwartymi (placami ćwiczeń), składające się z budynków koszarowych, obiektów magazynowych, administracyjnych, szpitali wojskowych, hangarów, a nawet lotnisk wojskowych i tereny poligonów¹⁴.

¹¹ B. Domański: Rewitalizacja terenów poprzemysłowych – specyfika wyzwań i instrumentów. W: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji...*, op. cit., s. 125.

¹² J.K. Lenartowicz, A. Ostrenga: Op. cit., s. 67.

¹³ M. Kopeć: Rewitalizacja miejskich obszarów zdegradowanych. C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 132.

¹⁴ Ibid., s. 131.

Obszary poportowe to tereny dawnych struktur portowych morskich i rzecznych oraz stoczni i składów¹⁵.

W wyniku przeprowadzonych na przełomie lat 2007/2008 przez Instytut Rozwoju Miast badań ankietowych w ramach projektu pt. „Rewitalizacja miast polskich jako sposób zachowania dziedzictwa materialnego, duchowego oraz czynnik zrównoważonego rozwoju” zidentyfikowano 115 353,67 ha obszarów wymagających rewitalizacji¹⁶.

W tabeli 1 przedstawiono opracowany w oparciu o studia literatury wykaz typów obszarów zdegradowanych oraz ich powierzchnię¹⁷.

Tabela 1

Obszary zdegradowane wymagające rewitalizacji w polskich miastach

Typ obszarów zdegradowanych	Powierzchnia terenów zdegradowanych (ha)
Stare dzielnice śródmiejskie	59 188,27
Blokowiska	14 925,5
Tereny poprzemysłowe	22 239,9
Tereny powojkowe	4000,0
Tereny pokolejowe	15 000,0
Suma	115 353,67

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: W. Jarczewski: Podsumowanie. W: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji. Śródmieścia, blokowiska, tereny poprzemysłowe, pokolejowe i powojkowe. Rewitalizacja miast polskich*. Tom 4. Red. W. Jarczewski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009, s. 291; W. Jarczewski: *Degradacja techniczna i społeczna. W: Założenia polityki rewitalizacji w Polsce. Rewitalizacja miast polskich*. Tom 9. Red. Z. Ziobrowski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2010, s. 31.

Czynnikiem hamującym decyzję inwestora o zagospodarowaniu terenu zdegradowanego jest brak rozpoznania co do stopnia skażenia danej nieruchomości¹⁸.

¹⁵ Ibid., s. 133.

¹⁶ W. Jarczewski: Podsumowanie. W: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji...*, op. cit., s. 291.

¹⁷ W. Jarczewski: *Degradacja techniczna i społeczna. W: Założenia polityki rewitalizacji w Polsce. Rewitalizacja miast polskich*. Tom 9. Red. Z. Ziobrowski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2010, s. 31; W. Jarczewski: Podsumowanie. W: *Przestrzenne aspekty rewitalizacji...*, op. cit., s. 292. Dla porównania: D. Maciąg, J.K. Lenartowicz: *Analiza problematyki zasobu brownfields w Polsce w ramach projektu Regentif. W: Rewitalizacja miast poprzez regenerację terenów poprzemysłowych, innowacja i dobra praktyka. Materiały z 2. Konferencji Regentif – sieć dla intensyfikacji innowacji w dziedzinie regeneracji obszarów poprzemysłowych*. Red. J.K. Lenartowicz. D. Maciąg. Kraków 2007, s. 51; Narodowa Strategia Spójności: *Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013 wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie*. Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2006, s. 151; M. Kopeć: Op. cit., s. 131; H. Lewandowska, N. Weckwert, G. Boroń: Op. cit., s. 96.

¹⁸ A. Starzewska-Sikorska: *Przekształcenia terenów poprzemysłowych jako działanie służące podniesieniu atrakcyjności regionu. W: Krajobraz zbudowany na węglu*. Red. J. Gorgoń. Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych, Katowice 2008, s. 27.

Znajomość stopnia zanieczyszczenia terenu jest bowiem warunkiem niezbędnym do określenia kosztów oczyszczania.

2. Rewitalizacja terenów przemysłowych i zdegradowanych

Przywrócenie funkcji społecznych i gospodarczych obszarom przemysłowym jest bez wątpienia jednym z istotniejszych problemów regionalnych Unii Europejskiej ze względu na rosnącą potrzebę ochrony gleb, powierzchni ziemi i wód. Względy te znalazły odbicie w prawie europejskim. Obowiązujące obecnie i projektowane dyrektywy Unii Europejskiej wymagają od państw członkowskich podjęcia działań w zakresie terenów zdegradowanych lub zagrożonych degradacją gleb. Są to: Dyrektywa w sprawie gospodarowania odpadami z przemysłu wydobywczego oraz projektowana Ramowa dyrektywa glebowa¹⁹.

Dyrektywa w sprawie gospodarowania odpadami pochodzącymi z przemysłu wydobywczego nakłada na państwa członkowskie obowiązek przeprowadzenia inwentaryzacji obiektów zamkniętych po działalności górniczej, w tym również obiektów gospodarki odpadami znajdujących się na ich obszarze, które mogą negatywnie oddziaływać na środowisko lub które w krótkim lub średnim okresie mogą stworzyć potencjalne zagrożenie dla środowiska i zdrowia ludzi. Natomiast projekt Ramowej dyrektywy glebowej wymaga przeprowadzenia inwentaryzacji terenów zdegradowanych i opracowania raportów o stanie gleby.

Zawarta w Programie Rządowym dla Terenów Przemysłowych z 2004 roku definicja rewitalizacji brzmi następująco: „Rewitalizacja obejmuje proces rekultywacji i proces ponownego zagospodarowania terenu (w tym oczyszczenie, przebudowę i modernizację istniejącego pokrycia terenu), które przywrócą stan umożliwiający pełnienie przez ten teren funkcji użytkowych”²⁰.

Proces rewitalizacji terenów przemysłowych powinien przebiegać w sposób zgodny z zasadami zrównoważonego rozwoju, co oznacza, że powinien uwzględniać pełny cykl życia terenu, czyli pierwotne użytkowanie, stan obecny oraz stan docelowy, w którym teren spełniać będzie nowe, możliwe do zrealizowania funkcje. Tak rozumiany proces rewitalizacji terenów przemysłowych wymaga odtworzenia historii dotychczasowego użytkowania terenu, ustalenia jego aktualnego stanu i dokonania jego charakterystyki, doprowadzenia terenu do

¹⁹ J. Krupanek: Programowanie przekształceń terenów przemysłowych i zdegradowanych w skali regionalnej. Przykład województwa śląskiego. W: *Innowacyjne rozwiązania rewitalizacji...*, op. cit., s. 177.

²⁰ Ministerstwo Środowiska: Program Rządowy dla Terenów Przemysłowych..., op. cit., s. 4.

stanu wolnego od zanieczyszczeń chemicznych i/lub niekorzystnego ukształtowania, w stopniu wystarczającym do przypisania mu nowych funkcji.

Rewitalizacja, a następnie przekształcenie terenów przemysłowych staje się koniecznością ze względów²¹:

- środowiskowych (zabezpieczenie przed oddziaływaniem znajdujących się na danym terenie zanieczyszczeń na otoczenie – wody podziemne, gleby, ograniczenie wykorzystania terenów zielonych),
- gospodarczych (możliwość wykorzystania obiektów, infrastruktury, korzystne usytuowanie),
- społecznych (tereny przemysłowe są często miejscem sprzyjającym zjawiskom niekorzystnym społecznie),
- przestrzennych (miasta aglomeracji potrzebują nowej przestrzeni i dlatego są zmuszone poszukiwać wolnych terenów w obrębie swojego terytorium).

Niedostrzeganie konieczności rewitalizacji tych terenów prowadzi do dalszej ich degradacji oraz stwarza zagrożenie dla ludzi i środowiska, natomiast poprawa infrastruktury na terenach zdegradowanych przyciąga inwestorów, a zrealizowane przez nich inwestycje zachęcają do inwestowania kolejnych inwestorów. Dobrze zagospodarowane obszary zdegradowane mogą przynieść inwestorowi duże korzyści z tytułu ich atrakcyjnego usytuowania lub krótkiego cyklu rozpoczęcia działalności w ramach istniejącej infrastruktury technicznej. Jednocześnie wysokie ceny tego typu nieruchomości oraz formułowane przez władze miasta warunki zabudowy i zagospodarowania terenu czy też konieczność przestrzegania wymagań konserwatora zabytków lub ochrony środowiska mogą zniechęcić do lokowania nowej działalności gospodarczej na terenach zdegradowanych.

3. Wojewódzkie bazy o terenach przemysłowych i zdegradowanych

Pełne i wiarygodne informacje o terenach przemysłowych stanowią wartość dla potencjalnych inwestorów zainteresowanych pozyskaniem terenów zdegradowanych i mogą znacznie przyczynić się do wspierania przekształceń na zasadach komercyjnych. Temu służą tworzone w niektórych województwach bazy danych ewidencjonujące obszary zagrożone. Poniżej przedstawiono proces powstawania niektórych baz danych o terenach przemysłowych.

²¹ A. Starzewska-Sikorska: Op. cit., s. 27.

W województwie podkarpackim rozpoczęto realizację projektu pt. „REWITAL – innowacje w rewitalizacji terenów zdegradowanych na Podkarpaciu”, którego głównym celem jest promocja i identyfikacja innowacji w dziedzinie rewitalizacji terenów zdegradowanych w województwie podkarpackim. W ramach projektu zamierzano opracować bazę danych zawierającą katalog opisujący obszary przemysłowe na Podkarpaciu. Baza o terenach zdegradowanych REWITAL obejmuje swoim zasięgiem województwo podkarpackie. Baza ta identyfikuje budynki i obszary przemysłowe w 5 spośród 25 powiatów województwa²². Ma ona umożliwić prezentację terenów zdegradowanych przeznaczonych pod aktywizację gospodarczą. Dodatkowo można też będzie uzyskać informacje na temat programów i instytucji zajmujących się rewitalizacją terenów przemysłowych²³. Informacji do bazy dostarczają instytucje samorządowe.

W 2000 roku przyjęto do realizacji projekt pt. „Inwentaryzacja składowisk odpadów oraz byłych terenów przemysłowych w województwie małopolskim”. W ramach tego projektu przeprowadzono inwentaryzację obszarów potencjalnie skażonych ze szczególnym uwzględnieniem obszarów przemysłowych²⁴. Uważano bowiem, że aby móc racjonalnie planować i wdrażać w życie projekt rekultywacji terenów zdegradowanych i przemysłowych, bardzo istotne jest zewidencjonowanie obszarów zagrożonych²⁵.

Celem projektu było opracowanie narzędzia, które można wykorzystać do monitorowania stanu bezpieczeństwa ekologicznego oraz do podejmowania decyzji w zakresie działań naprawczych. Pod pojęciem narzędzia rozumiano rozwiązanie informatyczne umożliwiające rangowanie ryzyka dla zdrowia człowieka, które potencjalnie niosą skażone miejsca, uprzednio zinwentaryzowane i zgromadzone w bazie danych. Pozwoliło to na stałą aktualizację w bazie miejsc przypuszczalnie skażonych. W szczególności skupiono się na miejscach, w których prowadzono w przeszłości działalność gospodarczą lub składowano odpady.

W ramach pierwszego etapu zakładano zebranie informacji o wszystkich potencjalnie skażonych obszarach w województwie małopolskim. Informacje o składowiskach i wysypiskach pochodziły z materiałów Wojewódzkiego Inspektoratu Ochrony Środowiska w Krakowie, natomiast informacje na temat potencjalnie skażonych obszarów przemysłowych pochodziły m.in. z map archiwalnych, opra-

²² M. Huculak: Op. cit., s. 149.

²³ W. Burdzy, A. Waścińska: Baza terenów przemysłowych na Podkarpaciu tworzona w ramach projektu REWITAL. W: Rewitalizacja miast..., op. cit., s. 58.

²⁴ D. Maciąg, J.K. Lenartowicz: Analiza problematyki zasobu brownfields w Polsce w ramach projektu Regentif. W: Rewitalizacja miast..., op. cit., s. 53; M. Huculak: Op. cit., s. 148.

²⁵ S. Piróg: Baza terenów skażonych w Małopolsce. Projekt ROPSIM. W: Rewitalizacja miast..., op. cit., s. 77.

cowań naukowych, materiałów Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią Polskiej Akademii Nauk (IGSMiE PAN). W ten sposób uzyskano informacje o przeszło 4000 obiektów. W drugim etapie projektu na podstawie map geologicznych, geologiczno-gospodarczych i hydro-geologicznych w skali 1: 50 000 wyłoniono 75 obiektów („lista 75”). W trzecim etapie dla wyłonionych 75 obiektów opracowano reprezentatywne zestawy badań terenowo-laboratoryjnych, które umożliwiły uzupełnienie bazy danych o wymagany zakres informacji.

Na podstawie ustalonych priorytetów oraz wyników badań wyselekcjonowano 50 obiektów. Spośród nich dla 10 różnych obiektów o najwyższym priorytecie należało opracować wzorcowe strategie postępowania zmniejszające lub likwidujące szkodliwe oddziaływanie na środowisko w formie programu naprawczego.

Dzięki staraniom Marszałka Województwa Małopolskiego po zakończeniu projektu w roku 2004 uzyskano środki finansowe na likwidację zanieczyszczeń we wskazanych za pomocą aplikacji miejscach. We wrześniu 2004 roku bazę wraz z aplikacją przekazano do 22 starostw województwa małopolskiego w celu poprawy stanu środowiska.

Regionem o dużym udziale terenów poprzemysłowych i zdegradowanych jest województwo śląskie. W województwie śląskim dominują tereny poprzemysłowe i zdegradowane związane z górnictwem i przemysłem przeróbczym. Najczęstszymi przyczynami degradacji są zanieczyszczenia chemiczne oraz degradacja morfologiczna, to jest deformacja powierzchni lub elementów ukształtowania terenu²⁶.

Wdrożenie we wrześniu 2006 roku Regionalnego Systemu Informacji Przestrzennej (RSIP) miało na celu stworzenie użytecznego narzędzia, wspierającego proces realizacji ustawowych zadań stojących przed samorządem województwa śląskiego, do których należą m.in.: zwiększenie skuteczności ochrony środowiska oraz podniesienie atrakcyjności inwestycyjnej i turystycznej województwa śląskiego²⁷. Regionalny System Informacji Przestrzennej w województwie śląskim jest podstawą zarządzania regionalnego terenami poprzemysłowymi i zdegradowanymi²⁸. Jest to baza danych przestrzennych, w której zgromadzona została in-

²⁶ Wojewódzki Program Przekształceń Terenów Poprzemysłowych i Zdegradowanych. Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych w Katowicach, Główny Instytut Górnictwa w Katowicach, Katowice 2008, s. 4.

²⁷ Rewitalizacja terenów zdegradowanych a możliwości rozwoju regionu. Red. T. Adamski, R. Orpich. Urząd Marszałkowski Województwa Śląskiego. Projekt Revita Silesia, s. 9; E. Zagórska: Działania podejmowane w województwie śląskim w dziedzinie rewitalizacji terenów poprzemysłowych (w druku).

²⁸ J. Krupanek: Programowanie przekształceń terenów poprzemysłowych i zdegradowanych w skali regionalnej. Przykład województwa śląskiego. W: Innowacyjne rozwiązania rewitalizacji..., op. cit., s. 177, 182.

formacja o terenach przemysłowych zgłoszonych przez poszczególne gminy województwa śląskiego. Zawarte są w niej również informacje służące analizie i ocenie oddziaływań na środowisko oraz uwarunkowań ich przyszłego zagospodarowania. Dodatkowo przewidziano wykorzystanie źródeł informacji o terenach górniczych i zagrożeniach górniczych oraz o terenach przemysłowych i zdegradowanych.

Opracowany w 2006 roku arkusz inwentaryzacyjny posłużył do przeprowadzenia wstępnej inwentaryzacji terenów przemysłowych i zdegradowanych. W oparciu o metodykę waloryzacji terenów przemysłowych opracowano ankietę, którą rozesłano do wszystkich jednostek samorządu terytorialnego, izb i organizacji z branży górniczej i hutniczej z terenu województwa śląskiego. Wypełnione ankiety wykorzystano do utworzenia w ramach RSIP Wojewódzkiej Bazy Terenów Przemysłowych funkcjonującej jako tzw. warstwa TPP²⁹. W utworzonej w latach 2004-2005 bazie zarejestrowano 486 terenów przemysłowych i zdegradowanych (powyżej 11 000 ha). 17 grudnia 2008 roku Sejmik Województwa Śląskiego uchwałą nr III/31/11.2008 przyjął „Wojewódzki Program Przekształceń Terenów Przemysłowych i Zdegradowanych” (WPPTP), do budowy którego wykorzystano Wojewódzką Bazę Terenów Przemysłowych³⁰. Opracowany przez Konsorcjum Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych – Główny Instytut Górnictwa Wojewódzki Program Przekształceń Terenów Przemysłowych i Zdegradowanych dla województwa śląskiego ma za zadanie wspieranie samorządu w gospodarowaniu obszarami w celu ich wtórnego wykorzystania. W ramach programu opracowany został system waloryzacji terenów pod kątem ich potencjału dla realizacji różnych funkcji³¹. Dzięki temu możliwa jest optymalizacja działań rekultywacyjnych poprzez koncentrację dostępnych środków finansowych na terenach stanowiących potencjalnie największe zagrożenie dla środowiska i zdrowia ludzi.

Docelowo Główny Instytut Górnictwa oraz Urząd Marszałkowski dążą do utworzenia w ramach Otwartego Regionalnego Systemu Informacji Przestrzennej (ORSIP) „Ogólnodostępnej Platformy Informacji – Tereny Przemysłowe i Zdegradowane (OPI – TPP)”, czyli powszechnie dostępnej, publicznej regionalnej bazy danych o terenach przemysłowych oraz prowadzonej na nich działalności³².

Projekt jest realizowany w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Śląskiego na lata 2007-2013, priorytet V Środowisko, działanie 5.4 Zarządzanie środowiskiem.

²⁹ B. Domański: Op. cit., s. 136; M. Huculak: Op. cit., s. 149.

³⁰ A. Starzewska-Sikorska: Op. cit., s. 26.

³¹ Ibid.

³² E. Zagórska: Op. cit.

Projekt obejmuje kilka etapów prac i działań zmierzających do stworzenia i wprowadzenia do użytku produktu finalnego w postaci OPI-TPP dla obszaru województwa śląskiego. W maju 2011 roku w wyniku przeprowadzonego postępowania w trybie przetargu nieograniczonego na zaprojektowanie, budowę i wdrożenie systemu OPI-TPP wybrano wykonawcę – konsorcjum Gispartner Sp. z o.o. i ESRI Polska Sp. z o.o. Do tworzenia bazy danych o terenach przemysłowych i zdegradowanych w ramach I etapu wykorzystano elektroniczny formularz eTPP³³. W celu uzyskania pełnej informacji na temat terenów mających potencjał i kwalifikujących się do ponownego wykorzystania i zagospodarowania, rozpoczęto II etap prac nad tworzeniem bazy danych. W ramach tego etapu umożliwiono dostęp do bazy i formularza eTPP jednostkom nadal wprowadzającym dane oraz tym, które zamierzały dopiero dołączyć do takich działań. W październiku 2011 roku rozpoczęto III etap prac związanych z tworzeniem bazy danych o terenach przemysłowych i zdegradowanych za pomocą elektronicznego formularza eTPP. Ten etap polegał na dalszym uzupełnieniu bazy o zdegradowane tereny o różnym charakterze. Baza danych na tamten moment zawierała szczegółowe informacje o 512 terenach przemysłowych i zdegradowanych w województwie śląskim.

Oprócz scharakteryzowanych powyżej trzech wojewódzkich baz o terenach zdegradowanych, należy również wspomnieć o sporządzonym przez Wojewódzki Inspektorat Ochrony Środowiska w Warszawie dla województwa mazowieckiego wykazie terenów o przekroczonym standardzie jakości gleby lub ziemi i terenów zdegradowanych działalnością przemysłową³⁴.

Wnioski

Z uwagi na to, że Polska nie dysponuje bazą danych o liczbie terenów przemysłowych, należy w oparciu o przygotowany wcześniej ogólnopolski formularz rejestru obiektów przemysłowych przystąpić do rejestrowania obiektów przemysłowych w województwach, które do tej pory nie rozpoczęły prac

³³ J. Ziora, J. Bondaruk, I. Nawara-Słomska: System gromadzenia informacji o terenach przemysłowych w województwie śląskim. Ogólnodostępna Platforma Informacji – Tereny Przemysłowe i Zdegradowane jako integralna część Regionalnego Systemu Informacji Przestrzennej (RSIP). V Międzynarodowa Konferencja: Innowacyjne rozwiązania rewitalizacji terenów zdegradowanych. Centrum Badań i Dozoru Górnictwa Podziemnego, Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych, Ustroń, 5-7 października 2011 r. (prezentacja).

³⁴ M. Huculak: Op. cit., s. 150.

nad takimi bazami. Stworzenie w Polsce bazy danych o terenach poprzemysłowych jest ważne nie tylko z punktu widzenia możliwości zwiększenia wśród inwestorów promocji terenów zdegradowanych przeznaczonych pod aktywizację gospodarczą, ale także z punktu widzenia rozwijającego się zainteresowania turystyką „przemysłową” do miejsc, gdzie atrakcją stają się budowle i urządzenia dawnej technologii³⁵.

Literatura

- Burdzy W., Waścińska A.: Baza terenów poprzemysłowych na Podkarpaciu tworzona w ramach projektu REWITAL. W: Rewitalizacja miast poprzez regenerację terenów poprzemysłowych: innowacja i dobra praktyka. Materiały 2. Konferencji Regentif, Politechnika Krakowska, Kraków 30 maja-1 czerwca 2007. Red. J.K. Lenartowicz, D. Maciąg. Kraków 2007.
- Domański B.: Rewitalizacja terenów poprzemysłowych – specyfika wyzwań i instrumentów. W: Przestrzenne aspekty rewitalizacji śródmieścia, blokowiska, tereny poprzemysłowe, pokolejowe i powojkowe. Rewitalizacja miast polskich. Tom 4. Red. W. Jarczewski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.
- Ferber U., Nathanail P., Bergatt Jackson J., Gorski M., Drobieńiec Ł., Petriková B., Finka M.: Tereny zdegradowane. Podręcznik. Projekt pilotażowy Leonardo Da Vinci, maj 2006.
- Gasidło K.: Problemy przekształceń terenów poprzemysłowych. Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej nr 1408, Gliwice 1998.
- Huculak M.: Rewitalizacja terenów poprzemysłowych. Polskie doświadczenia i perspektywy. W: Przestrzenne aspekty rewitalizacji śródmieścia, blokowiska, tereny poprzemysłowe, pokolejowe i powojkowe. Rewitalizacja miast polskich. Tom 4. Red. W. Jarczewski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2010.
- Jarczewski W.: Degradacja techniczna i społeczna. W: Założenia polityki rewitalizacji w Polsce. Rewitalizacja miast polskich. Tom 9. Red. Z. Ziobrowski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2010.
- Jarczewski W.: Podsumowanie. W: Przestrzenne aspekty rewitalizacji śródmieścia, blokowiska, tereny poprzemysłowe, pokolejowe i powojkowe. Rewitalizacja miast polskich. Tom 4. Red. W. Jarczewski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.
- Kopeć M.: Rewitalizacja miejskich obszarów zdegradowanych. C.H. Beck, Warszawa 2010.

³⁵ D. Maciąg, J.K. Lenartowicz: Analiza problematyki zasobu brownfields..., op. cit., s. 49.

- Krupanek J.: Programowanie przekształceń terenów poprzemysłowych i zdegradowanych w skali regionalnej. Przykład województwa śląskiego. W: *Innowacyjne rozwiązania rewitalizacji terenów zdegradowanych*. Red. J. Skowronek. Centrum Badań i Dozoru Górnictwa Podziemnego Sp. z o.o. w Łędzinach, Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych w Katowicach, Katowice 2009.
- Lenartowicz J.K., Ostrega A.: Rewitalizacja terenów poprzemysłowych przez ochronę dziedzictwa techniki. Problemy polskie. W: *Rekultywacja i rewitalizacja obszarów pogórnicznych 2012*. I Polsko-Niemieckie Forum Rekultywacji i Rewitalizacji Obszarów Pogórnicznych. Wisła-Jawornik 8-9 marca 2012.
- Lewandowska H., Weckwert N., Boroń G.: Kierownik ds. terenów poprzemysłowych – nowe stanowisko dla samorządów. W: *Rekultywacja i rewitalizacja terenów zdegradowanych*. Red. G. Malina. Polskie Zrzeszenie Inżynierów i Techników Sanitarnych Oddział Wielkopolski, Poznań 2011.
- Lipińska E.J.: Dziedzictwo czy ryzyko środowiskowe pozostałości dawnych robót górnictwa naftowego? W: *Innowacyjne rozwiązania rewitalizacji terenów zdegradowanych*. Red. J. Skowronek. Centrum Badań i Dozoru Górnictwa Podziemnego Sp. z o.o. w Łędzinach, Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych w Katowicach, Katowice 2009.
- Maciąg D., Lenartowicz J.K.: Analiza problematyki zasobu brownfields w Polsce w ramach projektu Regentif. W: *Rewitalizacja miast poprzez regenerację terenów poprzemysłowych, innowacja i dobra praktyka*. Materiały z 2. Konferencji Regentif – sieć dla intensyfikacji innowacji w dziedzinie regeneracji obszarów poprzemysłowych. Red. J.K. Lenartowicz, D. Maciąg. Kraków 2007.
- Ministerstwo Środowiska: Program Rządowy dla Terenów Poprzemysłowych przyjęty przez Radę Ministrów w dniu 27 kwietnia 2004 r.
- Narodowa Strategia Spójności: Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013 wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie. Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa 2006.
- Piróg S.: Baza terenów skażonych w Małopolsce. Projekt ROPSIM. W: *Rewitalizacja miast poprzez regenerację terenów poprzemysłowych: innowacja i dobra praktyka*. Materiały 2. Konferencji Regentif, Politechnika Krakowska, Kraków 30 maja-1 czerwca 2007. Red. J.K. Lenartowicz, D. Maciąg. Kraków 2007.
- Rewitalizacja terenów zdegradowanych a możliwości rozwoju regionu. Red. T. Adamski, R. Orpynch. Urząd Marszałkowski Województwa Śląskiego. Projekt Rewita Silesia.
- Rozporządzenie Ministra Środowiska z dnia 9 września 2002 r. w sprawie standardów jakości gleby oraz standardów jakości ziemi. Dz.U. nr 165, poz. 1359.
- Starzewska-Sikorska A.: Przekształcenia terenów poprzemysłowych jako działanie służące podniesieniu atrakcyjności regionu. W: *Krajobraz zbudowany na węglu*. Red.

- J. Gorgoń. Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych w Katowicach, Katowice 2008.
- Wojewódzki Program Przekształceń Terenów Poprzemysłowych i Zdegradowanych. Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych w Katowicach, Główny Instytut Górnictwa w Katowicach, Katowice 2008.
- Zagórska E.: Działania podejmowane w województwie śląskim w dziedzinie rewitalizacji terenów poprzemysłowych (w druku).
- Załuski D.: Tereny pokolejowe PKP S.A. – szanse i możliwości przekształceń na nowe funkcje miejskie. W: Przestrzenne aspekty rewitalizacji śródmieścia, blokowiska, tereny poprzemysłowe, pokolejowe i powojskowe. Rewitalizacja miast polskich. Tom 4. Red. W. Jarczewski. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.
- Ziora J., Bondaruk J., Nawara-Słomska I: System gromadzenia informacji o terenach poprzemysłowych w województwie śląskim. Ogólnodostępna Platforma Informacji – Tereny Poprzemysłowe i Zdegradowane jako integralna część Regionalnego Systemu Informacji Przestrzennej (RSIP). V Międzynarodowa Konferencja: Innowacyjne rozwiązania rewitalizacji terenów zdegradowanych. Centrum Badań i Dozoru Górnictwa Podziemnego, Instytut Ekologii Terenów Uprzemysłowionych, Ustroń, 5-7 października 2011 r. (prezentacja).

VOIVODSHIP DATABASES ON POST-INDUSTRIAL AND DEGRADED AREAS AS AN EXAMPLE OF ACTIONS TAKEN IN THE FIELD OF RECOVERY OF POST-INDUSTRIAL AND DEGRADED AREAS

Summary

Before degraded areas can be promoted among would-be investors as potential sites for investment, a detailed record of such areas should be kept to show a general picture of this phenomenon in spatial, environmental and economic terms. Basically, one of the main obstacles to the re-development of these areas in Poland is a lack of knowledge about the quality of such land. The creation of a national base of areas previously invested in, comprising the data about their size, uses and environmental features, e.g. former industrial, railway, port or military ones, etc. should be regarded as the prerequisite for an efficient spatial policy.

Tomasz Bolek

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

PRZYCZYNEK DO ANALIZY STANU POPRZEMYSŁOWYCH NIERUCHOMOŚCI ZABYTEKOWYCH

Wprowadzenie

Obszar poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych (PNZ) jest w Polsce sferą zaniedbaną. Społeczeństwo nie dostrzega roli zabytków przemysłu, środowiska konserwatorskie przykładają większą uwagę do „typowych” obiektów historycznych, takich jak np. pałace czy zamki, dla władz lokalnych obiekty postindustrialne są przeważnie uważane za ciężar i zbędny balast, a inwestorzy postrzegają je jako nieruchomości o bardzo wysokim stopniu ryzyka. Skutkiem niskiej świadomości dziedzictwa przemysłowego wiele obiektów o industrialnej przeszłości i historycznym charakterze niszczeje, a część z nich już zniknęła z polskich krajobrazów. Jedyną szansą na ich ratunek jest adaptacja do nowych funkcji, które pozwolą na ich zachowanie i wtopienie we współczesny krajobraz.

Adaptacja zabytków poprzemysłowych jest zadaniem trudnym i skomplikowanym, wymagającym interdyscyplinarnej wiedzy. Problemy pojawiające się w trakcie inwestowania mają różnorodny charakter, np. trudności związane z zanieczyszczeniami środowiska, zły stan techniczny zabudowań czy nieuregulowany stan prawny nieruchomości. Ponadto jednym z głównych problemów inwestycji w poprzemysłowe nieruchomości zabytkowe jest brak dostatecznych informacji na temat stanu samej nieruchomości, co nie tylko ogranicza skłonność inwestorów do zaangażowania swojego kapitału, ale znacznie zwiększa ryzyko inwestycji.

Coraz częściej w przypadku inwestycji w typowe nieruchomości komercyjne (centra handlowe, budynki biurowe itp.) inwestorzy posiłkują się procedurą *due diligence* (DD) w celu określenia stanu nieruchomości. Dzięki DD mają

możliwość zidentyfikowania potencjalnych źródeł ryzyka inwestycji i efektywniejszego zarządzania procesem inwestycyjnym. Wydaje się zatem zasadne wykorzystywanie *due diligence* do analizy stanu poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych. DD wykazało i wciąż wykazuje swoją przydatność i skuteczność, więc warto się nim posługiwać w celu ratowania dziedzictwa przemysłowego.

Przedmiotem rozważań jest specyfika *due diligence* w obszarze poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych. Artykuł stanowi przyczynek do stworzenia kompleksowego narzędzia służącego do analizy stanu PNZ zbudowanego na bazie DD nieruchomości.

1. *Due diligence* nieruchomości

Pojęcie *due diligence* w sensie dosłownym oznacza przeprowadzenie badania z należytą starannością. Procedura DD stosowana na rynku nieruchomości jest narzędziem umożliwiającym identyfikowanie i ograniczenie ryzyka związanego z transakcjami nieruchomościami i stopniowo staje się ona standardem w nowoczesnym zarządzaniu inwestycjami¹.

Analiza *due diligence* nieruchomości jest najczęściej stosowana podczas²:

- transakcji na rynku nieruchomości,
- zakupu przedsiębiorstw posiadających nieruchomości w swoich aktywach (w tym nieruchomościowe spółki celowe),
- inwestycji deweloperskich,
- zakupu przedsiębiorstw, których działalność jest mocno powiązana z eksploatacją ziemi, np. przemysł wydobywczy,
- finansowania powyższych transakcji.

Procedura *due diligence* to wszechstronna analiza stanu i perspektyw nieruchomości³ – sytuacji prawnej, rynkowej, finansowej, podatkowej⁴, a także technicznej i środowiskowej. Jest ona elastyczna i może być stosowana do pojedynczych, niewielkich rozmiarów nieruchomości, jak i rozległych, kompleksowych

¹ E. Mączyńska: Teoria i praktyka wyceny. W: Ile jest warta nieruchomość. Poltext, Warszawa 2004, s. 45.

² Legal Aspects of Real Estate Due Diligence in Russia. Prezentacja sporządzona przez PricewaterhouseCoopers CIS Law Office 2004, s. 3.

³ Ze względu na wymagania redakcyjne związane z objętością tekstu, w artykule zaprezentowano jedynie zarys narzędzia *due diligence* nieruchomości. Autor świadomie zawęża swoje rozważania jedynie do *due diligence* poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych.

⁴ J. Konowalczyk, T. Ramian: Analiza i ocena stanu nieruchomości przy wykorzystaniu procedury *due diligence*. „Nieruchomość” 2006, nr 1 (57).

obiektów, np. o charakterze przemysłowym. Zakres, zasięg i szczegółowość DD są każdorazowo dostosowywane do samej nieruchomości, potrzeb inwestora i dostępności informacji. Obejmuje analizę m.in. następujących obszarów:

- sytuacji ogólnogospodarczej i rynkowej,
- kwestii finansowych,
- kwestii prawnych,
- spraw podatkowych,
- zarządzania zasobami ludzkimi,
- kwestii technicznych,
- kwestii organizacyjnych,
- czynników psychologicznych i etyczno-moralnych,
- elementów informacyjnych (ocena sprawności i efektywności gromadzenia i przepływu informacji o biznesie)⁵.

Przykładowe umiejscowienie analizy *due diligence* w procesie decyzyjnym w inwestowaniu w nieruchomości przedstawia tabela 1.

Tabela 1

Przykładowy proces formułowania decyzji w ramach fazy przedinwestycyjnej
w inwestowaniu w nieruchomości

Lp.	Etap procesu formułowania decyzji	Rezultat etapu
1	Identyfikacja potencjalnych inwestycji	Wybór kilku nieruchomości odpowiadających strategii inwestora
2	Wstępne badania	Wybór nieruchomości do dalszej szczegółowej analizy (preselekcja)
3	<i>Due diligence</i>	Analiza stanu, kierunków zagospodarowania i potencjału nieruchomości/Decyzja o odrzuceniu lub dalszej analizie inwestycji
4	Kompleksowa, właściwa analiza inwestycji (np. <i>feasibility study</i>) – wycena – ocena efektywności inwestycji – montaż finansowy	Podjęcie decyzji inwestycyjnej
5	Negocjacje i postanowienia dotyczące transakcji	Transakcja – zakończenie fazy przedinwestycyjnej rozpoczęcie budowy – początek fazy inwestycyjnej

⁵ E. Mączyńska: Op. cit., s. 48.

2. *Due diligence* poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych (DD PNZ)

Zasadność ratowania dziedzictwa przemysłowego nie podlega dyskusji, ponieważ obiekty poprzemysłowe mogą być cennym elementem tożsamości narodowej i regionalnej. Zasmuca fakt, że tak wiele PNZ niszczy i znika z krajobrazów polskich miast. Oczywiście jest, że inwestycje w obiekty na terenach poprzemysłowych, które w dodatku posiadają nietuzinkowe wartości historyczne, obarczone są wysokim ryzykiem. Jednym ze sposobów zminimalizowania ryzyka jest wykorzystanie procedury *due diligence*. Dostosowanie procedury do potrzeb PNZ pozwala na uniknięcie lub zminimalizowanie negatywnych efektów inwestycji prowadzonych na zabytkach⁶. DD daje szansę na rozpoznanie źródeł ryzyka oraz upewnia inwestora, czy jest w stanie zaakceptować dany poziom ryzyka i czy będzie potrafił nim właściwie zarządzać.

Wykorzystanie procedury *due diligence* w analizie poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych jest przede wszystkim, co często należy podkreślać, jednym ze sposobów zapewnienia historycznym obiektom postindustrialnym właściwej ochrony i zwiększenia skuteczności działań wszystkich podmiotów zmierzających do zachowania dziedzictwa przemysłowego. DD w obszarze PNZ może być traktowane nie tylko jako element procesu inwestycyjnego (jako narzędzie służące do identyfikacji ryzyka inwestycyjnego), lecz również jako zachęta dla inwestorów prywatnych, gdy DD jest wykonywane przez władze lokalne jako element marketingu miast, polegający na zdjęciu z inwestorów ciężaru związanego ze zdobywaniem informacji o temat dostępnych terenów pod inwestycje.

W przypadku poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych przeprowadzanie *due diligence* jest bardziej uzasadnione niż w przypadku „typowych, zwyczajnych” nieruchomości, m.in. z powodu:

- wysokiego poziomu ryzyka inwestycji,
- trudno rozpoznawalnych źródeł ryzyka, które w chwili ujawnienia mogą przesądzać o całkowitym niepowodzeniu inwestycji⁷,
- trudności i kosztów związanych z ubezpieczaniem inwestycji na tym obszarze,

⁶ Por.: Cultural Heritage Due Diligence Guidelines. Department of Indigenous Affairs. Government of Western Australia 2011, s. 2 i 6.

⁷ Przykładem mogą być odkryte podczas budowy Centrum Konferencyjnego w Katowicach niewzględnione na mapach szyby górnicze, które musiały zostać właściwie zabezpieczone. Opóźnienia związane z tymi pracami były jedną z przyczyn zerwania umowy z generalnym wykonawcą inwestycji. Więcej na temat wspomnianej inwestycji: <http://www.euroinfrastructure.eu/infrastruktura/katowice-centrum-kongresowe-szuka-nowego-wykonawcy/>.

- otoczenia prawnego (przepisy prawa i stan prawny nieruchomości), które w przypadku poprzemysłowych nieruchomości jest niezwykle skomplikowane i wymaga wnikliwych badań.

W tabeli 2 zaprezentowano podstawowe różnice pomiędzy *due diligence* dla standardowych nieruchomości komercyjnych a DD poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych. Inwestycje w PNZ wymagają rozszerzonego katalogu badań i analiz, łączą w sobie cechy inwestycji w obiekty zabytkowe i tereny poprzemysłowe. Niezbędne są badania związane z wartościami historycznymi, jak również poszerzone analizy stanu technicznego i prawnego nieruchomości oraz środowiska naturalnego. W artykule wskazano jedynie najważniejsze obszary podlegające analizom w przypadku „standardowych” nieruchomości, a skoncentrowano się na analizach wyróżniających PNZ spośród innych, bardziej typowych nieruchomości.

Tabela 2

Due diligence poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych jako rozszerzenie typowych, standardowych analiz *due diligence* nieruchomości

Typ <i>due diligence</i>	Analizy wykonywane w ramach danego typu <i>due diligence</i>
„Standardowe” <i>due diligence</i> nieruchomości (wykonywane zarówno dla nieruchomości przemysłowych, jak i nieprzemysłowych)	prawna ⁸ ekonomiczno-finansowa rynku i konkurencji techniczna
Środowiskowe <i>due diligence</i> (dla nieruchomości przemysłowych, poprzemysłowych i skażonych)	środowiskowa
<i>Due diligence</i> dziedzictwa przemysłowego (heritage <i>due diligence</i>)	społeczna kulturowa historyczna

Analiza prawna

Analiza prawna nabiera szczególnego znaczenia w przypadku poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych z powodu często trudnej i skomplikowanej przeszłości zakładów przemysłowych, których pozostałości obecnie stanowią element dziedzictwa przemysłowego. Do podstawowych problemów natury prawnej związanych z PNZ należą:

- nieuregulowany stan prawny nieruchomości,
- relatywnie duża liczba współwłaścicieli,

⁸ W literaturze przedmiotu oraz w praktyce gospodarczej stosuje się również określenia *due diligence* prawne, *due diligence* techniczne, *due diligence* podatkowe itp.

- konsekwencje, budzące często wątpliwości, restrukturyzacji zakładów przemysłowych,
- hipoteki, zastawy, obciążenia podatkowe,
- zobowiązania, wynikające z wcześniej podpisanych umów,
- ograniczenia w użytkowaniu nieruchomości, wynikające m.in. z zabytkowego statusu obiektów, zapisów w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego, prawa budowlanego czy przepisów związanych z ochroną środowiska naturalnego.

Analiza ekonomiczno-finansowa

W ramach analiz o charakterze ekonomiczno-finansowym podstawową kwestią jest rozpoznanie ewentualnego zadłużenia nieruchomości, które w dużej mierze determinuje kolejne etapy procesu inwestycyjnego, np. poprzez restrukturyzację zadłużenia. Poddawane są analizie również koszty utrzymania, funkcjonowania nieruchomości oraz bieżące przychody. Badane są perspektywy rozwoju nieruchomości wraz z możliwymi kierunkami zagospodarowania, adaptacji obiektów. Ważnym elementem analizy ekonomicznej jest ocena efektywności potencjalnych inwestycji, w ramach której zestawia się ze sobą wariantowo koszty adaptacji i planowane dochody.

Analiza rynku i konkurencji

Zdaniem autora, w obecnych procesach adaptacyjnych przemysłowych nieruchomości zabytkowych brakuje analizy już przeprowadzonych inwestycji na obiektach podobnych⁹. Nierzadko w Polsce planowane są nowe funkcje nieruchomości, powielające utarte, często nieprzystające do aktualnych warunków rynkowych schematy, bez rozeznania rynku i konkurencji, co skutkuje późniejszymi niskimi przychodami z nieruchomości. Taką sytuację można zauważyć np. w województwie śląskim, gdzie jednym z popularniejszych pomysłów władz lokalnych na adaptację jest tworzenie muzeów przemysłu (transportu, kolejnictwa,

⁹ Doświadczenia innych państw w zakresie adaptacji i rewitalizacji przemysłowych nieruchomości zabytkowych są znacznie bogatsze niż w Polsce. W naszym kraju tematyka zdegradowanych terenów przemysłowych i dziedzictwa przemysłu jest podejmowana, nie licząc kilku wyjątków, dopiero w latach 90. ubiegłego wieku. Z tego powodu, by lepiej chronić dziedzictwo, by inwestycje były bardziej efektywne, należy, zdaniem autora, wzorować się na zagranicznych, udanych przeobrażeniach zabytków.

hutnictwa itd.), choć wydaje się, że rynek jest już nasycony obiektami o takim charakterze.

W przypadku PNZ analizie powinny zostać poddane inwestycje podobne, zarówno w kraju, jak i za granicą. Analiza rynku stanowi także podstawę do określania wysokości dochodów z nieruchomości, tym samym stanowiąc niezbędny element oceny efektywności inwestycji.

Analiza techniczna

Związana jest nie tylko z badaniem stanu technicznego budynków, budowli i innych urządzeń, lecz jej głównym celem jest wskazanie na możliwości i ograniczenia techniczne, związane z adaptacją obiektów do nowych funkcji. Często w ramach analizy technicznej wykonuje się badania gruntów, które mają na celu zminimalizowanie ryzyka geologicznego inwestycji.

DD środowiskowe

Inwestycje na terenach poprzemysłowych wiążą się z dużym prawdopodobieństwem wystąpienia problemów środowiskowych. Działalność produkcyjna, zwłaszcza w dawnych czasach, często nie była nastawiona prośrodowiskowo i wiele obecnych terenów postindustrialnych jest skażonych. Zanieczyszczenie może dotyczyć gruntu, powietrza, wód podziemnych, lokalnej flory¹⁰ itd. Uwzględniając specyfikę nie tylko samych nieruchomości, ale również prowadzonej wcześniej na danym terenie działalności gospodarczej, to źródła, zakres oraz stopień zanieczyszczenia sprawiają, że w każdym przypadku wymagane jest indywidualne podejście do badań środowiskowych.

Analiza środowiskowa jest istotnym elementem analizy ekonomicznej, ponieważ umożliwia określenie kosztów rekultywacji terenu oraz jego bieżącej eksploatacji. Nieuwzględnienie w ramach *due diligence* analiz środowiskowych w przypadku poprzemysłowych nieruchomości skutkuje błędami i nieścisłościami w rachunku ekonomicznym i znacznie zwiększa ryzyko inwestycji.

Dodatkową analizą, która może być wykonywana w ramach *due diligence* środowiskowego, jest ocena oddziaływania na środowisko (*Environmental Impact Assessment*), co może być rozumiane jako procedura służąca identyfikacji prawdopodobnych konsekwencji podjęcia określonych działań, w ramach projek-

¹⁰ Patrz szerzej: J. Konowalczyk, T. Ramian: Op. cit.

tu inwestycyjnego, na środowisko naturalne¹¹. Przeprowadzenie oceny oddziaływania przedsięwzięcia na środowisko jest niezbędne w sytuacji, gdy planowana inwestycja może znacząco lub potencjalnie znacząco oddziaływać na środowisko¹².

DD dziedzictwa przemysłowego

DD dziedzictwa przemysłowego koncentrujące się wokół wartości historycznych nieruchomości poprzemysłowych to wynik kompilacji analiz trzech obszarów: społecznego, kulturowego i historycznego, które mocno się wzajemnie przeplatają. Specyfika analizy dziedzictwa polega na trudno mierzalnych danych, takich jak np. wartości historyczne, przywiązanie społeczności lokalnych do obiektu, istotność obiektu w tworzeniu krajobrazu kulturowego. Ocena związana z wartościami łączącymi się z dziedzictwem przemysłowym jest zawsze nacechowana dużym poziomem subiektywizmu. Właściwa ocena w ramach DD dziedzictwa wymaga dużego doświadczenia oraz sporych nakładów czasu i pracy.

Pojęcie dziedzictwa przemysłowego nie jest popularne i właściwie rozumiane przez społeczeństwo, czego konsekwencją jest tzw. niedostatek informacji (*information failure*¹³), który można rozumieć jako brak odpowiedniej świadomości związanej z zabytkami przemysłowymi. Wspominany niedostatek jest przypisywany z jednej strony władzom i społecznościom lokalnym, a z drugiej inwestorom i przyszłym potencjalnym klientom – użytkownikom już zaadaptowanych obiektów. Władze i społeczności lokalne, które nie doceniają zabytków sprawiają, że stają się one zapomniane i niszczone. Inwestorzy, którzy lekceważą aspekty historyczności zabudowań, narażają się na konsekwencje wynikające z ustawy o opiece nad zabytkami i ochronie zabytków oraz nie czerpią w pełni z potencjału historycznej tkanki. Fakt niedoceny zabytków przez przyszłych klientów przekłada się na przyszłe dochody z nieruchomości. Powyższe uwagi sprawiają, że analiza stanu poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych, a w szczególno-

¹¹ Porównaj: L. Korona: Przygotowanie inwestycji budowlanej do realizacji w świetle nowych wymagań ochrony środowiska. „Budownictwo. Czasopismo techniczne”, z. 2. Wydawnictwo Politechniki Krakowskiej 2010, s. 195.

¹² Patrz szerzej: Ustawa z dnia 3 października 2008 r. o udostępnianiu informacji o środowisku i jego ochronie, udziale społeczeństwa w ochronie środowiska oraz o ocenach oddziaływania na środowisko. Dz.U. z 2008 r., nr 199, poz. 1227.

¹³ Patrz szerzej: E. Vicente: Economics of Built Cultural Heritage. W: Integrating aims – built heritage in social and economic development. Ed. M. Mäkki, K. Schmidt-Thomé. Aalto University, School of Science and Technology, Centre for Urban and Regional Studies, Espoo 2010, s. 29.

ści analiza DD dziedzictwa przemysłowego, wydaje się jeszcze bardziej uzasadniona.

Podjęcie konserwatorów zabytków do ochrony ma najczęściej charakter zero-jedynkowy – chronić, nie chronić. W przypadku poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych potrzebne są rozwiązania uwzględniające aspekty kulturalne, historyczne, jak również ekonomiczne. Niezbędne są koncepcje pokazujące nie tylko, jak chronić zabytki, ale również wskazujące potencjalne kierunki ich zagospodarowania oraz obrazujące jak najlepsze, pod względem ekonomicznym, wyeksponowanie wartości historycznych. Punktem wyjścia jest kompleksowa analiza konkretnego historycznego obiektu przemysłowego, która zaspokoi potrzeby nie tylko konserwatorów zabytków, ale także władz i społeczności lokalnych, a przede wszystkim inwestorów. Odchodzi się zatem od typowej, dotychczasowej, wąskiej analizy zabytkowości obiektu, na rzecz spojrzenia szerokiego, obejmującego swoim zasięgiem również potencjał ekonomiczny zabytków.

Due diligence dziedzictwa przemysłowego zwiększa skuteczność ochrony obiektów historycznych i umożliwia inwestorowi uzyskanie jednoznacznej odpowiedzi, czy służby konserwatorskie będą zaangażowane w proces inwestycyjny. Ponadto DD dziedzictwa przemysłowego odpowiada m.in. na pytania:

- czy obiekt posiada jakiekolwiek znaczenie kulturowe, historyczne, społeczne dla społeczności lokalnych, narodowych, światowych?
- jakie elementy nieruchomości przedstawiają wartość historyczną?
- czy warto chronić obiekt? jeżeli tak, to w jakim zakresie?
- jakie nowe funkcje może pełnić obiekt? które z nich są najkorzystniejsze, najefektywniejsze, optymalne z punktu widzenia ochrony dziedzictwa?

W tabeli 3 zaprezentowano w pierwszej kolumnie główne obszary analiz, które mogą być wykonywane w ramach *due diligence* dziedzictwa. Kolumna druga charakteryzuje się wyższym poziomem szczegółowości, wskazuje na przykładowe zadania, cele, które są przypisane do poszczególnych obszarów. Warto podkreślić, że zaprezentowane zadania nie stanowią listy zamkniętej, wskazują na najważniejsze elementy DD dziedzictwa przemysłowego i są one dobierane w zależności od konkretnego obiektu i potrzeb zlecającego badanie DD.

Tabela 3

Obszary analiz w ramach due diligence dziedzictwa przemysłowego

Główne obszary analizy	Wybrane zadania w ramach obszaru
Identyfikacja wartości historycznych, architektonicznych, artystycznych i kulturowych nieruchomości	– określenie rangi zabytku (powtarzalność, oryginalność, ważność), – otoczenie nieruchomości, umiejscowienie nieruchomości w krajobrazie kulturowym okolicy, – identyfikacja obiektów podobnych, – identyfikacja najważniejszych (o największej wartości historycznej) elementów nieruchomości (np. poszczególne budynki, maszyny, urządzenia), – opinie i zalecenia konserwatora zabytków oraz środowisk (organizacji, fundacji, stowarzyszeń) związanych z architekturą, historią regionu i przemysłu na temat wartości historycznych obiektu
Ważność zabytku dla społeczności lokalnych, regionalnych, narodowych, międzynarodowych	– znaczenie obiektu dla rozwoju kulturalnego regionu, – identyfikacja zabytku jako elementu krzewienia tożsamości regionalnej, – obiekt w opinii społeczności lokalnych
Rekomendacja dotycząca zakresu ochrony nieruchomości	– podjęcie decyzji o ochronie nieruchomości (lub jej wybranych części), – identyfikacja niezbędnych prac zabezpieczających substancję zabytku (w wymiarze krótkoterminowym), – rekomendacje i zalecenia konserwatora zabytków oraz środowisk związanych z architekturą, historią regionu i przemysłu oraz reprezentantami potencjalnych inwestorów co do zakresu i zasadności ochrony obiektu
Kierunki zagospodarowania nieruchomości	– pożądana, proponowana, nowa funkcja nieruchomości przez: – mieszkańców regionu, – konserwatora zabytków, – władze lokalne, – przedstawicieli organizacji i fundacji związanych z ochroną dziedzictwa przemysłowego, – inwestorów prywatnych, – właściciela nieruchomości
Analiza (jakościowa i ilościowa) potencjalnych, nowych funkcji nieruchomości	– zdefiniowanie dopuszczalnych (wykonalnych) kierunków adaptacji nieruchomości, – wpływ nowych funkcji nieruchomości na zachowanie dziedzictwa przemysłowego, – określenie potencjału ekonomicznego nieruchomości, – określenie potencjalnych inwestorów i źródeł finansowania

Trudnym zadaniem, stojącym przed każdym badaczem zabytku, jest określenie wartości historycznych związanych zarówno z całym obiektem, jak i jego poszczególnymi elementami. Niewątpliwie jest to praca dla specjalistów posiadających szeroką wiedzę i duże doświadczenie. Jednak pomimo obiektywnych trudności związanych z wyceną wartości historycznych, można dokonać ich ogólnego uszeregowania. Sposób uszeregowania wartości wraz z opisem zawiera tabela 4¹⁴.

¹⁴ Szerzej na temat określania wartości dziedzictwa w artykule autora w poprzednim wydaniu Zeszytów Naukowych Katedry Inwestycji i Nieruchomości Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach.

Tabela 4

Kryteria ustalania wartości historycznych nieruchomości lub ich elementów

Wartość obiektu	Charakterystyka
Bardzo wysoka	– obiekty rozumiane jako uniwersalne dobro, ważne dla całej ludzkości, jak te wpisane na listę Światowego Dziedzictwa UNESCO*, – inne obiekty o w międzynarodowym znaczeniu i sławie
Wysoka	– obiekty wpisane do krajowych rejestrów zabytków, odznaczające się wartościami istotnymi dla całej narodowej społeczności, – inne obiekty o wyjątkowej i bezsprzecznej wartości o charakterze krajowym nieobjęte ochroną prawną, – obszary objęte ochroną ze względu na ważne budynki znajdujące się na ich terenie
Średnia	– obiekty wpisane do rejestru zabytków (ew. wojewódzkich i gminnych ewidencji zabytków), lecz o mniejszej wadze, o regionalnym znaczeniu, – obszary zawierające budynki, które przyczyniają się do ich zabytkowego charakteru, niebędące same w sobie obiektami o wysokiej wartości historycznej
Niska	– obiekty objęte jakąkolwiek ochroną prawną, znaczące dla lokalnych społeczności, – obiekty o niskiej wartości historycznej
Nieistotna**	– brak jakiegokolwiek znaczenia historycznego, naukowego czy architektonicznego

* Pełna nazwa: Lista Światowego Dziedzictwa Kulturowego i Przyrodniczego Ludzkości UNESCO. Szerzej: <http://www.unesco.pl/kultura/dziedzictwo-kulturowe/swiatowe-dziedzictwo/lista-swiatowego-dziedzictwa>.

** W niektórych opracowaniach (np. Assessing Significance for Historical Archaeological Sites and Relics. Heritage Branch, Department of Planning, New South Wales 2009, s. 4.) pojawia się również określenie *intrusive* – wartość szkodliwa, którą przyznaje się obiektom przyczyniającym się do zmniejszenia wartości historycznej obiektu, np. linia wysokiego napięcia, obiekty infrastruktury, nowoczesne budownictwo, rusztowania, budynki tymczasowe.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Design Manual for Roads and Bridges (DMRB). Department for Transport, London 2009, www.dft.gov.uk/ha/standards/dmrb/.

W ramach *due diligence* dziedzictwa może okazać się niezbędne wykonanie tzw. DD społecznego, mającego na celu m.in. przeanalizowanie opinii społeczeństw lokalnych na temat badanego obiektu. Zwłaszcza że badane zabytki to dawne miejsca pracy, to elementy krajobrazu i tożsamości regionalnej. Więż z dawnymi zakładami przemysłowymi jest często bardzo silna, gdyż stanowiły one w niejednym przypadku „jedyne go żywiciela rodziny”. Wśród celów DD społecznego można również wyróżnić takie elementy jak:

- ranga zabytku w opinii miejscowej ludności,
- oczekiwania społeczności co do nowej funkcji obiektu,
- cechy demograficzne lokalnej ludności,
- możliwości finansowe i potencjał ekonomiczny społeczeństw lokalnych,
- ewentualne problemy dotyczące społeczeństwa lokalnego, jak np. patologie, przestępczość.

Rozmowy z mieszkańcami umożliwiają również rozpoznanie zabytkowych elementów w badanym obszarze (dotyczy terenów rozległych, jeszcze nieprze-

badanych szczegółowo), obecnych zagrożeń dla zabytków oraz tych, które mogą wystąpić w przypadku ponownego zagospodarowania obiektu¹⁵.

Określenie zakresu ochrony nieruchomości polega przede wszystkim na zdefiniowaniu ochrony prawnej (np. wpis do rejestru zabytków, ochrona w planie miejscowym) dla całego obiektu lub jego wybranych elementów. Oznacza również wskazanie na rekomendowane sposoby ochrony w wymiarze fizycznym, to znaczy wyznaczenie metod, technik i materiałów, które należy zastosować, by poprawnie chronić substancję zabytku.

Określenie możliwych kierunków zagospodarowania, a w konsekwencji ustalenie optymalnego sposobu użytkowania nieruchomości, w dużej mierze wkracza w kompetencje ekonomistów, a nie konserwatorów zabytków. Pierwszym etapem tego wycinka analizy *due diligence* dziedzictwa jest określenie ograniczeń związanych z adaptacją, przebudową nieruchomości oraz wskazanie na możliwie najlepsze sposoby ekspozycji wartości historycznych obiektów. Określenie potencjalnych nowych kierunków zagospodarowania nieruchomości to kolejne zadania w ramach opisywanego obszaru, który przenika się wraz z omawianym wcześniej DD ekonomiczno-finansowym, gdzie określano efektywność ekonomiczną inwestycji.

Rekomendacja optymalnego użytkowania nieruchomości

Efektem *due diligence* poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych jest nie tylko przebadanie stanu nieruchomości, ale również określenie potencjału nieruchomości i możliwych kierunków jej rozwoju oraz zarekomendowanie optymalnego sposobu jej użytkowania. Rekomendacja powinna w szczególności uwzględniać kwestie związane z ochroną dziedzictwa przemysłowego, co nie zawsze będzie się pokrywać z wizją i planami potencjalnego inwestora. W takiej sytuacji należy dążyć do kompromisu, określając np. obszary „bezwzględnej” opieki konserwatorskiej i obszary, w których ingerencja inwestora może być daleko idąca, zastrzegając jednak uprzednio, że będą wdrażane działania łagodzące negatywne skutki inwestycji¹⁶.

¹⁵ Por: Cultural Heritage Due Diligence Guidelines, op. cit., s. 3.

¹⁶ Narzędziem, które jest stosowane od wielu lat w krajach anglosaskich i z powodzeniem łagodzi skutki negatywnych działań inwestorów na zabytkach, jest *Heritage Impact Assessment* (Ocena oddziaływania inwestycji na dziedzictwo, wartości historyczne). Obliguje ono inwestorów do wykazania wszelkich działań na tkance zabytku, które będą miały miejsce podczas inwestycji. W przypadku, gdy te czynności mają charakter niekorzystny, władze mają czas na zablokowanie inwestycji lub na wymuszenie środków łagodzących niepożądane efekty inwestycji. Patrz szerzej: M. Partidário: Impact Assessment. International Association for Impact Assessment, www.iaia.org/publications oraz Guidance on heritage impact assessments for Cultural World Heritage Properties. ICOMOS, UNESCO World Heritage 2010.

Podsumowanie

Przyszłość poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych nie jest pewna. Jeżeli w kraju nie zostaną wprowadzone właściwie rozwiązania prawne i organizacyjne, to z krajobrazów polskich miast zaczną znikać zakłady przemysłowe, które niegdyś stanowiły ich chlubę i wyznaczały rytm życia mieszkańców. Szeroko rozumiany Skarb Państwa nie jest w stanie zaadaptować wszystkich zabytkowych obiektów, niezbędne jest zaangażowanie kapitału sektora prywatnego. Ze względu na wysokie nakłady związane z rekultywacją często bardzo zanieczyszczonego gruntu, a także z powodu trudnego¹⁷ rynku nieruchomości zabytkowych, niezbędne jest wsparcie i zachęta do inwestycji ze strony władz państwowych, a także środowisk naukowych. Niezbędne są rozwiązania organizacyjne, legislacyjne i fiskalne władz państwowych w połączeniu z zaangażowaniem prywatnego kapitału.

Zastosowanie *due diligence* w procesach inwestycyjnych w obszarze poprzemysłowych nieruchomości zabytkowych nie tylko zmniejsza prawdopodobieństwo uszkodzenia lub zniszczenia zabytku, ale znacznie zmniejsza ryzyko niepowodzenia inwestycji. Zdaniem autora, przeprowadzenie DD nie może stanowić jedynie obciążenia potencjalnych inwestorów, ale powinno funkcjonować jako jedno z zadań publicznych podmiotów Skarbu Państwa. Ponadto powszechne przeprowadzenie DD dla wszystkich nieruchomości poprzemysłowych, zarówno zabytkowych, jak i jedynie „podejrzanych” o zabytkowość, umożliwi:

- identyfikację zabytkowych obiektów, a przez to ich lepszą ochronę,
- całościowe spojrzenie na problematykę zagospodarowania obiektów o charakterze poprzemysłowym i zabytkowym,
- stworzenie bazy zabytkowych obiektów poprzemysłowych przeznaczonych do zagospodarowania, stanowiącej element zachęty dla inwestorów (element marketingu miast),
- porównywanie danych przedstawianych przez inwestorów (np. w ocenie oddziaływania na środowisko czy dokumentacji projektowej) z tymi uzyskanymi wcześniej przez gminy i konserwatorów zabytków, co zmniejszy nadużycia deweloperów i pomoże wyeliminować próby oszustw.

¹⁷ Trudny rynek nieruchomości zabytkowych oznacza w tym przypadku często niską opłacalność inwestycji w nieruchomości zabytkowe, co spowodowane jest stosunkowo dużymi nakładami finansowymi związanymi z remontami, adaptacją i utrzymaniem bieżącym nieruchomości zabytkowych w stosunku do przychodów generowanych przez zabytki. Patrz szerzej: E. Vicente: Op. cit., s. 26.

Różnorodność przemysłowych nieruchomości zabytkowych jest znacząca, każda nieruchomość charakteryzuje się swoistą specyfiką i wymaga indywidualnego podejścia. Zdaniem autora możliwe jest zbudowanie zestandaryzowanej, stosunkowo szczegółowej procedury, umożliwiającej kompleksową analizę stanu PNZ. Zamiarem autora jest stworzenie narzędzia, które usprawni proces inwestycyjny w przemysłowe nieruchomości zabytkowe przez to, że umożliwi osobom, które nie są biegłe w kwestiach dziedzictwa przemysłowego, zebranie i uporządkowanie właściwych danych, znacznie ułatwiając pracę osób o właściwych kompetencjach. Przerzucenie części czynności związanych z oceną „historyczności” obiektów na osoby niebędące specjalistami w zakresie przemysłowych nieruchomości zabytkowych może przyczynić się do odciążenia profesjonalistów, a zarazem skuteczniejszej ochrony historycznych tkanek.

Zaprezentowany artykuł ma charakter wstępnych rozważań związanych z zasadnością wykorzystywania *due diligence* przemysłowych nieruchomości zabytkowych. W dalszych etapach badań planowane jest zbudowanie listy kontrolnej w ramach *due diligence* przemysłowych nieruchomości zabytkowych, która będzie spełniać przedstawione powyżej założenia.

Literatura

- Cultural Heritage Due Diligence Guidelines. Department of Indigenous Affairs. Government of Western Australia 2011.
- Guidance on heritage impact assessments for Cultural World Heritage Properties. ICOMOS, UNESCO World Heritage 2010.
- Konowalczyk J., Ramian T.: Analiza i ocena stanu nieruchomości przy wykorzystaniu procedury *due diligence*. „Nieruchomość” 2006, nr 1 (57).
- Korona L.: Przygotowanie inwestycji budowlanej do realizacji w świetle nowych wymagań ochrony środowiska. „Budownictwo. Czasopismo techniczne”. Z. 2. Wydawnictwo Politechniki Krakowskiej 2010.
- Legal Aspects of Real Estate Due Diligence in Russia. Prezentacja sporządzona przez PricewaterhouseCoopers CIS Law Office 2004.
- Mączyńska E.: Teoria i praktyka wyceny. W: Ile jest warta nieruchomość. Poltext, Warszawa 2004.
- Partidário M.: Impact Assessment. International Association for Impact Assessment, www.iaia.org/publications.

Vicente E.: Economics of Built Cultural Heritage w: Integrating aims – built heritage in social and economic development. Ed. M. Mälkki, K. Schmidt-Thomé. Aalto University, School of Science and Technology, Centre for Urban and Regional Studies, Espoo 2010.

INDUSTRIAL HISTORIC PROPERTIES ASSESSMENT OUTLINE

Summary

The paper is focused on brief presentation of real estate due diligence concept in the field of industrial heritage. Due diligence is very effective tool used in real estate investment process. Implementing DD into brownfields and industrial heritage firstly reduces level of risk investments, and secondly it helps to preserve heritage.

BARIERY ZASTOSOWANIA METODY *PROJECT FINANCE* W FINANSOWANIU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH NA WYNAJEM W ŚWIETLE OBOWIĄZUJĄCEGO W POLSCE STANU PRAWNEGO

1. Obecna sytuacja na rynku mieszkaniowym w Polsce

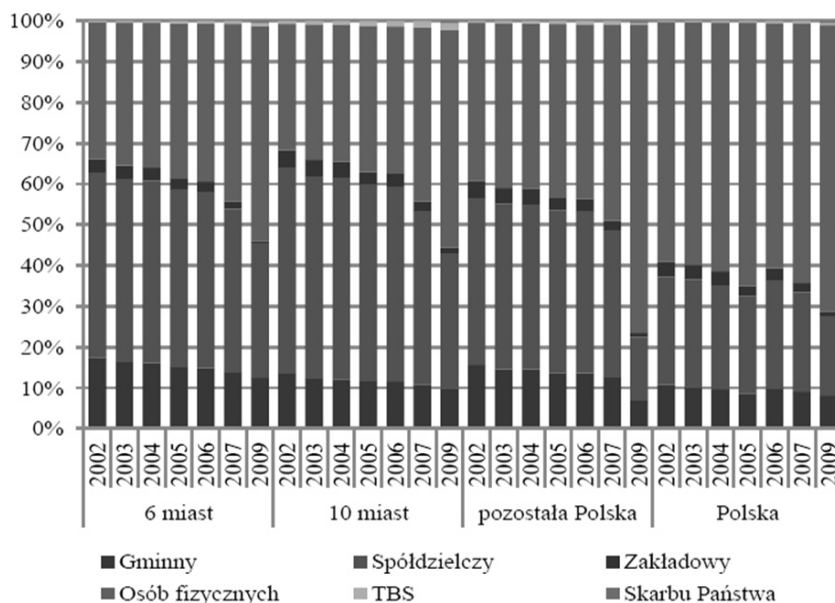
W Polsce znajduje się około 12,5 mln gospodarstw domowych, które zajmują około 11,1 mln mieszkań. W literaturze przedmiotu podkreśla się, że deficyt mieszkań obejmuje ok. 1,4 mln mieszkań¹. Ponadto duża część z powołanego zasobu mieszkań to mieszkania, które zostały wybudowane przed 1970 rokiem charakteryzujące się zróżnicowanym stanem technicznym². Jak stwierdzono w raporcie NBP o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 roku: „Sytuacja mieszkaniowa Polski, mierzona ilością zasobu w relacji do ludności, jest adekwatna do poziomu rozwoju kraju”. Dostrzec można, że sytuacja mieszkaniowa w ostatnich latach ulegała systematycznej poprawie, co związane było z budownictwem mieszkaniowym realizowanym tzw.

¹ K. Czerkas: Finansowanie nieruchomości komercyjnych w Polsce. Instytut Rynku Hotelarskiego, Warszawa 2010, s. 81.

² Zob. szerzej: Raport analityczny: Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A. Rynek deweloperski mieszkań. 25 marca 2009, http://i.wp.pl/a/dibre/aspolek/deweloperzy__250309.pdf; Strategia długofalowego rozwoju sektora mieszkaniowego na lata 2005-2025. Warszawa 2005. Załącznik: Uwarunkowania sektora mieszkaniowego 2005-2013, http://www.ign.org.pl/files/content/282/uwarunkowania_sektora_mieszkaniowego_2005_2013.pdf; Założenia projektu ustawy o społecznym zasobie mieszkań czynszowych, społecznych grupach mieszkaniowych, oraz o zmianie niektórych innych ustaw. Ministerstwo Infrastruktury. Warszawa, 29 kwietnia 2010, s. 2-3.

systemem gospodarczym w mniejszych miastach i na wsi oraz budownictwem w systemie deweloperskim w największych miastach³.

Do końca 2009 roku na polski zasób mieszkaniowy składały się głównie mieszkania wielorodzinne zlokalizowane w szesnastu miastach wojewódzkich i części miast średniej wielkości oraz domy jednorodzinne dominujące w małych miastach i na wsi. Zauważalną tendencją jest stały wzrost udziału mieszkań stanowiących własność osób fizycznych, co zobrazowane zostało na rys. 1.



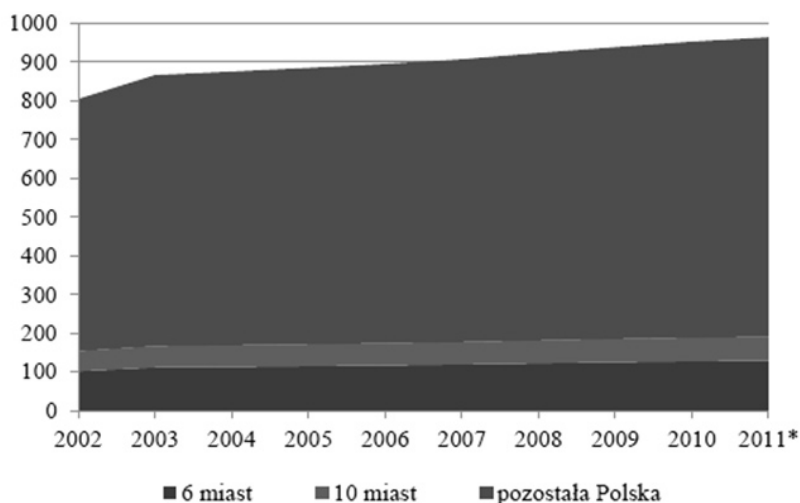
Rys. 1. Struktura zasobu mieszkaniowego w Polsce w latach 2002-2009 z podziałem na formę własności

Źródło: Dane GUS, opracowanie za: NBP, Instytut Ekonomiczny we współpracy z oddziałami okręgowymi: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r. Warszawa, sierpień 2012, s. 12.

W strukturze zasobu mieszkaniowego w Polsce z podziałem na formę własności największy udział mają zasoby należące do: osób fizycznych, spółdzielni oraz gmin. Widoczny jest brak aktywności inwestycyjnej ze strony przedsiębiorstw deweloperskich w zakresie budowy mieszkań pod wynajem, co można tłumaczyć istniejącymi w Polsce uwarunkowaniami prawnymi, o czym szerzej będzie mowa w dalszej części artykułu.

³ NBP, Instytut Ekonomiczny we współpracy z oddziałami okręgowymi: Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r. Warszawa, sierpień 2012, s. 12.

Jak wynika z danych GUS-u, zasób mieszkaniowy w Polsce w ciągu ostatnich lat systematycznie się zwiększał, co zostało przedstawione na rys. 2.

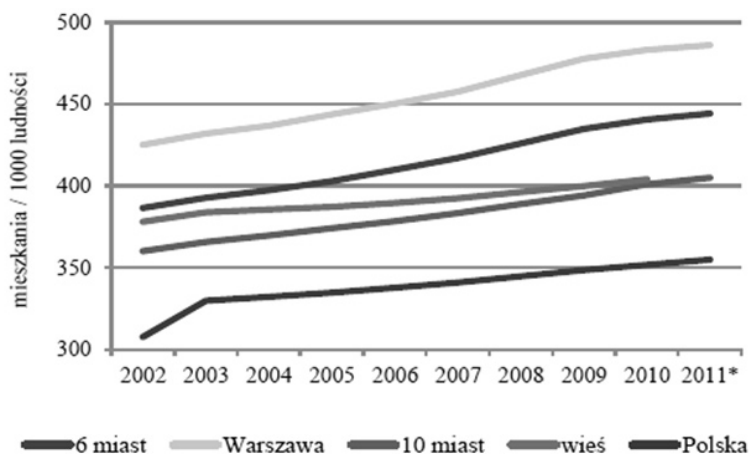


Rys. 2. Zasób mieszkaniowy w Polsce w latach 2002-2011 (w mln m²)

* Szacunek NBP dla roku 2011.

Źródło: Dane GUS, PONT Info, Sekocenbud. Opracowanie za: NBP, Instytut Ekonomiczny we współpracy z oddziałami okręgowymi: Op. cit., s. 13.

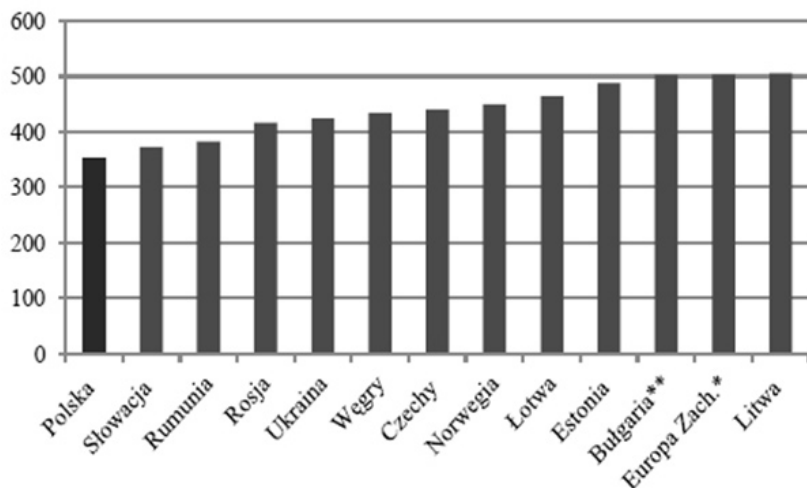
Zasób mieszkaniowy przypadający na 1000 osób w Polsce w ostatnich latach był zróżnicowany w zależności od miejsca położenia nieruchomości. Dane zostały przedstawione na rys. 3.



Rys. 3. Zasób mieszkaniowy na 1000 osób w Polsce w latach 2002-2011

Źródło: Dane GUS. Opracowanie za: NBP, Instytut Ekonomiczny we współpracy z oddziałami okręgowymi: Op. cit., s. 15.

W 2010 roku w skali kraju średnia liczba mieszkań na 1000 osób kształtowała się na poziomie ok. 350. Wartość ta w porównaniu do innych państw europejskich jest najniższa. Szczegółowe zestawienie zawiera rys. 4.



Rys. 4. Liczba mieszkań na 1000 osób w Europie w 2010 r.

* Wybrane kraje, tj. Austria, Dania, Finlandia, Francja, Włochy, Holandia, Hiszpania.

Źródło: Dane GUS. Opracowanie za: NBP, Instytut Ekonomiczny we współpracy z oddziałami okręgowymi: Op. cit., s. 15.

Polska, aby zbliżyć się do poziomu liczby mieszkań na 1000 osób właściwego dla państw Europy Zachodniej, potrzebować będzie ok. 15 lat, zakładając roczny przyrost nowo budowanych mieszkań na poziomie 100 000 mieszkań. W celu osiągnięcia takiego wyniku konieczne będzie wspieranie budownictwa poprzez różnego rodzaju instrumenty, to jest dotacje mieszkaniowe, ulgi podatkowe, ulgi amortyzacyjne⁴. Wzrost zasobów mieszkaniowych możliwy jest również do osiągnięcia poprzez działania państwa zmierzające do promowania budowy mieszkań na wynajem przez przedsiębiorstwa deweloperskie. Alternatywną formą finansowania tego typu projektów inwestycyjnych może być formuła partnerstwa publiczno-prywatnego, o czym szerzej będzie mowa w dalszej części.

⁴ A. Szelańska: Finansowanie społecznego budownictwa mieszkaniowego. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008, s. 344-346.

2. Finansowanie budowy mieszkań w Polsce ze szczególnym uwzględnieniem działalności deweloperskiej

Finansowanie budowy nowych mieszkań w Polsce opiera się na tradycyjnych źródłach finansowania, takich jak kapitały własne oraz kredyty bankowe. W Polsce głównymi instytucjami finansującymi budowę nowych mieszkań nie są ani rynki kapitałowe, ani inwestorzy instytucjonalni, które to instytucje są charakterystyczne dla modelu anglo-amerykańskiego budownictwa mieszkaniowego, lecz banki uniwersalne i komercyjne, które są typowe dla modelu niemieckiego budownictwa mieszkaniowego⁵.

Jak zostało wskazane powyżej, największa część własności zasobu mieszkaniowego należy do trzech głównych grup podmiotów, to jest osób fizycznych, spółdzielni oraz gmin. Podmioty te są głównymi inwestorami na rynku nieruchomości mieszkaniowych. W polskich warunkach udział przedsiębiorstw deweloperskich w strukturze własnościowej zasobu mieszkaniowego jest ograniczony, co wiąże się z faktem, że w zakresie działań deweloperów w obszarze nieruchomości mieszkaniowych jest głównie budowa mieszkań z przeznaczeniem na ich sprzedaż. Deweloperzy nie podejmują projektów mieszkaniowych na wynajem. Z jednej strony, biorąc pod uwagę istniejącą w Polsce lukę mieszkaniową można stwierdzić, że występują niezaspokojone potrzeby mieszkaniowe, a tym samym istnieje obszar potencjalnej aktywności inwestycyjnej deweloperów. Z drugiej zaś strony nie ma zainteresowania deweloperów realizacją takich projektów inwestycyjnych. Przyczyn takiego stanu rzeczy doszukiwać się można w uwarunkowaniach gospodarczych oraz prawnych. Potrzeby mieszkaniowe najbiedniejszych gospodarstw domowych, których nie stać na najem mieszkania po cenach rynkowych, mogą być zaspokojone poprzez budowę mieszkań niskoczynszowych na wynajem, w związku z czym zainteresowanie ofertą deweloperską mieszkań do wynajęcia po cenach rynkowych może być niskie. Z kolei uwarunkowania prawne, a w szczególności obowiązujące w Polsce rozwiązania legislacyjne w zakresie ochrony lokatorskiej oraz funkcjonowania formuły partnerstwa publiczno-prywatnego, skutecznie hamują aktywność deweloperską w realizacji projektów mieszkaniowych na wynajem. Można jednak założyć, że zmiany w najbliższej przyszłości pójdą w kierunku usprawnienia funkcjonowania tego obszaru aktywności gospodarczej, dając podstawy do podejmowania projektów deweloperskich

⁵ E. Zawadzki: Bariery rozwoju budownictwa mieszkaniowego w Polsce. Kancelaria Sejmu, Biuro Studiów i Ekspertyz, Wydział Analiz Ekonomicznych i Społecznych, Raport 190, Maj 2001, s. 4.

w zakresie budowy mieszkań na wynajem m.in. z wykorzystaniem formuły partnerstwa publiczno-prywatnego przedsiębiorstw deweloperskich i gmin. Zmiany takie mogą dać szansę dalszego rozwoju dewelopingu w Polsce i z tego względu należy uznać je za potrzebne.

3. Wykorzystanie *project finance* w celu finansowania budowy mieszkań na wynajem

Metoda *project finance* jest jednym z możliwych do zastosowania sposobów finansowania projektów inwestycyjnych. Specyfika *project finance* opiera się na pewnych charakterystycznych cechach. Przedmiotem finansowania jest wyodrębniony projekt inwestycyjny (zazwyczaj nowy projekt), którego finansowanie organizowane jest przez wyodrębniony podmiot – spółkę celową SPV⁶. Struktura finansowa charakteryzuje się wysokim udziałem długu. Wierzyciele projektu nie mają regresu względem inwestorów lub regres ten w znacznym stopniu jest ograniczony⁷. W odróżnieniu od finansowania korporacyjnego, źródłem spłaty zaciągniętych przez spółkę celową zobowiązań są prognozowane przepływy pieniężne projektu, a w ostateczności aktywa rzeczowe projektu⁸.

W świecie metoda *project finance* znalazła najszersze zastosowanie w finansowaniu projektów infrastrukturalnych realizowanych w formule PPP, np. budowa płatnych odcinków autostrad, elektrowni, szpitali itp. *Project finance* w praktyce gospodarczej stosowane jest również w finansowaniu projektów podejmowanych przez prywatnych inwestorów w działalności deweloperskiej w obszarze nieruchomości komercyjnych CRE. W polskiej literaturze przedmiotu o wykorzystaniu *project finance* w działalności deweloperskiej jako pierwszy pisał K. Czerkas⁹. Za wykorzystaniem *project finance* do finansowania nieruchomości komercyjnych przemawia fakt, że generują one stałe przepływy pieniężne z tytułu wynajmu powierzchni użytkowych, które umożliwiają spłatę zaciągniętego kredytu

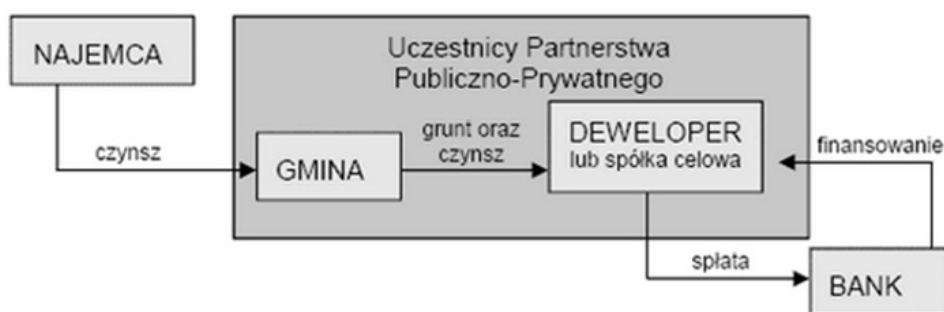
⁶ S. Gatti: *Project Finance in Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*. Academic Press, California-San Diego 2008, s. 2 i nast.

⁷ J. Dewar: *International Project finance: Law and Practice*. Oxford University Press, New York 2011, s. 21 i nast.

⁸ S.L. Hoffman: *The Law and Business of International Project Finance: A Resource for Governments, Sponsors, Lawyers, and Project Participants*. Cambridge University Press, Cambridge 2007, s. 19.

⁹ K. Czerkas: *Project finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności deweloperskiej*. Twigger, Warszawa 2002, s. 26 i nast.

wraz z odsetkami i prowizjami. W polskich realiach *project finance* może zostać wykorzystane w finansowaniu budowy mieszkań na wynajem. Mieszkania takie generują przepływy pieniężne w postaci czynszów płaconych przez najemców względnie przez podmiot sektora publicznego – gminę w oparciu o stosowne postanowienia umowy o partnerstwie publiczno-prywatnym. Rys. 5 przedstawia strukturę podmiotową projektu deweloperskiego w formule partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP).



Rys. 5. Struktura podmiotowa projektu deweloperskiego na zasadach *project finance*.

Źródło: PPP sposób na finansowanie mieszkalnictwa w gminach. „Finanse Publiczne” 2007, nr 3.

Dodać należy, że finansowanie projektów mieszkaniowych z przeznaczeniem na wynajem może, ale nie musi opierać się na formule PPP. W dalszej części uwaga zostanie skupiona na problemach związanych z implementacją projektów deweloperskich w obszarze budowy mieszkań na wynajem w świetle obowiązujących przepisów prawa.

4. Bariery prawne ograniczające rozwój działalności deweloperskiej w zakresie budownictwa mieszkaniowego z przeznaczeniem na wynajem

Występujący w Polsce deficyt mieszkań świadczy o istniejących potrzebach mieszkaniowych. Potrzeby te mogą zostać zaspokojone poprzez budowę nowych mieszkań przez deweloperów z przeznaczeniem na wynajem. Dotychczasowa aktywność deweloperska skupiała się wyłącznie na budowie mieszkań na sprzedaż. Przyczyn takiego stanu dopatrywać się można m.in. w obowiązującym stanie prawnym. Wynajem lokali mieszkalnych reguluje szczególnie reżim prawny prze-

widujący daleko idącą ochronę lokatora, która skutecznie zniechęca deweloperów przed podejmowaniem tego typu projektów inwestycyjnych.

W Polsce najem lokali mieszkalnych regulują przepisy kodeksu cywilnego w części ogólnej dotyczącej umowy najmu (art. 659-679 k.c.) oraz w przepisach szczególnych o najmie lokali (art. 680-692 k.c.)¹⁰. Regulacja ta została uzupełniona ustawą o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie kodeksu cywilnego z dnia 21 czerwca 2001 roku, zwaną dalej u.o.p.l.¹¹. Ustawa o ochronie praw lokatorów od chwili uchwalenia jej pierwotnego brzmienia przechodziła kilka nowelizacji, które jednak nie doprowadziły w większym stopniu do ograniczenia przewidzianej w niej ochrony lokatorów. Zasadniczymi celami uchwalenia tej ustawy miały być m.in.¹²:

- likwidacja dotychczasowych nierówności i uregulowanie uprawnień oraz obowiązków lokatorów w sposób kompleksowy;
- ustalenie pewnych norm i standardów, jakie muszą być zachowane, gdy mamy do czynienia z odpłatnym użytkowaniem mieszkania, ale przy jednoczesnym zachowaniu możliwości kształtowania warunków umów i ich elastyczności.

Ustawa o o.p.l. przewiduje ochronę praw lokatorów będących osobami fizycznymi, którzy najmują odpłatnie lokal w celu zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych lub najmujących lokal będący pracownią służącą twórcy do prowadzenia działalności w dziedzinie kultury i sztuki, z wyjątkiem najmu pomieszczeń z przeznaczeniem do krótkotrwałego pobytu osób (art. 2 ust. 1 pkt. 4 u.o.p.l.). Ustawa ta nie znajduje zastosowania do najmu pomieszczeń w budynkach biurowych, hotelach itp. Z tego też względu nie stanowi bariery dla inwestowania w tego typu aktywa rzeczowe przez deweloperów.

Omawiana ustawa w istotny sposób ingeruje w swobodę zawierania umów w zakresie najmu lokali z przeznaczeniem na zamieszkanie. Ustawodawca reguluje w odmienny sposób niż ma to miejsce w przypadku ogólnych przepisów o najmie takie kwestie jak:

- wypowiedzenie umowy,
- waloryzacja czynszu,
- kaucja.

Przepisy te stawiają lokatora w uprzywilejowanej pozycji, ograniczając w istotny sposób swobodę kontraktową. Dla dewelopera pragnącego wynająć wy-

¹⁰ Szerzej: Kodeks cywilny. Komentarz do artykułów 450-1088. Tom II. Red. K. Pietrzykowski. C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 460 i nast.

¹¹ Ustawa z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego. Dz.U. z 2001 r., nr 71, poz. 733 z późn. zm.

¹² E. Bończak-Kucharczyk: Ochrona praw lokatorów i najem lokali mieszkalnych. Komentarz. Wydawnictwo ABC a Wolters Kluwer, Kraków 2011, s. 24-26.

budowane mieszkanie oznacza to zwiększone ryzyko, które może nie zostać zaakceptowane przez instytucje uczestniczące w sfinansowaniu takiego projektu z wykorzystaniem metody *project finance*.

Główną barierą rozwoju dewelopingu w zakresie wynajmu lokali mieszkalnych stanowi regulacja wypowiedzenia umowy najmu. Zgodnie z treścią przepisu art. 11 ust. 1 u.o.p.l. wypowiedzenie umowy najmu przez właściciela lokalu mieszkalnego może nastąpić wyłącznie z przyczyn określonych w przepisach art. 11 ust. 2-5 oraz w art. 21 ust. 4 i 5 u.o.p.l., to jest:

- niezgodne z umową lub przeznaczeniem używanie lokalu;
- zwłoka w zapłacie czynszu lub innych opłat za używanie lokalu co najmniej za trzy pełne okresy płatności pomimo uprzedzenia o zamiarze wypowiedzenia umowy;
- wynajęcie, podnajęcie albo oddanie do bezpłatnego użytkowania lokalu lub jego części bez zgody właściciela;
- w celu opróżnienia mieszkania w związku z koniecznością remontu budynku lub rozbiórki.

Szczególnie niekorzystne dla dewelopera postanowienia zawarte zostały w przepisach art. 11 ust. 5 i 6 u.o.p.l., które przewidują, że wypowiedzenie może nastąpić w przypadkach, gdy właściciel zamierza zamieszkać w należącym do niego lokalu. Jednak gdy właściciel nie zamieszka w lokalu lub zaniecha zamieszkania, wówczas lokator jest uprawniony do powrotu do lokalu albo do żądania wyrównania różnicy w czynszu i w opłatach, które płaci obecnie w stosunku do tych, które płacił w ramach wypowiedzianego stosunku prawnego¹³. Ustawodawca przewidział w powołanych przepisach długi, trzyletni termin wypowiedzenia. Okres ten uznać należy za zbyt długi.

Godnym podkreślenia jest fakt, że wypowiedzenie umowy najmu z tytułu zwłoki, o której mowa w art. 11 ust. 2 pkt 2 u.o.p.l., obejmuje zwłokę z zapłatą czynszu lub innych opłat za używanie lokalu, nie obejmuje zaś opłat określonych w ustawie jako niezależnych od właściciela, takich jak opłaty za dostawę gazu, energii, wody oraz odbiór nieczystości (art. 2 ust. 1 pkt 8 u.o.p.l.)¹⁴.

Tak ukształtowaną regulację dotyczącą wypowiedzenia umowy najmu lokalu mieszkalnego należy uznać za niedostosowaną do potrzeb działalności deweloperskiej finansowanej z wykorzystaniem metody *project finance*, gdyż nie chroni

¹³ Dodać należy, że w takim przypadku obojętna jest przyczyna wypowiedzenia. Zob. Z. Bidziński: Nowa regulacja prawna w zakresie ochrony lokatorów. KPP 2001, nr 4, s. 865.

¹⁴ M. Pecyna: Podmiotowe i przedmiotowe przesłanki skuteczności wygaśnięcia stosunku najmu lokalu na tle regulacji ustawy z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie kodeksu cywilnego. TPP 2002, nr 1-2, s. 45-92.

ona wystarczająco uzasadnionego interesu zarówno dewelopera, jak i instytucji finansowych uczestniczących w sfinansowaniu projektu.

W kontekście rozwoju działalności deweloperskiej w obszarze wynajmu lokali mieszkalnych barierę stanowią również przepisy regulujące sposób waloryzacji czynszu. W tym zakresie polski ustawodawca głęboko ingeruje w swobodę zawierania umów. Zgodnie z przepisem art. 8a u.o.p.l. podwyżka czynszu może nastąpić wyłącznie w przypadku spełnienia przewidzianych w ustawie przesłanek. Ponadto podwyższenie czynszu nie może być dokonywane częściej niż co 6 miesięcy z wyjątkiem opłat (art. 9 ust. 1b u.o.p.l.). Biorąc pod uwagę długi termin wypowiedzenia wynoszący w tym przypadku 3 miesiące, czyni to powyższą regulację niekorzystną dla dewelopera.

Dokonując analizy zapisów ustawy o ochronie praw lokatorów w jej aktualnym brzmieniu stwierdzić należy, że stanowi ona przeszkodę dla rozwoju budownictwa mieszkaniowego z przeznaczeniem na wynajem realizowanego przez przedsiębiorstwa deweloperskie. Przyjęte rozwiązania legislacyjne nie są dostosowane do współczesnych wymogów gospodarki wolnorynkowej. Co więcej, w przypadku realizowania projektów deweloperskich z wykorzystaniem metody *project finance* utrudnia ona organizację finansowania poprzez nadmierną ingerencję w treść stosunku prawnego łączącego dewelopera z najemcą lokalu mieszkalnego. Sztucznie przyjęte ramy dotyczące przyczyn wypowiedzenia oraz zasad podwyższania czynszu nadmiernie ingerują w zasady wolnego rynku.

W świetle poczynionych uwag stwierdzić należy, że dla lepszego wykorzystania potencjału przedsiębiorstw deweloperskich i rozwoju budownictwa mieszkaniowego powinny zostać podjęte działania zmierzające do liberalizacji przepisów u.o.p.l., to jest w szczególności w zakresie przepisów art. 11 ust. 2-5 oraz art. 8a i 9 u.o.p.l.

Dodać należy, że w obowiązującym stanie prawnym pośrednio łagodzić skutki semiimperatywnych i bezwzględnie wiążących przepisów chroniących lokatorów może koncepcja partnerstwa publiczno-prywatnego¹⁵. Rozwiązanie takie jest dla deweloperów o tyle dogodne, że w sensie prawnym i organizacyjnym dewelopera realizującego projekt z wykorzystaniem *project finance* łączyłby stosunek prawny z gminą, nie zaś z lokatorami¹⁶ (w związku z wszystkimi z tego wynikającymi konsekwencjami, o których mowa w niniejszym artykule). W przypadku budowy mieszkań w ramach PPP gmina płaciłaby deweloperowi względnie SPV stosowne wynagrodzenie z tytułu dostępności oznaczonej liczby mieszkań, nie-

¹⁵ Szerzej: B.P. Korbus, M. Strawiński: Partnerstwo publiczno-prywatne. Nowa forma realizacji zadań publicznych. LexisNexis, Warszawa 2006, s. 282 i nast.

¹⁶ Zob. też: A. Szelągowska: Op. cit., s. 325 i nast.

zależnie od stopnia zamieszkania albo minimalnego wynagrodzenia odpowiednio zwiększanego w ramach systemu premii.

Dokonując oceny dotychczasowego funkcjonowania ustawy o partnerstwie publiczno-prywatnym¹⁷, w związku z rozwojem działalności deweloperskiej, należy mieć jednak umiarkowane oczekiwania. Wiąże się to z zapisami ustawy, która stawia wysokie wymagania warunkujące możliwość zawarcia umowy, o czym szeroko wypowiada się doktryna wspierana krytycznymi uwagami płynącymi z kręgów interesów gospodarczych.

Podsumowanie

Biorąc pod uwagę sytuację istniejącą na rynku nieruchomości mieszkaniowych można stwierdzić, że w chwili obecnej istnieją niezaspokojone potrzeby mieszkaniowe. Mimo to obecnie aktywność przedsiębiorstw deweloperskich skupia się wyłącznie wokół budowy mieszkań na sprzedaż. Deweloperzy w warunkach polskich nie decydują się na podejmowanie projektów inwestycyjnych obejmujących budowę mieszkań z przeznaczeniem na wynajem z wykorzystaniem metody *project finance* pomimo występującego deficytu mieszkaniowego. Przyczyn takiego stanu rzeczy doszukiwać się można m.in. w obowiązującym stanie prawnym, a to w szczególności w daleko idącej ochronie praw lokatorów. Aktualne brzmienie ustawy o ochronie praw lokatorów ogranicza możliwość zastosowania metody *project finance* do finansowania budowy mieszkań na wynajem. Zmiany legislacyjne polegające na ograniczeniu ochrony lokatorskiej mogą przyczynić się do wzrostu aktywności inwestycyjnej deweloperów i tym samym doprowadzić do rozwoju nowego obszaru działalności deweloperskiej w Polsce.

Literatura

- Bidziński Z.: Nowa regulacja prawna w zakresie ochrony lokatorów. KPP 2001, nr 4.
Bończak-Kucharczyk E.: Ochrona praw lokatorów i najem lokali mieszkalnych. Komentarz. Wydawnictwo ABC a Wolters Kluwer, Kraków 2011.
Czerkas K.: Finansowanie nieruchomości komercyjnych w Polsce. Instytut Rynku Hotelarskiego, Warszawa 2010.

¹⁷ Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Dz.U. z 2009 r., nr 19, poz. 100.

- Czerkas K.: *Project finance w polskiej praktyce. Zastosowanie w działalności deweloperskiej*. Twigger, Warszawa 2002.
- Dewar J.: *International Project Finance: Law and Practice*. Oxford University Press, New York 2011.
- Gatti S.: *Project Finance in Theory and Practice. Designing, Structuring, and Financing Private and Public Projects*. Academic Press, California-San Diego 2008.
- Hoffman S.L.: *The Law and Business of International Project Finance: A Resource for Governments, Sponsors, Lawyers, and Project Participants*. Cambridge University Press, Cambridge 2007.
- Kodeks cywilny. Komentarz do artykułów 450-1088. Tom II. Red. K. Pietrzykowski. C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Korbus B.P., Strawiński M.: *Partnerstwo publiczno-prywatne. Nowa forma realizacji zadań publicznych*. LexisNexis, Warszawa 2006.
- NBP, Instytut Ekonomiczny we współpracy z oddziałami okręgowymi: *Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011 r.* Warszawa, sierpień 2012.
- Pecyna M.: *Podmiotowe i przedmiotowe przesłanki skuteczności wygaśnięcia stosunku najmu lokalu na tle regulacji ustawy z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego*. TPP 2002, nr 1-2.
- PPP sposób na finansowanie mieszkalnictwa w gminach. „Finanse Publiczne” 2007, nr 3.
- Raport analityczny: *Dom Inwestycyjny BRE Banku S.A. Rynek deweloperski mieszkań*. 25 marca 2009, http://i.wp.pl/a/dibre/aspolek/deweloperzy__250309.pdf.
- Strategia długofalowego rozwoju sektora mieszkaniowego na lata 2005-2025. Warszawa 2005. Załącznik: *Uwarunkowania sektora mieszkaniowego 2005-2013*, http://www.ign.org.pl/files/content/282/uwarunkowania_sektora_mieszkaniowego_2005_2013.pdf.
- Szelągowska A.: *Finansowanie społecznego budownictwa mieszkaniowego*. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2008.
- Ustawa z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie Kodeksu cywilnego. Dz.U. z 2001 r., nr 71, poz. 733 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Dz.U. z 2009 r., nr 19, poz. 100.
- Założenia projektu ustawy o społecznym zasobie mieszkań czynszowych, społecznych grupach mieszkaniowych oraz o zmianie niektórych innych ustaw. Ministerstwo Infrastruktury, Warszawa, 29 kwietnia 2010.
- Zawadzki E.: *Bariery rozwoju budownictwa mieszkaniowego w Polsce*. Kancelaria Sejmu, Biuro Studiów i Ekspertyz, Wydział Analiz Ekonomicznych i Społecznych, Raport 190, maj 2001.

THE LIMITATIONS OF APPLYING THE PROJECT FINANCE METHOD IN FINANCING RESIDENTIAL PROPERTIES FOR LEASE ACCORDING TO RELEVANT POLISH LEGISLATION

Summary

The article addresses the problem of applying the project finance method for financing investment project in the area of residential properties by developers. The author has limited his attention to financing the investment projects within the area of residential properties planned for lease. The article attempts to analyze the possibility of using the project finance method to the developers' business activity in current economic and legal environment.

II UWARUNKOWANIA DZIAŁALNOŚCI INWESTYCYJNEJ NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Henryk Gawron

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

EWOLUCJA STRUKTURY OFERT NA WTÓRNYM RYNKU MIESZKANIOWYM W POZNANIU W LATACH 2007-2012

1. Cechy rynku mieszkaniowego i jego koniunkturalny rozwój

Mieszkania to podstawowy rodzaj nieruchomości. Tak więc rynek mieszkaniowy stanowi najważniejszy segment rynku nieruchomości. Rynek mieszkaniowy nie jest jednolity i można go podzielić na kilka segmentów. Można więc wyróżnić rynek mieszkań w budownictwie wielorodzinnym, rynek domów jednorodzinnych, rynek wynajmu mieszkań czy domów itd. Rynek mieszkaniowy można też oczywiście podzielić według wielu innych kryteriów. Można wyróżnić więc takie kryteria jego podziału jak: rodzajowe, przestrzenne, wiekowe, jakościowe itd. Istotne znaczenie ma podział rynku mieszkaniowego na tzw. rynek pierwotny i wtórny. Pierwotny rynek mieszkaniowy – to rynek sprzedaży lub wynajmu nowych mieszkań. Rynek wtórny obejmuje mieszkania już zamieszkane, użytkowane. W strukturze obrotów na rynku dominują mieszkania już użytkowane. Mechanizm kształtowania się popytu i podaży na rynku pierwotnym i wtórnym nieco się różni. Istnieją jednak określone sprzężenia pomiędzy kształtowaniem się zjawisk i procesów na wymienionych rodzajach rynku mieszkaniowego.

Niezależnie od swoich różnych odmian i rodzajów rynek mieszkaniowy ma jednak wiele wspólnych cech. Do podstawowych można zaliczyć chociażby następujące¹:

- 1) zróżnicowany charakter pod względem rzeczowym i przestrzennym;
- 2) słabe rozpoznanie mechanizmów jego kształtowania się;
- 3) słabe zorganizowanie;
- 4) skomplikowany wybór i nie w pełni racjonalne decyzje klientów;
- 5) koniunkturalny charakter rozwoju.

Rynek mieszkaniowy jest zjawiskiem dość skomplikowanym i jego stan oraz rozwój zależą od wielu zjawisk i procesów². Do podstawowych czynników decydujących o rozwoju rynku mieszkaniowego można zaliczyć chociażby takie jak: demograficzne, społeczne, ekonomiczne, polityczne, prawne czy kulturowe itd. Śledząc dynamikę rozwoju zjawisk na rynku mieszkaniowym, można zauważyć jego cykliczny rozwój³. Tak więc takie zjawiska jak popyt czy podaż, poziom cen transakcyjnych, liczba i struktura transakcji podlegają cyklicznym wahaniom⁴. Wielu ekonomistów próbuje wyjaśnić mechanizm cyklicznego rozwoju rynku mieszkaniowego i powstawanie na nim zjawiska nadmiernego, ponad faktyczną wartość wzrostu w okresach ożywienia poziomu cen mieszkań, czyli tzw. bańki cenowej⁵.

W Polsce rynek mieszkaniowy odrodził się w ramach powrotu do gospodarki rynkowej. Proces transformacji gospodarczej spowodował załamanie dotychczasowego systemu finansowania i realizacji budownictwa mieszkaniowego. Powstał nowy rynkowy system realizacji budownictwa mieszkaniowego oparty na działalności rynkowej firm deweloperskich. Wielkość nowych mieszkań sprzedawanych na rynku podlegała pod wpływem bieżącej sytuacji gospodarczej i finansowej okresowym wahaniom. Dopiero jednak znaczne przyspieszenie wzrostu cen i obrotów w latach 2006-2007 spowodowało w naszym kraju wzrost społecznego zainteresowania mechanizmem rozwoju rynku mieszkaniowego. Po tym okresie kilkunastomiesięcznego ożywienia nastąpił jednak dość szybko krach: załamanie się obrotów i znaczący spadek cen mieszkań. Przed analitykami rynku mieszkaniowego stawiano niecierpliwie pytania: jak głębokie będzie to załamanie, jakie są jego przyczyny, jak długo będzie to trwać? Jakie skutki dla gospodar-

¹ A. Mayer: *Teorie und Politik des Wohnungmarktes*. Drucker und Humboldt, Berlin 1998.

² *Microeconomic models of housing markets*. Ed. K. Stahl. Springer, Berlin 1985.

³ *Wohnungmarktsimulationsmodelle*. Hrsg. P. Schacht. Bundesminister für Raumordnung, Bauwesen und Stadtbau, Bonn 1981.

⁴ *Housing markets nad the global financial crisis*. Ed. F. Ray, Y. Ngai-Ming. Northampton, Cheltenham 2011.

⁵ K.T. Rosen: *Seasonal cycles in the housing market*. MIT Press, Cambridge 1979.

ki może przynieść takie załamanie na rynku mieszkaniowym? Należy pamiętać, że mieszkania należą do dóbr komplementarnych, a więc ich zwiększony zakup czy zmiana właścicieli powodują w konsekwencji wzrost zapotrzebowania na wiele dóbr i usług komplementarnych. Powoduje to znany efekt mnożnikowy popytu na mieszkania. Do rynków sprzężonych z rynkiem zakupu mieszkań można zaliczyć chociażby takie rynki jak: rynek materiałów i usług budowlanych, rynek artykułów wyposażenia mieszkań, rynek zaopatrzenia w media i usług mieszkaniowych. Zakup mieszkania to znaczny wydatek, którego nie można pokryć z bieżących przychodów. Większość ludzi zakupuje mieszkania, korzystając z kredytów hipotecznych. Istotny wpływ na stan koniunktury na rynku mieszkaniowym ma więc rynek finansowy. Wahania obrotów na rynku mieszkaniowym są efektem różnych zmian koniunkturalnych w gospodarce, ale z drugiej strony wywierają też istotny wpływ na stan gospodarki. Tak więc wszelkie niekorzystne zmiany na rynku mieszkaniowym wywołują wiele pytań. Odpowiedź na takie pytania nie jest jednak łatwa.

Autor tego artykułu próbuje prześledzić zjawiska kryzysowe na jednym z lokalnych rynków nieruchomości w Polsce, a mianowicie w Poznaniu, i odpowiedzieć na pytanie: jakie ów kryzys spowodował zmiany w strukturze obrotów na tym lokalnym rynku mieszkaniowym?

2. Analiza zmian w strukturze ofert mieszkaniowych

W okresie ostatnich kilku lat następowały istotne zmiany w strukturze ofert na poznańskim rynku mieszkaniowym⁶. Przedłużający się kryzys na rynku nieruchomości spowodował przede wszystkim spadek wielkości obrotów i przeciętnego poziomu cen mieszkań. Pogarszanie się sytuacji dochodowej ludności i wzrost wymagań banków w zakresie zdolności kredytowych klientów poważnie ograniczały popyt na rynku mieszkaniowym. Pojawia się interesujące pytanie – w jaki sposób do tych pogarszających się warunków finansowych potencjalnych nabywców dostosowywała się oferta mieszkań na rynku wtórnym. Podaż mieszkań była stosunkowo duża i urozmaicona. Rosnącą część ofert stanowiły mieszkania stosunkowo nowe, a nawet niezamieszkane, które ich właściciele kupili z nadzieją na dalszy wzrost ich wartości w okresie boomu na rynku mieszkaniowym. Udział w ofercie rynkowej tej grupy nieco droższych od eksploatowanych przez dłuższy

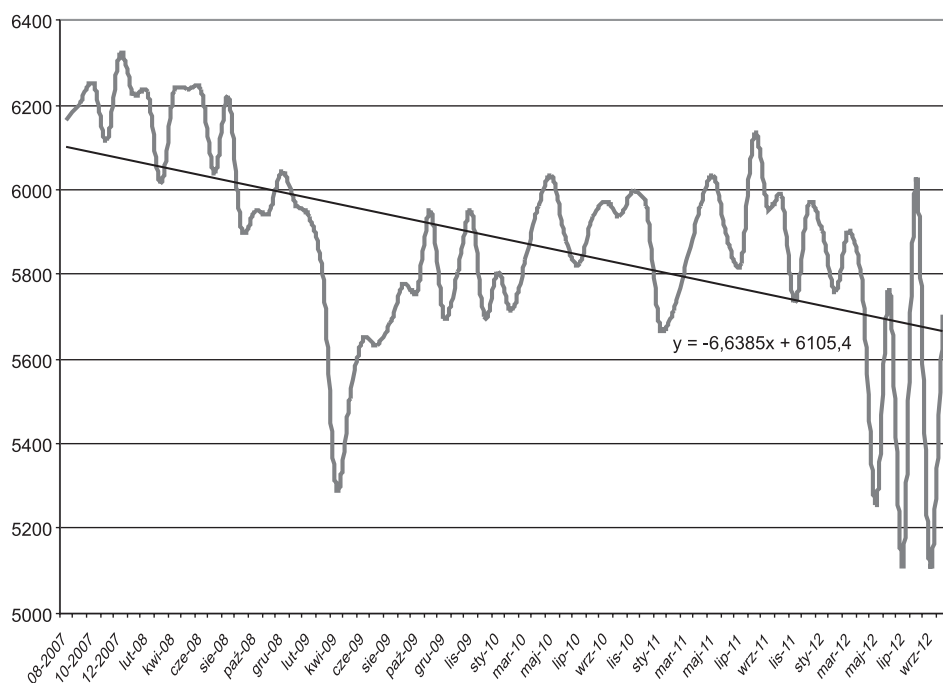
⁶ H. Gawron: Potrzeby mieszkaniowe klientów na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania. Katedra Inwestycji i Nieruchomości, UE w Poznaniu, Poznań 2012.

czas starszych mieszkań nieco zahamował ogólną tendencję spadkową cen ofertowych na wtórnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu.

Autor swoją analizę przeprowadził na podstawie zbioru ofert rynkowych mieszkań na wtórnym rynku w Poznaniu, które pojawiały się w latach 2007-2012. Taki zbiór liczył prawie 15 tys. ofert i jeżeli nie uwzględniał nawet wszystkich oferowanych do sprzedaży mieszkań, to można go uznać za reprezentatywny i umożliwiający ocenę sytuacji na wtórnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu w ciągu kilku ostatnich lat.

Ogólnie tendencja średnich cen ofertowych mieszkań na rynku wtórnym w Poznaniu kształtowała się w latach 2007-2012 następująco – zob. rys. 1.

tendencja cen 7.2007-9.2012

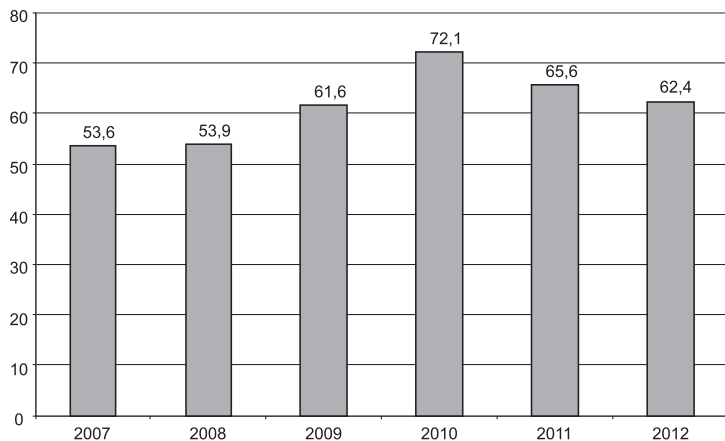


Rys. 1. Tendencja średnich cen ofertowych mieszkań na rynku wtórnym w Poznaniu w latach 2007-2012

Źródło: Dane Katedry Inwestycji i Nieruchomości UE w Poznaniu.

Jak wynika z rys. 1 – średni poziom cen ofertowych mieszkań spadł w analizowanym okresie o ponad 20%. Zmieniała się też pod wpływem zmian możliwości finansowych potencjalnych klientów struktura ofert mieszkań pod względem wielkości. Ograniczone na skutek zaostrzonych kryteriów bankowych możliwości nabywcze klientów spowodowały, że na rynku poszukiwane były przede wszystkim

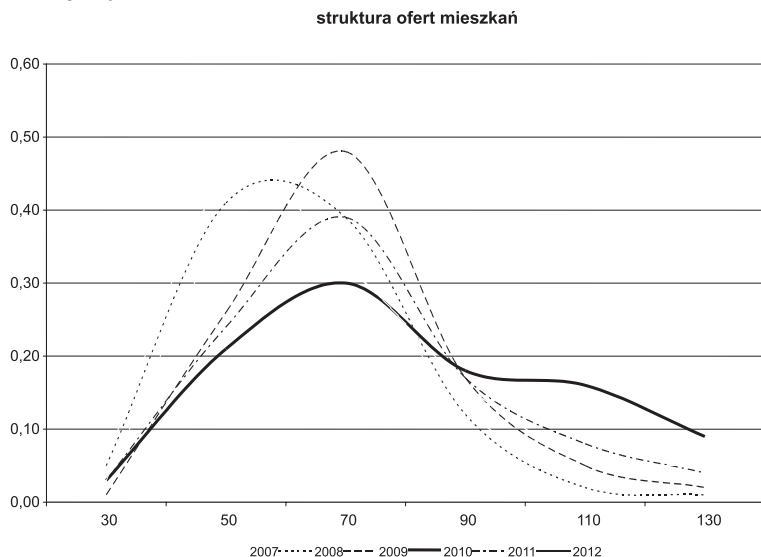
kim małe mieszkania. Średni metraż oferowanych na wtórnym rynku mieszkań ilustruje rys. 2.



Rys. 2. Średni metraż mieszkań oferowanych na wtórnym rynku w Poznaniu

Źródło: Ibid.

Oczywiście na rynku oferowano różne typy mieszkań. Zmiany w strukturze oferowanych do sprzedaży mieszkań na rynku wtórnym w Poznaniu w badanych latach ilustruje rys. 3.



Rys. 3. Struktura oferowanych do sprzedaży mieszkań na rynku wtórnym w Poznaniu w badanych latach

Źródło: Ibid.

Jak wynika również z rys. 3 – struktura ofert pod względem wielkości mieszkań wyraźnie zmieniała się w poszczególnych latach. Gdyby próbować jednak generalnie ocenić strukturę badanych mieszkań – to udział poszczególnych kategorii mieszkań pod względem powierzchni kształtował się następująco – zob. tabela 1.

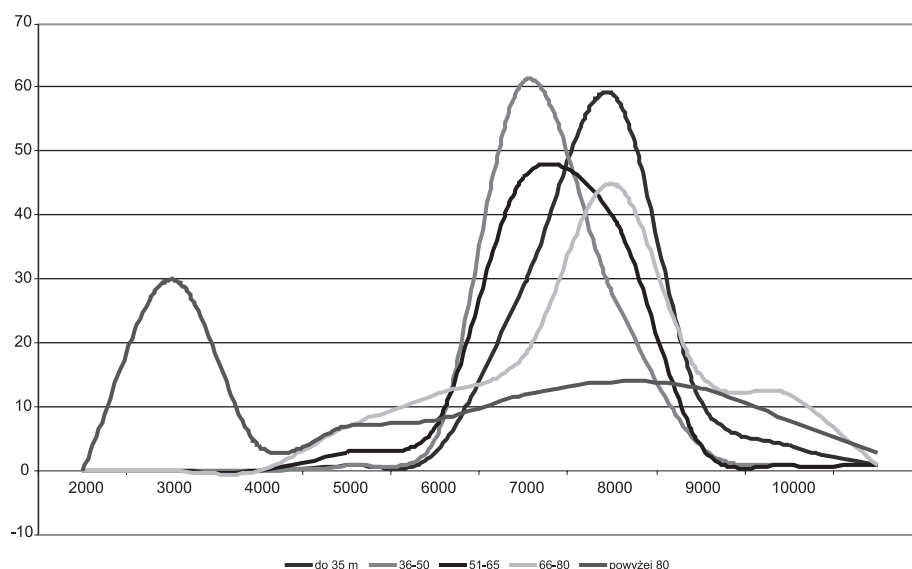
Tabela 1

Udział poszczególnych kategorii mieszkań pod względem powierzchni w ofercie rynkowej

Powierzchnia mieszkań w m ²	Udział w %
Do 35	12
36-50	31
51-65	33
66-80	17
Powyżej 85	7

Źródło: Ibid.

Struktura cen ofert w każdej kategorii mieszkań pod względem ich powierzchni użytkowej była zróżnicowana – co ilustruje rys. 4. W większości grup mieszkań można było zaobserwować układy dość symetryczne. Zdecydowanie pod tym względem różniła się jednak kategoria mieszkań największych, a więc o powierzchni powyżej 80 m².



Rys. 4. Struktura cen ofert w różnych pod względem ich powierzchni użytkowej kategoriach mieszkań

Źródło: Ibid.

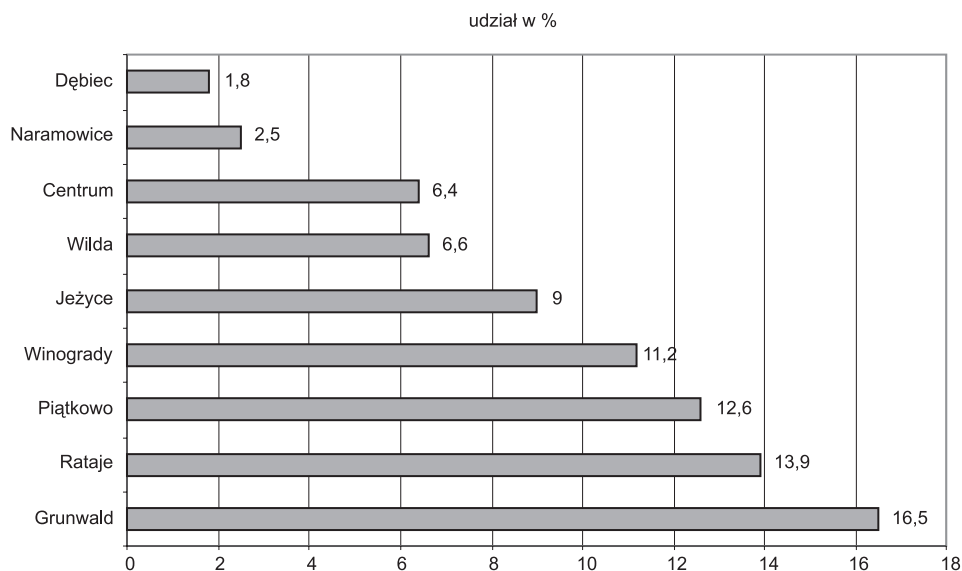
Również struktura ofert pod względem ich lokalizacji zmieniała się w poszczególnych latach. Gdyby próbować syntetycznie ocenić analizowane oferty pod względem ich lokalizacji w różnych rejonach Poznania, to można to przedstawić następująco – zob. tabela 2 i rys. 5.

Tabela 2

Struktura ofert pod względem ich lokalizacji

Rejony Poznania	Udział w ofercie w %
Centrum	6,4
Dębiec	1,8
Grunwald	16,5
Jeżyce	9,0
Naramowice	2,5
Piaskowo	12,6
Rataje	13,9
Wilda	6,6
Winogrody	11,2
pozostałe	12,7

Źródło: Ibid.

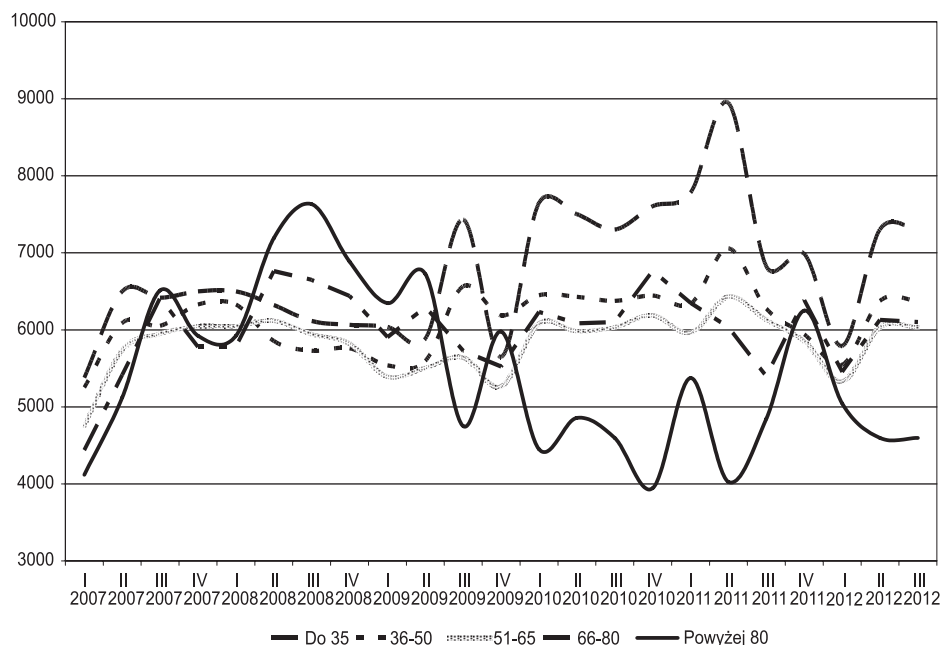


Rys. 5. Struktura ofert mieszkań pod względem ich lokalizacji

Źródło: Ibid.

Tendencje kształtowania się cen ofertowych różnych kategorii mieszkań były zróżnicowane w czasie. Czy można było ustalić jakieś wyraźne tendencje, ana-

lizując kształtowanie się cen ofertowych z punktu widzenia wielkości kategorii mieszkań? Tendencje kształtowania się cen ofertowych mieszkań w poszczególnych grupach pod względem powierzchni ilustruje rys. 6.

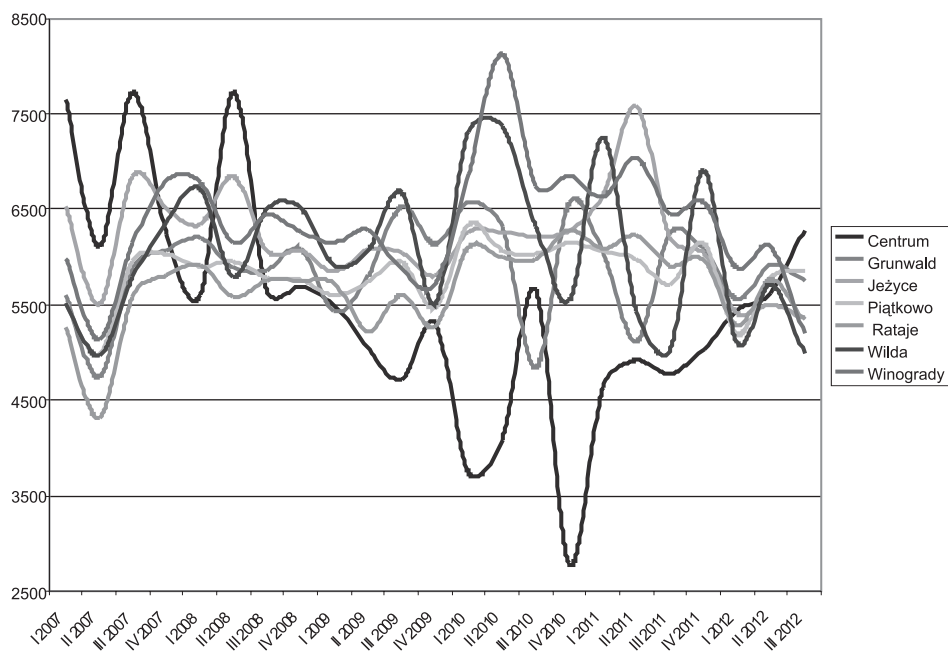


Rys. 6. Tendencje kształtowania się cen ofertowych różnych kategorii mieszkań

Źródło: Ibid.

Jak wynika z rys. 6, zdecydowaną tendencję spadkową można stwierdzić w grupie największych mieszkań, o powierzchni przekraczającej 80 m². Ceny ofertowe małych mieszkań, na które utrzymywał się duży popyt, w pewnym okresie nawet wzrastały. Średnie ceny mieszkań o powierzchni od 61 do 80 m² nie wykazywały wyraźnej tendencji spadkowej, ale dlatego, że struktura tej grupy ciągle się zmieniała i stosunkowo dużą część ofert w tej kategorii stanowiły nowe mieszkania.

Być może wyraźniej tendencje spadkowe mieszkań można było zaobserwować, analizując kształtowanie się cen ofertowych w poszczególnych rejonach Poznania? Tendencje kształtowania się średnich cen ofertowych mieszkań w kolejnych kwartałach badanego okresu w poszczególnych rejonach Poznania ilustruje rys. 7.



Rys. 7. Tendencje kształtowania się średnich cen ofertowych mieszkań w okresie 1.2007-9. 2012 w poszczególnych rejonach Poznania

Źródło: Ibid.

Jak wynika z rys. 7, wyraźną tendencję spadkową średnich cen ofertowych można było zauważyć jedynie w centrum miasta, gdzie przeważają starsze mieszkania. W ofertach mieszkań na Wildzie czy Grunwaldzie – gdzie pojawiało się wiele ofert nowych mieszkań – ceny w pewnych kwartałach wykazywały nawet tendencję wzrostową.

3. Czynniki determinujące poziom i strukturę cen ofertowych mieszkań w analizowanym okresie

Jak wynika z przeprowadzonych badań ankietowych opinii klientów, głównym czynnikiem determinującym wybór klientów były ceny mieszkań. Klienci poszukiwali na lokalnym rynku przede wszystkim małych mieszkań o cenie z reguły nie wyższej niż 250-300 tys. PLN. Trzeba jednak zaznaczyć, że oferta mieszkań była wyjątkowo bogata oraz zróżnicowana i w analizowanym okresie znacznie przekraczała wielkość faktycznego popytu. Tak więc klienci poszukują-

cy mieszkań porównywali wiele ofert i okres negocjacji warunków zakupu trwał znacznie dłużej niż w okresie ożywienia na rynku mieszkaniowym. Pewna część negocjowanych transakcji w ogóle nie dochodziła do skutku.

Czy takie czynniki jak np.: lokalizacja mieszkań, ich standard czy położenie (kondygnacja) lokalu w budynku miały również wpływ na wybór klientów? W Poznaniu w badanym okresie nie występowały zbyt duże różnice (poza wyjątkami) w poziomie cen w zależności od lokalizacji. Część klientów miała określone preferencje dotyczące lokalizacji mieszkań, ale często z nich rezygnowała, biorąc pod uwagę różnice w poziomach cen. W toku badań określono atrakcyjność lokalizacji w poszczególnych rejonach Poznania w skali od 1 do 5 i powiązano takie oceny punktowe z cenami ofertowymi mieszkań. Wynik badania współzależności między atrakcyjnością ogólną lokalizacji a ceną 1 m² nie potwierdził zbyt silnej zależności między wymienionymi cechami ofert mieszkań. Dopiero w toku bardziej szczegółowej analizy, w której brano już pod uwagę dokładniej określone lokalizacje poszczególnych ofert (konkretne ulice), udało się jednak potwierdzić, że taka współzależność występuje. Na podstawie analizy danych udało się ustalić, że ceny ofertowe mieszkań pozostają dość silnie uzależnione od standardu mieszkania, często jednak dość subiektywnie określanego przez dotychczasowych właścicieli mieszkań. Można też było zakładać, że ceny ofertowe 1 m² mieszkań różnią się w zależności od powierzchni mieszkań. Ceny mieszkań większych, na które był jednak dość ograniczony popyt, były w przeliczeniu na 1 m² znacznie niższe. Współczynnik Pearsona, na podstawie którego w badanej grupie mieszkań próbowano określić współzależność między ceną 1 m² a powierzchnią mieszkań, wynosił -0,323. Natomiast nie udało się ustalić większego wpływu położenia na kondygnacji w budynku na cenę ofertową 1 m² mieszkań. Takie stwierdzenie chociażby w konfrontacji z realiami rynku może budzić zdziwienie. Z reguły przecież ceny na wyższych kondygnacjach, szczególnie w budynkach wysokich, czy na ostatnich kondygnacjach nawet w budynkach niskich są faktycznie nieco tańsze od lepszych lokalizacji mieszkań w budynku. Trzeba jednak wziąć pod uwagę fakt, że pośrednicy w obrocie nieruchomościami, przyjmując do sprzedaży lokale, na ogół niechętnie przyjmują oferty mieszkań położonych na najwyższych kondygnacjach w budynkach wysokich. W analizowanej próbie ofert mieszkań lokale położone powyżej 5. kondygnacji w budynku stanowiły zaledwie 3% ogółu ofert.

Podsumowanie

Rynek mieszkaniowy rozwija się w sposób koniunkturalny. W powyższym artykule autor starał się wyjaśnić mechanizm jego funkcjonowania w fazie kryzysu na przykładzie poznańskiego rynku mieszkaniowego.

Z przeprowadzonej analizy ofert mieszkań na rynku wtórnym w Poznaniu w tak zmiennym kryzysowym okresie autor mógł wyprowadzić m.in. i taki wniosek, że taka oferta podlegała różnorodnym i częstym zmianom. Głównym czynnikiem rozstrzygającym o wyborze klientów były ceny mieszkań. Inne czynniki odgrywały relatywnie mniejszą rolę. W tak szybko i w różnych kierunkach zmieniających się warunkach analiza ofert rynkowych za pomocą prostych instrumentów analitycznych nie może dostarczyć satysfakcjonujących i jednoznacznych wyników. Analiza rynku mieszkaniowego w warunkach kryzysowych wymaga o wiele bardziej skomplikowanych instrumentów badawczych. W warunkach kryzysowych występuje na rynku mieszkaniowym spora nadwyżka podaży mieszkań. Istotnym interesującym problemem jest nie tylko ustalenie kwestii, w jaki sposób podlega ewolucji taka oferta podaży mieszkań i jakie w niej można zaobserwować tendencje. Znacznie bardziej interesującym problemem jest odpowiedź na pytanie: jak w tej sytuacji postępują klienci, jakie są ich preferencje i w jaki sposób dokonują oceny ofert i wyboru mieszkań. Takie interesujące kwestie socjologiczne wymagają jednak odpowiednich instrumentów i technik badawczych. Wydaje się, że z punktu widzenia potrzeb praktyki społecznej i gospodarczej taki kierunek analizy rynku mieszkaniowego jest jak najbardziej wskazany. Wyniki jakościowych badań, którymi autor kierował w latach 2011-2012, potwierdziły celowość takiego bardzo pracochłonnego, ale bardziej prawidłowego kierunku badań w analizie lokalnych rynków mieszkaniowych⁷.

Literatura

- Gawron H.: Potrzeby mieszkaniowe klientów na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania. Katedra Inwestycji i Nieruchomości UE w Poznaniu, Poznań 2012.
- Housing markets nad the global financial crisis. Ed. F. Ray, Y. Ngai-Ming. Northampton, Cheltenham 2011.

⁷ Housing needs of the local housing market and ways of their satisfaction (research report). Katedra Inwestycji i Nieruchomości UE w Poznaniu, Poznań 2012.

Housing needs of the local housing market and ways of their satisfaction (research report).

Katedra Inwestycji i Nieruchomości UE w Poznaniu, Poznań 2012.

Mayer A.: Theorie und Politik des Wohnungmarktes. Drucker und Humboldt, Berlin 1998.

Microeconomic models of housing markets. Ed. K. Stahl. Springer, Berlin 1985.

Rosen K.T.: Seasonal cycles in the housing market. MIT Press, Cambridge 1979.

Wohnungmarktsimulationsmodelle. Hrsg. P. Schacht. Bundesminister für Raumordnung, Bauwesen und Stadtbau, Bonn 1981.

EVOLUTION OF THE OFFER STRUCTURE ON THE SECONDARY HOUSING MARKET IN POZNAŃ IN THE PERIOD 2007-2012

Summary

Housing market develops in keeping with economic situation. In this paper the author seeks to explain the market mechanisms observable in the crisis period, and Poznań local housing market serves as an example.

Studying housing offers on the secondary market in Poznań in the crisis period led the author to the conclusion that it was subject to numerous and diverse changes. The main motive behind flat purchase was price, while other factors played less significant role in the decision process. However, considering the changeability of conditions, the offer structure analysis cannot deliver satisfactory and unambiguous results if basic analytical tools are used. Housing market in crisis should be studied with the use of more advanced and sophisticated research tools.

It is distinctive of the housing market hit by crisis that there is a significant supply surplus. Thus observing the evolution and tendencies within housing offers is an important issue. However, it seems to be much more interesting to find answers to the following questions: How do customers act in such a situation? What are their preferences? How do they evaluate offers and choose the flats? These essential sociological issues demand proper tools and research techniques.

The author believes that this housing research direction is most legitimate from socio-economic practice perspective. The results of such qualitative studies supervised by the author in the years 2011-2012 proved the usefulness of this more proper (yet more time-consuming) research approach within local housing market analysis [Housing needs of the local housing market and ways of their satisfaction, 2012].

PODEJMOWANIE DECYZJI INWESTYCYJNYCH NA RYNKACH NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH W OPARCIU O PROGNOZY CEN MIESZKAŃ KONSTRUOWANE NA PODSTAWIE OPINII EKSPERTÓW Z UŻYCIEM ROZKŁADU WEIBULLA

Wprowadzenie

Według MSR 40 („Nieruchomości inwestycyjne”) nieruchomość inwestycyjna to nieruchomość (grunt, budynek lub część budynku albo oba te elementy), której właściciel lub leasingobiorca w leasingu finansowym traktuje ją jako źródło przychodów z czynszów lub utrzymuje w posiadaniu ze względu na przyrost jej wartości, względnie obie te korzyści, przy czym nieruchomość taka nie jest: a) wykorzystywana przy produkcji, dostawach towarów, świadczeniu usług lub czynnościach administracyjnych, ani też b) przeznaczona na sprzedaż w ramach zwykłej działalności jednostki¹. Podobnie definiuje ją ustawa o rachunkowości². Do inwestorów działających na rynku nieruchomości nie należy zatem zaliczać np. deweloperów mieszkaniowych. Jednak w potocznym języku często używa się słowa „inwestycja” także w kontekście działalności dewelopera. Rozważania zawarte w artykule można odnieść zarówno do inwestora *sensu stricte*, jak i dewelopera.

¹ Międzynarodowe Standardy Rachunkowości: MSR 40 „Nieruchomości inwestycyjne”.

² Więcej w: H. Henzel: Inwestycje w nieruchomości w rozumieniu znowelizowanej ustawy o rachunkowości. W: Inwestycje i nieruchomości. Teoria i praktyka. Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004, s. 64-65.

Decyzje inwestorów dotyczą nie tylko kupna, wynajmu i sprzedaży nieruchomości³, ale obejmują całokształt zagadnień związanych z przyjętą strategią inwestycyjną. Strategia inwestycyjna polega na wskazaniu sposobu osiągnięcia zysku z nieruchomości stanowiącej obiekt inwestycji. Spektrum możliwości przedstawia G.W. Eldred⁴, wymieniając różne sposoby zarabiania lub podwyższania dochodów z nieruchomości:

- a) zysk pochodzący ze wzrostu wartości nieruchomości spowodowanego koniunkturą na lokalnym rynku nieruchomości (aprecjacji); zwrot z kapitału własnego może być wyższy przy zastosowaniu kapitału obcego w finansowaniu inwestycji (dźwigni finansowej),
- b) wpływy z wynajmu, dzierżawy itp.; zwrot z kapitału własnego może być wyższy przy zastosowaniu kapitału obcego w finansowaniu inwestycji,
- c) obniżenie kosztów finansowych przez zaciągnięcie tańszego kredytu refinansowego,
- d) wygenerowanie dodatkowej gotówki poprzez refinansowanie nieruchomości,
- e) kupno nieruchomości poniżej ceny rynkowej (po cenie niedoszacowanej),
- f) sprzedaż nieruchomości powyżej ceny rynkowej (po przeszacowanej cenie),
- g) zwiększenie wartości dochodowej nieruchomości przez bardziej efektywne zarządzanie,
- h) zwiększenie wartości dochodowej nieruchomości przez bardziej efektywny marketing,
- i) zwiększenie wartości dochodowej nieruchomości przez zmiany w otoczeniu,
- j) zwiększenie wartości dochodowej nieruchomości przez zmianę sposobu jej wykorzystania,
- k) zakup całego obiektu i sprzedaż wydzielonych prawnie lokali (po wyższej cenie),
- l) zakup mniejszych nieruchomości bądź ich części i scalenie oraz sprzedaż bądź wynajem po wyższej cenie,
- m) przeprowadzenie części działań deweloperskich: uzbrojenia terenu, uzyskania odpowiednich zezwoleń (na budowę, przebudowę, rozbudowę, wyburzenie),
- n) oszczędności uzyskane dzięki przepisom podatkowym.

Jak podkreśla Eldred, inwestor inwestuje w konkretną nieruchomość, a nie w średnią wartość nieruchomości na rynku lub indeks. Zyskiwanie dzięki aprecjacji (podpunkt a), choć w okresie boomu było najbardziej popularną strategią na rynku mieszkań, nie stanowi jedynej możliwości uzyskania dochodu z nieruchomości.

³ Por. K. Marcinek: Finansowa ocena inwestowania w nieruchomości komercyjne. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2009, s. 50-51.

⁴ G.W. Eldred: Investing in Real Estate. John Wiley & Sons, Inc., 2009, s. xx, 5.

Co ważne, w zależności od przyjętej strategii inwestycyjnej inwestor będzie poszukiwał różnych informacji rynkowych ułatwiających podjęcie decyzji o inwestowaniu. Jednym ze źródeł pozyskania takich informacji mogą być prognozy cen nieruchomości mieszkaniowych.

Celem badań jest wskazanie możliwości użycia modelu rozkładu Weibulla budowanego na podstawie opinii ekspertów do:

1. Konstrukcji prognoz cen nieruchomości.
2. Oceny szans opłacalności inwestycji.

1. Prognozowanie cen nieruchomości mieszkaniowych

Przez prognozowanie rozumie się najczęściej przewidywanie zajścia lub wystąpienia zdarzeń, np. wysokości cen na rynkach nieruchomości mieszkaniowych w przyszłości. Zbliżonym pojęciowo terminem do prognozowania jest szacowanie, które odnosi się do teraźniejszości. **Szacowanie ceny danej nieruchomości** w aktualnych warunkach rynkowych ma istotne znaczenie dla inwestora, który chce sprzedać nieruchomość (zakończyć inwestycję), lub dewelopera. W literaturze przedmiotu podkreśla się, iż jest to proces dokonywania oceny, która jest przybliżona i niedokładna. Szacujący powinien wskazać najbardziej przekonującą hipotezę o cenie w odniesieniu do zgromadzonych i przeanalizowanych danych⁵. Zagadnienie szacowania ceny jest w bardzo dużej mierze zbliżone⁶ do wyceny nieruchomości przez rzeczoznawcę majątkowego, który określając wartość rynkową nieruchomości, zgodnie z ustawą⁷, powinien ustalić jej „najbardziej prawdopodobną cenę, możliwą do uzyskania na rynku określoną z uwzględnieniem cen

⁵ W. Nurek: Prawdopodobieństwo i niepewność wyceny nieruchomości. „Krakowski Rynek Nieruchomości” 2007, nr 24.

⁶ Wartość rynkowa określona przez rzeczoznawcę może odbiegać od szacunku ceny nieruchomości, o którym mowa jest w niniejszym artykule. Należy zauważyć, iż rzeczoznawca majątkowy powinien przy wycenie nieruchomości zgodnie z założeniami standardów zawodowych ustalić sposób optymalnego użytkowania nieruchomości. SOU przyjęty przez niego do wyceny musi spełniać m.in. kryterium zgodności z prawem. W pewnych warunkach może to skutkować dużą różnicą między oszacowaną przez rzeczoznawcę wartością rynkową a ceną uzyskaną na wolnym rynku (przykład w: M. Krajewska: Kształtowanie się wartości nieruchomości z zabudową o niskiej wartości użytkowej. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2011, vol. 19, nr 1, s. 27-36). Także nieracjonalne zachowania uczestników rynku (których rzeczoznawca nie uwzględni) mogą wpłynąć na wskazaną rozbieżność.

⁷ Ustawa o gospodarce nieruchomościami z dnia 21 sierpnia 1997 r. Dz.U. z 2010 r., nr 102, poz. 651 z późn. zm.

transakcyjnych przy przyjęciu odpowiednich założeń⁸”. Według standardów zawodowych rzeczoznawców majątkowych „(...) najbardziej prawdopodobna cena oznacza (...) kwotę, którą rozsądnie rzecz biorąc, można uzyskać w transakcji rynkowej w dniu, na który wartość nieruchomości została określona. Jest to najlepsza cena, którą, rozsądnie rzecz biorąc, może uzyskać sprzedawca oraz najbardziej korzystna cena, którą, rozsądnie rzecz biorąc, zgodzi się zapłacić kupujący. Kwota ta nie dotyczy ceny, która została podwyższona lub obniżona ze względu na szczególne warunki lub okoliczności, takie jak na przykład sprzedaż z bonifikatą”⁹.

Na rynku nieruchomości możemy mieć do czynienia zarówno z prognozowaniem, jak i szacowaniem. Granica między tymi pojęciami może być nieostra. W przypadku, gdy oszacowanie ceny oparte jest na prognozach przyszłych dochodów, które można będzie uzyskać z danej nieruchomości (podejście dochodowe), wydaje się, że można mówić o prognozowaniu.

W przypadku cen na rynkach nieruchomości mieszkaniowych prognoza może dotyczyć:

- a) **średniej ceny 1 m² powierzchni mieszkaniowej lub średniej ceny mieszkania** na badanym rynku lokalnym,
- b) **kierunku trendu ceny 1 m² powierzchni mieszkaniowej lub ceny mieszkania** na badanym rynku lokalnym,
- c) **ceny konkretnej nieruchomości lub ceny 1 m² konkretnej nieruchomości.**

Prognoza średniej ceny 1 m² lub średniej ceny mieszkania na badanym rynku lokalnym wydaje się najmniej przydatna dla inwestorów. W przypadku analizy kształtowania się ceny średniej oraz jej prognozowania należy wziąć pod uwagę właściwości średniej, a zwłaszcza wpływ skrajnych wartości na jej wartość. Z tego względu budowa apartamentów lub odwrotnie, mieszkań o niższym standardzie, może „zniekształcić” średnią traktowaną przez inwestora jako informację o trendzie. Zmiana średniej ceny 1 m² powierzchni mieszkaniowej w danym mieście może wynikać ze zmiany struktury jakościowej podaży. Ma ona czasem związek z masową budową mieszkań w gorszych niż dotychczas, peryferyjnych lokalizacjach. Dobrym rozwiązaniem wydaje się być, stosowane czasem w praktyce¹⁰, odrzucenie obserwacji skrajnych do obliczania ceny średniej 1 m² lub korygowanie ceny indeksem hedonicznym. Zmiana ceny skorygowanej in-

⁸ Strony umowy były od siebie niezależne, nie działały w sytuacji przymusowej oraz miały stanowczy zamiar zawarcia umowy; upłynął czas niezbędny do wyeksponowania nieruchomości na rynku i do negocjowania warunków umowy.

⁹ Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW), Krajowy Standard Wyceny Podstawowy nr 1: Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa (KSWP1).

¹⁰ Np. w raportach Centrum Analiz i Monitorowania Rynku Obrotu Nieruchomościami AMRON-SARFiN.

deksem hedonicznym odzwierciedla „czystą” jej zmianę, to jest wynikającą z innych czynników niż różnice jakościowe¹¹.

Kształtowanie się w przyszłości **kierunku trendu cen** na rynku nieruchomości należy do zagadnień ważnych dla inwestora. Jako trend należy rozumieć wzrost lub spadek cen ogółu nieruchomości na rynku lokalnym. Warto zauważyć, że pytanie: „Jakie będą ceny nieruchomości?” zadawane bardzo często ekspertom odnosi się właśnie do przewidywanego trendu. Najlepszym miernikiem byłby, jak się zdaje, indeks hedoniczny cen. Jest on uznawany za wiarygodny sposób pomiaru dynamiki cen nieruchomości i wyznaczania tendencji cenowych na rynku mieszkań¹². Prognoza kierunku tendencji powinna być oparta na wartościach tego indeksu. Należy jednak zauważyć, iż w Polsce indeksy hedoniczne nie są powszechnie znane i stosowane w analizach m.in. ze względu na brak wiedzy dotyczącej tych metod oraz brak odpowiednich źródeł danych. Najczęściej zaś analizuje się tendencje występujące w kształtowaniu się średnich cen na rynkach mieszkaniowych. Jak wcześniej zaznaczono, tak wyznaczona tendencja nie stanowi jednoznacznej informacji dla inwestora o kierunku zmian cen na rynku. Jest niemiarodajna zwłaszcza w przypadku rynków heterogenicznych, np. większych miast, w których poszczególne dzielnice bądź osiedla cechują znaczne różnice cenowe¹³. Zamiast średniej arytmetycznej ceny, do oceny kierunku trendu można rozważyć użycie mediany cen lub dominanty. Taka informacja będzie przypuszczalnie bardziej użyteczna dla inwestora. Proponuje się także śledzenie zmian ceny reprezentatywnej nieruchomości lub grupy nieruchomości (których cechy najlepiej odzwierciedlają dany rynek)¹⁴. Metody pomiaru tendencji cenowych na rynku mieszkań, które umożliwiają uwzględnienie problemu różnorodnej kompozycji prób danych (*mix-adjustment*, *compositional-adjustment*) oraz (lub) korygują efekt całkowitej zmiany cen, uwzględniając zmianę (różnicę) charakterystyk cenotwórczych mieszkania i znaczenie ich użycia, są przedstawiane w literaturze¹⁵.

¹¹ M. Widłak: Metody wyznaczania hedonicznych indeksów cen jako sposób kontroli zmian jakości dóbr. „Wiadomości Statystyczne” 2010, nr 9, s. 3.

¹² Por. *ibid.*, s. 1.

¹³ Por. J. Łaszek, M. Widłak: Badanie cen na rynku mieszkań prywatnych zamieszkałych przez właściciela z perspektywy banku centralnego. „Bank i Kredyt” 2008, vol. 39, nr 8, s. 16; Liczbowy zawrót głowy, czyli jak śledzić zmiany na rynku nieruchomości, <http://www.hipotekaplus.pl/artikul/liczbowy-zawrot-glowy-czyli-jak-sledzic-zmiany-na-rynku-nieruchomosci>.

¹⁴ Poprzez cyklicznie dokonywaną ich wycenę.

¹⁵ Np. J. Łaszek, M. Widłak: Op. cit.; M. Widłak: Op. cit.; R. Trojanek: Wahania cen na rynku mieszkaniowym. Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2008; R. Trojanek: Porównanie metod prostych oraz metody regresji hedonicznej do konstruowania indeksów cen mieszkań. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2010, vol. 18, nr 1, s. 119-132; O. Kuryj-Wysocka, R. Wiśniewski: Wskaźniki zmian cen nieruchomości – znaczenie i funkcje. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2012, vol. 20, nr 2, s. 126-127.

Przewidywane tendencje wzrostowe cen związane np. z dużą przewagą popytu nad podażą pozwalają dość bezpiecznie zakładać osiągnięcie zysku z inwestycji w nieruchomości, w warunkach boomu także udaną spekulację. Oczekiwane tendencje spadkowe cen wskazują na duże ryzyko inwestycji na danym rynku; ważną kwestią będzie w takich warunkach rozważny wybór nieruchomości mającej stanowić obiekt inwestycji. Konieczną prognozą będzie prognoza dochodów z konkretnej nieruchomości oraz prognoza jej ceny w momencie sprzedaży. Ważna będzie odpowiedź na pytanie: „Ceny jakich nieruchomości będą rosnąć, a jakich – spadać?”.

W przypadku prognoz kierunku trendu przydatne może być sformułowanie pytań w odniesieniu do **faz cyklu na rynku nieruchomości**, a mianowicie:

- kiedy ceny zaczną rosnąć (spadać)? – pytanie o punkt zwrotny cen;
- o ile ceny wzrosną (spadną)?
- w jakim tempie ceny będą rosnąć (spadać)?¹⁶

Prognoza ceny, za którą będzie można kupić lub sprzedać konkretną nieruchomość lub prognoza ceny jej 1 m² w **przyszłości, to jest w warunkach rynkowych prawdopodobnie innych niż aktualne**, jest bardzo ważną informacją dla inwestora i dewelopera. Wydaje się, iż prognoza kierunku trendu może być punktem wyjścia do budowy prognozy ceny konkretnej nieruchomości. Inwestor powinien rozważyć ponadto wady i zalety nieruchomości w kontekście zmian zachodzących w otoczeniu (analiza SWOT). W szczególności powinien stwierdzić, na jakie nieruchomości popyt będzie się utrzymywał lub wzrastał, a na jakie spadał w kontekście atrybutów nieruchomości¹⁷. Niezbędna jest wiedza na temat cech nieruchomości wpływających na jej wartość oraz wiedza o czynnikach cenotwórczych. Z czynników cenotwórczych szczególne znaczenie ma prognoza podaży oraz prognoza popytu efektywnego, to jest wynikającego z siły nabywczej konsumentów, w przypadku nieruchomości mieszkaniowych – przewidywania dotyczące dostępności kredytów hipotecznych.

Spośród przedstawionych prognoz cen pierwsza i trzecia są prognozami ilościowymi punktowymi (wskazana konkretna wielkość ceny) lub przedziałowymi (wskazany przedział liczbowy ceny), druga zaś prognozą jakościową.

Wprowadzone rozróżnienia prognoz cen nieruchomości mogą, po pierwsze, ułatwić współpracę prognosty z inwestorem oraz, w przypadku budowy prognozy na podstawie opinii ekspertów, z ekspertami. Jednym z warunków udanej współpracy (której efektem będzie wiarygodna prognoza) jest jednoznaczne

¹⁶ Por. Ch. Brooks, S. Tsalacos: *Real Estate Modelling and Forecasting*, Cambridge University Press 2010, s. 11.

¹⁷ Przykładowo na danym rynku lokalnym popyt na mieszkania do 50 m² może rosnąć, podczas gdy na mieszkania powyżej 70 m² – spadać.

zdefiniowanie używanych sformułowań i pojęć¹⁸. Eksperci mogą np. mieć problem z udzieleniem odpowiedzi na pytanie lub udzielić niewłaściwej odpowiedzi (to znaczy nie odzwierciedlającej ich przekonań) z powodu nieprecyzyjnie lub niejednoznacznie sformułowanego pytania zadanego przez prognostę¹⁹. Ponadto, w zależności od rodzaju prognozy, konieczne będzie zgromadzenie odpowiednich danych i użycie właściwych metod prognozowania. Na przykład dane i metody prognozowania znajdujące zastosowanie w przypadku prognoz kierunku trendu nie zawsze będą przydatne do prognozy ceny konkretnej nieruchomości. Z drugiej strony, jak zostało wspomniane, prognoza kierunku trendu może być punktem wyjścia do budowy prognozy przyszłej ceny konkretnej nieruchomości.

2. Rozkład prawdopodobieństwa subiektywnego Weibulla

Prognozowanie cen na rynkach nieruchomości może być oparte na dotychczasowych (retrospektywnych) prawidłowościach występujących w ich kształtowaniu się, jeśli przyjmiemy założenie, że będą one aktualne w okresie prognozy. W tym przypadku do prognozowania używa się najczęściej różnego rodzaju modeli formalnych I rodzaju, np. funkcji trendu czy modeli ekonometrycznych. Prognozy mogą być także oparte na prawidłowościach prospektywnych, czyli takich, które będą występowały w okresie prognozy. Wówczas do budowy prognoz można stosować modele formalne II rodzaju, których parametry wyznaczane są na podstawie opinii ekspertów. Gdy nie są znane prawidłowości retrospektywne lub istnieją podstawy do przypuszczeń, że mogą one ulec zmianie w okresie prognozy, do budowy prognoz należy użyć modeli nieformalnych (myślowych), np. metody delfickiej bądź modeli formalnych II rodzaju.

Jak się zdaje, w przypadku prognozowania cen na rynku nieruchomości mogą mieć zastosowanie wszystkie modele, jakkolwiek każdy w różnych sytuacjach. Najbardziej przydatne wydają się jednak modele formalne II rodzaju. Ich stosowanie zdaje się być bardziej zasadne, ponieważ, po pierwsze, pozwalają uwzględnić różnego rodzaju zmiany zachodzące na rynku nieruchomości oraz w jego otoczeniu, np. prawnym. Ponadto umożliwiają uzyskanie odpowiedzi na różne pytania ważne z punktu widzenia inwestora. Ich stosowanie przy użyciu nowoczesnych narzędzi prognostycznych nie jest zbyt skomplikowane.

¹⁸ Por. H. Kowalczyk: O eksperckich ocenach niepewności w ankietach makroekonomicznych. „Bank i Kredyt” 2010, nr 5.

¹⁹ Z tego względu należy m.in. rozróżnić rynek pierwotny i wtórny, ceny ofertowe i transakcyjne, centrum i peryferie itp.

Z opiniami ekspertów, na których podstawie określone są parametry rozkładu, związane jest prawdopodobieństwo subiektywne (osobiste). Mamy z nim do czynienia w warunkach braku informacji o kształtowaniu się wartości interesującej nas zmiennej w przeszłości, ich niewystarczającej ilości lub znacznej zmienności w przeszłości, co uniemożliwia użycie do jego oszacowania próby statystycznej. Wyznaczane jest ono zatem nie z zastosowaniem metod statystycznych, ale w drodze osądu eksperta przy wykorzystaniu jego wiedzy i doświadczenia²⁰. Jak pisze Kowalczyk, ekspert powinien określić swoją niepewność dotyczącą różnych hipotez co do wartości przyszłych²¹ np. ceny danego mieszkania. Określa on zatem np. prawdopodobieństwo, iż cena danego mieszkania wyniesie maksymalnie 300 tys. PLN, 350 tys. PLN, 400 tys. PLN, powyżej 400 tys. PLN. Na tej podstawie prognosta wyznacza rozkład prawdopodobieństwa subiektywnego.

Jako modele formalne II rodzaju można stosować modele, w których przyjmuje się, że rozkład prawdopodobieństwa subiektywnego jest rozkładem np. trapezowym, trójkątnym, beta, normalnym lub Weibulla.

Spośród rozkładów stosowanych przy budowie modeli formalnych II rodzaju duże zastosowanie do konstrukcji prognoz cen na rynku nieruchomości może znaleźć, jak się wydaje, rozkład Weibulla. Może on być stosowany zarówno do konstrukcji prognoz średniej ceny 1 m², kierunku trendu, jak i ceny konkretnej nieruchomości²². Ma zalety pożądane dla rozkładu służącego do opisu prawdopodobieństwa subiektywnego wystąpienia wartości, które zmienna (w tym przypadku – cena) może przyjąć. Po pierwsze, jego parametry mogą być określone na podstawie niewielkiej liczby danych. Po drugie, jest łatwy do aktualizacji w miarę uzyskiwania nowych danych, umożliwia zatem wprowadzanie późniejszych zmian w modelu. Po trzecie, cechą funkcji gęstości prawdopodobieństwa rozkładu Weibulla jest brak charakterystycznego kształtu. Dla $\gamma = 1$ otrzymujemy rozkład wykładniczy, dla $\gamma = 2$ otrzymujemy rozkład Rayleigha, a dla $\gamma \approx 2,6$ otrzymujemy rozkład normalny²³. Rozkład Weibulla jest zatem bardzo elastyczny, w szczególności – asymetryczny, co jest ważne w przypadku prognozowania cen

²⁰ Por. I. Dittmann: Subiektywne aspekty procesu oceny ryzyka na wschodzących rynkach nieruchomości. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach – Studia Ekonomiczne” 2007, nr 46, s. 64.

²¹ H. Kowalczyk: Op. cit., s. 106.

²² Był on też stosowany jako model funkcji przeżycia na rynku nieruchomości (I. Foryś: Społeczno-gospodarcze determinanty rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Ujęcie ilościowe. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011, s. 205).

²³ J. Dybała i in.: Ćwiczenie nr 2: Zastosowanie rozkładu Weibulla w badaniach eksploatacyjnych. Materiały wewnętrzne. Politechnika Warszawska, Instytut Podstaw Budowy Maszyn, Pracownia Wibroakustyki, Warszawa 2005.

nieruchomości. Po czwarte, dziedzina jego funkcji gęstości jest, tak jak w przypadku ceny, ograniczona od dołu²⁴.

Postacie funkcji gęstości (1) oraz dystrybuanty (2) rozkładu Weibulla są następujące:

$$f(x) = \frac{\gamma}{\beta} \left(\frac{x-a}{\beta} \right)^{\gamma-1} \exp \left[- \left(\frac{x-a}{\beta} \right)^{\gamma} \right] \text{ dla } x \in [a, +\infty), \beta > 0 \quad (1)$$

$$F(x) = 1 - \exp \left[- \left(\frac{x-a}{\beta} \right)^{\gamma} \right] \quad (2)$$

gdzie: a – minimalna wartość zmiennej,

β – parametr skali,

γ – parametr kształtu.

W przypadku budowy proponowanego modelu rozkładu prawdopodobieństwa subiektywnego Weibulla do konstrukcji prognoz średniej ceny 1 m², kierunku trendu, jak i ceny konkretnej nieruchomości, ekspert powinien określić minimalną cenę a , cenę najbardziej prawdopodobną – w oraz percentyl rzędu α ²⁵ rozkładu ceny q_{α} . Parametry γ i β rozkładu Weibulla można wówczas wyznaczyć, rozwiązując układ równań²⁶:

$$\begin{cases} \left[\frac{-\ln(1-\alpha)}{\frac{\gamma-1}{\gamma}} \right]^{\frac{1}{\gamma}} = \frac{q_{\alpha}-a}{w-a} \\ \beta = (w-a) \left(\frac{\gamma}{1-\gamma} \right)^{\frac{1}{\gamma}} \end{cases} \quad (3)$$

Za prognozę punktową ceny można przyjąć dominantę lub wartość oczekiwaną rozkładu, którą wyznacza się na podstawie wzoru (4):

²⁴ Por. A. Minasowicz: Efektywność i zarządzanie finansami w budownictwie. Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009, s. 81.

²⁵ Percentylem rzędu α rozkładu prawdopodobieństwa zmiennej Y (q_{α}) nazywa się taką wartość, dla której α procent wartości zmiennej jest od niej nie większych.

²⁶ K. Poradowska: Forecasting new events occurrence time on the example of the analysis of foresight research results. „Econometrics. Forecasting” Prace Naukowe UE we Wrocławiu 2010, nr 91, s. 113-124. Parametry rozkładu Weibulla można wyznaczyć także na podstawie określonych przez ekspertów percentyli (Analiza systemów – podstawy i metodologia. Red. W. Findeisen. PWN, Warszawa 1985, s. 698; H. Chen, Y. Hu: How managers Can Forecast Sales of New Products. „The Journal of Business Forecasting Methods & Systems” 1991, No. 10.

$$m = \beta \cdot \Gamma\left(1 + \frac{1}{\gamma}\right) + a, \quad (4)$$

gdzie: Γ jest funkcją gamma Eulera.

Oprócz wyznaczenia punktowej prognozy ceny na podstawie dystrybuanty rozkładu Weibulla można także ocenić szanse tego, że cena:

1. Nie przekroczy określonej wielkości;
2. Wyniesie co najmniej x złotych;
3. Będzie zawarta w określonym przedziale liczbowym.

Przykład

Deweloper oczekuje, że w momencie sprzedaży najbardziej prawdopodobna średnia cena 1 m² mieszkań w projektowanym przez niego budynku wielorodzinnym wyniesie 5500 PLN. Prawdopodobieństwo tego, że cena ta nie przekroczy 5700 PLN ocenia na 0,9. Uważa też, że w przypadku najbardziej niekorzystnych uwarunkowań rynkowych w momencie sprzedaży średnia cena 1 m² mieszkania w projektowanym obiekcie nie będzie niższa niż 4000 PLN. Obliczył, iż średnia cena 1 m², która zapewni opłacalność przedsięwzięcia, wynosi 4500 PLN. Chciałby wiedzieć: a) jakie jest prawdopodobieństwo tego, że średnia cena, po której sprzeda 1 m² mieszkania, nie przekroczy 5300 PLN?; b) dla jakiej średniej ceny 1 m² prawdopodobieństwo, że nie będzie ona niższa, wyniesie 0,95?; c) jakie jest prawdopodobieństwo, że przedsięwzięcie będzie opłacalne?

Przy założeniu, że rozkład prawdopodobieństwa subiektywnego jest rozkładem Weibulla, deweloper otrzyma następujące odpowiedzi: a) prawdopodobieństwo tego, że średnia cena, po której sprzeda 1 m² mieszkania, nie przekroczy 5300 PLN, wynosi 25%; b) z prawdopodobieństwem 95% średnia cena 1 m² w momencie sprzedaży nie będzie niższa niż 5042 PLN; c) szansa, że przedsięwzięcie będzie opłacalne, jest bardzo duża ($p = 0,9998$).

Podsumowanie

Jak podkreślono, cechą funkcji gęstości prawdopodobieństwa rozkładu Weibulla jest brak charakterystycznego kształtu. Jest to ważna zaleta dla prognosty. Wykorzystując tę właściwość, przez odpowiedni dobór wartości parametrów rozkładu może on uzyskać dobre odzwierciedlenie przekonań eksperta odnośnie do prawdopodobieństwa wystąpienia danej ceny nieruchomości. Jak zauważa Kowalczyk, „rozkład jest dobry, jeśli poprawnie odzwierciedla przekonania eks-

perta. Jeżeli ekspert jest przekonany o prawdziwości pewnej hipotezy, to stopień jego przekonania powinien znaleźć odzwierciedlenie w przypisaniu jej wysokiego prawdopodobieństwa (...). Jeżeli nie jest pewny, to powinien przypisać prawdopodobieństwa bardziej równomiernie większej liczbie przedziałów. Przedstawiany przez niego rozkład nie musi być prawdziwy w jakimś obiektywnym sensie (...)”²⁷. Warto dodać, iż bardziej dokładne informacje można uzyskać na podstawie modeli, których parametry są obliczane na podstawie określonych przez ekspertów percentyli. Jest to przedmiotem prowadzonych badań.

Przeprowadzone badanie wykazało, że zaproponowany model rozkładu prawdopodobieństwa subiektywnego Weibulla może być używany do budowy prognoz cen na rynkach nieruchomości mieszkaniowych. Trafność prognozy będzie zależała w dużym stopniu od wiedzy i doświadczenia eksperta, w szczególności jego wiedzy na temat czynników wpływających na ceny nieruchomości (m.in. cech nieruchomości, sytuacji na lokalnym rynku nieruchomości, uwarunkowań ekonomicznych).

Zbudowane na podstawie modeli prawdopodobieństwa subiektywnego Weibulla prognozy mogą być pomocnym narzędziem, ułatwiającym podejmowanie decyzji inwestycyjnych na tym rynku.

Literatura

- Analiza systemów – podstawy i metodologia. Red. W. Findeisen. PWN, Warszawa 1985.
- Chen H., Hu Y.: How managers Can Forecast Sales of New Products. „The Journal of Business Forecasting Methods & Systems” 1991, No. 10.
- Brooks Ch., Tsalacos S.: Real Estate Modelling and Forecasting. Cambridge University Press 2010.
- Dittmann I.: Subiektywne aspekty procesu oceny ryzyka na wschodzących rynkach nieruchomości. „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach – Studia Ekonomiczne” 2007, nr 46.
- Dybała J. i in.: Ćwiczenie nr 2: Zastosowanie rozkładu Weibulla w badaniach eksploatacyjnych. Materiały wewnętrzne. Politechnika Warszawska, Instytut Podstaw Budowy Maszyn, Pracownia Wibroakustyki, Warszawa 2005.
- Eldred G.W.: Investing in Real Estate. John Wiley & Sons, Inc. 2009.
- Foryś I.: Społeczno-gospodarcze determinanty rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Ujęcie ilościowe. Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2011.

²⁷ H. Kowalczyk: Op. cit., s. 106.

- Henzel H.: Inwestycje w nieruchomości w rozumieniu znowelizowanej ustawy o rachunkowości. W: Inwestycje i nieruchomości. Teoria i praktyka. Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004.
- Krajewska M.: Kształtowanie się wartości nieruchomości z zabudową o niskiej wartości użytkowej. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2011, vol. 19, nr 1.
- Kuryj-Wysocka O., Wiśniewski R.: Wskaźniki zmian cen nieruchomości – znaczenie i funkcje. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2012, vol. 20, nr 2.
- Liczbowy zawrót głowy, czyli jak śledzić zmiany na rynku nieruchomości, <http://www.hipotekaplus.pl/artukul/liczbowy-zawrot-glowy-czyli-jak-sledzic-zmiany-na-ryнку-nieruchomosci>.
- Łaszek J., Widłak M.: Badanie cen na rynku mieszkań prywatnych zamieszkałych przez właściciela z perspektywy banku centralnego. „Bank i Kredyt” 2008, vol. 39, nr 8.
- Marcinek K.: Finansowa ocena inwestowania w nieruchomości komercyjne. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2009.
- Minasowicz A.: Efektywność i zarządzanie finansami w budownictwie. Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2009.
- Międzynarodowe Standardy Rachunkowości: MSR 40 „Nieruchomości inwestycyjne”.
- Nurek W.: Prawdopodobieństwo i niepewność wyceny nieruchomości. „Krakowski Rynek Nieruchomości” 2007, nr 24.
- Poradowska K.: Forecasting new events occurrence time on the example of the analysis of foresight research results. „Econometrics. Forecasting” Prace Naukowe UE we Wrocławiu 2010, nr 91.
- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny (PKZW), Krajowy Standard Wyceny Podstawowy nr 1: Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa.
- Trojanek R.: Porównanie metod prostych oraz metody regresji hedonicznej do konstruowania indeksów cen mieszkań. „Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości” 2010, vol. 18, nr 1.
- Trojanek R.: Wahania cen na rynku mieszkaniowym. Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2008.
- Ustawa o gospodarce nieruchomościami z dnia 21 sierpnia 1997 r. Dz.U. z 2010 r., nr 102, poz. 651 z późn. zm.
- Widłak M.: Metody wyznaczania hedonicznych indeksów cen jako sposób kontroli zmian jakości dóbr. „Wiadomości Statystyczne” 2010, nr 9.

MAKING INVESTMENT DECISIONS ON HOUSING MARKETS BASED ON FORECASTS HOUSING PRICES CONSTRUCTED ON THE BASIS OF EXPERT OPINION USING THE WEIBULL DISTRIBUTION

Summary

This paper applies to investment decisions on housing markets based on forecasts housing prices constructed on the basis of expert opinion using the Weibull distribution. The first part shows the different ways to generate or increase revenue from property. The second part addresses the issue of using different types of price forecasts on the housing market that are useful in making investment decisions. The third section deals with the aim of the study i.e. indicates the possibility of using the model of subjective probability Weibull distribution built on the judgment of experts to construct house price forecasts and to assess the chances of profitability of investment.

Michał T. Wilczek

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

WYBRANE CZYNNIKI POPYTOWE KSZTAŁTUJĄCE DECYZJE INWESTORA NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH I ŹRÓDŁA INFORMACJI O NICH

Wprowadzenie

Atrakcyjność inwestycyjna rynku nieruchomości mieszkaniowych kształtuje się pod wpływem dużej liczby czynników o wielorakim charakterze. Efektywność inwestowania na tym rynku jest funkcją prawidłowej analizy tych czynników. Uzyskanie przez inwestora wiarygodnych informacji na ich temat jest więc elementem niezbędnym w procesie podejmowania optymalnych decyzji inwestycyjnych. Celem artykułu jest analiza wybranych czynników o charakterze popytowym oddziałujących na rynek nieruchomości mieszkaniowych przez pryzmat dostępnych źródeł informacji o nich.

Czynniki kształtujące atrakcyjność inwestycyjną nieruchomości mieszkaniowych mają charakter obiektywy, są jednak różnie ujmowane przez analityków i badaczy rynku mieszkaniowego. Do podstawowych czynników kształtujących popyt na mieszkania według J. Łaszka należą: dochody (własne, transfery, kredyty), ceny (czynsze, ceny mieszkań, stopy procentowe), preferencje (model konsumpcji, poziom zaspokojenia potrzeb, czynniki demograficzne)¹. I. Forys dokonała identyfikacji popytowych i podaźowych determinant rozwoju rynku mieszkaniowego, ujmując je w cztery grupy czynników, mianowicie politycznych, prawno-organizacyjnych, społecznych i gospodarczych². W grupie czyn-

¹ J. Łasek: Rynek nieruchomości mieszkaniowych i jego specyfika jako czynniki determinujące ryzyko kredytowania hipotecznego. „Materiały i Studia” z. 203. NBP. Warszawa 2006, s. 7.

² I. Forys: Społeczno-gospodarcze determinanty rozwoju rynku mieszkaniowego w Polsce. Ujęcie

ników politycznych po stronie popytowej ujęto preferencyjny system nabywania mieszkań, długookresową politykę mieszkaniową i wzrost zaufania do państwa. Do czynników zarówno popytowych, jak i podażowych zaliczono w tej grupie przyjazny system podatkowy. W grupie czynników prawno-organizacyjnych kształtujących popyt umieszczono ochronę praw lokatorów, różnorodny system finansowania rynku oraz sprawny system sądowiczy. W grupie czynników społecznych po stronie popytowej wyróżniono m.in. wysoki poziom niezaspokojonych potrzeb mieszkaniowych, intensywne przemiany demograficzne, wielofunkcyjność przestrzeni mieszkalnej. W grupie czynników gospodarczych po stronie popytowej znalazły się m.in. kondycja ekonomiczna i zdolność kredytowa gospodarstw domowych, akceptowalne społecznie koszty utrzymania mieszkania, wpływ kapitałów zagranicznych na rynek mieszkaniowy.

Na potrzeby dalszej analizy wybrano grupę czynników kształtujących stronę popytową, mających wpływ na atrakcyjność inwestycyjną nieruchomości o funkcjach mieszkalnych. Do czynników tych zaliczono poziom zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych, ceny transakcyjne, czynniki demograficzne, dochody gospodarstw domowych oraz dostępność i koszt kapitału zewnętrznego.

1. Poziom zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych

Potrzeby mieszkaniowe definiuje się w literaturze jako te, które wynikają z chęci życia (mieszkania) w godnych warunkach mieszkaniowych³. Analiza zaspokojenia potrzeby mieszkaniowej w ujęciu ilościowym dokonuje się w odniesieniu do sytuacji mieszkaniowej podstawowych komórek społecznych, jakimi są rodziny lub gospodarstwa domowe⁴. Poziom zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych zależy od:

- zamożności społeczeństwa,
- kosztów budowy i utrzymania mieszkań,
- racjonalności decyzji inwestorów (np. budowa mieszkań tam, gdzie jest praca),
- sprawności rynku mieszkaniowego (łatwość zamiany mieszkania w przypadku zmiany pracy lub sytuacji rodzinnej)⁵.

ilościowe. Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2011, s. 72.

³ A. Andrzejewski: *Polityka mieszkaniowa*. PWE, Warszawa 1987.

⁴ M.T. Wilczek: *Rozwój standardu mieszkaniowego w Polsce na tle krajów europejskich*. AE w Katowicach, Katowice 2010, s. 42.

⁵ J. Mordasewicz: *Makroekonomiczne uwarunkowania gospodarki mieszkaniowej*. PKPP Lewia-

Ocena ilościowego zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych opiera się na analizie:

- sytuacji gospodarstw domowych jako komórek społecznych; wówczas odpowiednikiem gospodarstwa jest mieszkanie, określone liczbą izb lub ewentualnie powierzchnią,
- sytuacji społeczeństwa jako sumy jednostek; wówczas odpowiednikiem jest izba lub powierzchnia mieszkalna albo użytkowa⁶.

Podstawą oceny w tym zakresie jest określenie, czy:

- gospodarstwo domowe korzysta samodzielnie z mieszkań właściwych pod względem wielkości i składu⁷,
- gospodarstwo domowe mieszka samodzielnie, lecz w mieszkaniach niewłaściwych (zbyt małych lub zbyt dużych) i jakie to są mieszkania,
- gospodarstwo mieszka niesamodzielnie i w jakich mieszkaniach⁸.

Jednym z mierników zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych społeczeństwa jest wskaźnik deficytu mieszkań. Statystyczny deficyt mieszkań definiowany jest jako różnica między ogólną liczbą gospodarstw domowych a liczbą mieszkań zamieszkałych. Wysokość statystycznego deficytu mieszkań zwraca uwagę na problem niedostatecznej dostępności mieszkań, rozumianej jako możliwość zaspokajania potrzeb mieszkaniowych. Przyczyny występowania deficytu mieszkań to m.in.:

- szybko zmieniająca się struktura gospodarstw domowych w krótkim czasie i wynikające stąd nienadążanie podaży za rosnącym popytem,
- ograniczone możliwości finansowe poszczególnych gospodarstw domowych,
- nieodpowiednia struktura podaży.

Niektórzy analitycy zwracają uwagę na występowanie jeszcze innych przyczyn, mianowicie:

- możliwe wykorzystywanie części mieszkań teoretycznie niezamieszkałych w szarej strefie najmu,
- zamieszkiwanie w mieszkaniach teoretycznie znajdujących się jeszcze w budowie⁹.

tan 2008.

⁶ Por. W. Litterer-Marwege: Standard mieszkaniowy w miastach Polski. „Arkady”, Warszawa 1959, s. 40.

⁷ Przez mieszkanie „właściwe” rozumie się tu mieszkanie, którego wielkość i skład (określone najczęściej liczbą izb) odpowiada przyjętym w danym czasie i miejscu poglądom na standard mieszkaniowy. Patrz *ibid.*, s. 41.

⁸ *Ibid.*

⁹ R. Chojnacki, T. Kołodziejczyk, M. Terefenko: Deficyt mieszkaniowy w Polsce. RedNet Consulting 2012, s. 7.

Poziom zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych jest przedmiotem cyklicznych specjalistycznych opracowań GUS, ukazujących się od roku 2005 pt. *Gospodarka mieszkaniowa*. Publikowane są tam m.in. informacje dotyczące:

- przeciętnej liczby izb w mieszkaniu w układzie przestrzennym (województw),
- przeciętnej powierzchni użytkowej 1 mieszkania (w m²) w układzie przestrzennym,
- przeciętnej powierzchni użytkowej w m² na 1 osobę w układzie przestrzennym,
- przeciętnej liczby osób w 1 mieszkaniu w układzie przestrzennym,
- przeciętnej liczby osób na 1 izbę w układzie przestrzennym.

Zaspokojenie potrzeby mieszkaniowej stanowi przedmiot badań kolejnych narodowych spisów powszechnych. NSP 2011 zawiera informacje w tym zakresie w wyżej wymienionych ujęciach, a także odniesienie do stanu odnotowanego w NSP 2002.

2. Ceny transakcyjne

Ceny na rynku nieruchomości są funkcją przede wszystkim dwóch czynników: relacji popytowo-podażowych, które mają wyraźnie lokalny charakter, oraz kosztów wytworzenia. Te pierwsze wiążą się z ogólnymi zjawiskami społecznymi i makroekonomicznymi, jednak siła ich oddziaływania, nawet w skali jednego miasta, może być odmienna w poszczególnych dzielnicach. Te drugie powinny podlegać korekcie ze względu na stopień zużycia nieruchomości¹⁰.

E. Kucharska-Stasiak wyróżnia cztery grupy czynników wpływających na wartość nieruchomości. Są to czynniki: fizyczne, ekonomiczne, rządowe i społeczne¹¹. Czynniki fizyczne to te, które odnoszą się do cech lokalizacyjnych nieruchomości (warunki klimatyczne, ukształtowanie terenu, odległość od centrów miast, dostępność handlu i usług) oraz do charakterystyki budynków (ich wielkość, technologia wykonania, stopień zużycia i walory użytkowe). Czynniki ekonomiczne określają stronę popytową rynku nieruchomości (obecne warunki mieszkaniowe, płace, rozwój gospodarczy, bezrobocie, dostępność kredytów), czynniki rządowe stymulują popyt (ulgi podatkowe, dopłaty do spłat kredytów,

¹⁰ L. Nykiel: Rynek mieszkaniowy w Polsce. Zeszyt Hipoteczny nr 25. Fundacja na rzecz Kredytu Hipotecznego 2008, s. 113.

¹¹ E. Kucharska-Stasiak: Wycena nieruchomości. PFSRM, Warszawa 2000, s. 65.

dotatki mieszkaniowe). Do czynników społecznych zaliczono zjawiska demograficzne oraz wzorce życia społecznego.

Z kolei J. Łaszek po stronie popytu wyróżnia następujące czynniki kształtujące ceny na rynku nieruchomości mieszkaniowych:

- proces wzrostu stopnia urbanizacji i związane z tym migracje z terenów wiejskich do miast,
- wzrost liczby gospodarstw domowych,
- wzrost dochodów gospodarstw domowych,
- dostępność kredytów mieszkaniowych¹².

Podstawowym pierwotnym źródłem informacji o cenach transakcyjnych nieruchomości są w Polsce umowy zawierane w wymaganej prawem formie aktów notarialnych, które następnie podlegają publicznej rejestracji w katastrach prawnym i geodezyjnym. Rejestracja ta dokonywana jest na potrzeby ministra sprawiedliwości – MS-Not 24 „Sprawozdanie notariusza z czynności notarialnych”¹³ oraz przez służby geodezyjne na poziomie starostw wykonujące zadania administracji rządowej z zakresu prowadzenia katastru nieruchomości – M-04s „Transakcje kupna/sprzedaży nieruchomości”¹⁴. Dostępność do tych źródeł jest ograniczona (oprócz stron umowy dla notariuszy, urzędników służby geodezyjnej (w starostwach) oraz rzeczoznawców majątkowych¹⁵).

Wartościowym źródłem informacji na temat cen transakcyjnych powinien stać się w przyszłości Rejestr Cen i Wartości Nieruchomości (RCiWN). Jest to baza danych, której tworzenie, funkcjonowanie i udostępnianie regulowane jest ustawą z dnia 17 maja 1989 roku Prawo geodezyjne i kartograficzne¹⁶. Zgodnie z przepisami tej ustawy prowadzenie RCiWN jest obowiązkiem starostów oraz prezydentów miast na prawach powiatu. Zakres informacji gromadzonych w RCiWN określony został w rozporządzeniu MRRiB z 29 marca 2001 roku w sprawie ewidencji gruntów i budynków¹⁷. Wśród danych podlegających rejestracji znajdują się ceny nieruchomości, określone w umowach zobowiązujących do przeniesienia własności nieruchomości lub użytkowania wieczystego, oraz wartości rynkowe nieruchomości, ustalone w wyniku wyceny dokonywanej przez rzeczoznawców majątkowych. Informacje z rejestru, niezawierające danych oso-

¹² J. Łaszek: Rozwój światowych rynków nieruchomości mieszkaniowych a ryzyko rynku w Polsce. „Finansowanie Nieruchomości” 2007, nr 4/13.

¹³ <http://www.notar.pl/files/MS-Not24.pdf>.

¹⁴ <http://form.stat.gov.pl/formularze/2004/M-04s.pdf>.

¹⁵ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. o gospodarce nieruchomościami (tekst jednolity: Dz.U. z 2010 r., nr 102, poz. 651 z późn. zm.), art. 155.

¹⁶ Dz.U. z 2010 r., nr 193, poz. 1287 z późn. zm.

¹⁷ Dz.U. z 2001 r., nr 38, poz. 454 z późn. zm.

bowych ani innych danych, do których dostęp ograniczony jest przepisami prawa, mogą być udostępniane wszystkim zainteresowanym. Obecnie zakres danych rejestrowanych w RCIWN zależy od stosowanego oprogramowania oraz osób, które go prowadzą¹⁸. Zdarzają się przypadki, że RCIWN nie jest w ogóle prowadzony przez starostwa powiatowe. Informacje zawarte w aktach notarialnych są rzadko w pełnym zakresie przenoszone do RCIWN. Dla uzyskania pełnego RCIWN potrzeba wiele lat i istotnych nakładów finansowych.

Informacje na temat cen transakcyjnych nieruchomości, w tym mieszkań, są przedmiotem corocznych raportów GUS, publikowanych od 2009 roku pod nazwą: *Obrót nieruchomościami*, a wcześniej (w latach 2003-2008) *Transakcje kupna-sprzedaży nieruchomości*. W odniesieniu do nieruchomości mieszkaniowych w raportach tych podaje się m.in.:

- liczbę i wartość transakcji kupna/sprzedaży lokali mieszkalnych (l.m.) w latach;
- strukturę ilości i wartości transakcji kupna/sprzedaży l.m. według formy obrotu w latach;
- liczbę i wartość transakcji kupna/sprzedaży l.m. według lokalizacji,
- liczbę transakcji kupna/sprzedaży l.m. w województwach,
- liczbę transakcji kupna/sprzedaży l.m. w województwach w przeliczeniu na 10 tys. mieszkańców,
- strukturę liczby i wartości transakcji kupna/sprzedaży l.m. według liczby izb w województwach,
- średnią powierzchnię użytkową l.m. sprzedanych według liczby izb i lokalizacji,
- średnią wartość pojedynczej transakcji kupna/sprzedaży l.m. według liczby izb i lokalizacji,
- średnią wartość pojedynczej transakcji kupna/sprzedaży l.m. dokonanej na rynkach wojewódzkich,
- średnie ceny transakcyjne l.m. według liczby izb i lokalizacji,
- średnie ceny transakcyjne l.m. sprzedanych na rynkach wojewódzkich¹⁹.

Instytut Rozwoju Miast powstały w roku 2002 na bazie Instytutu Gospodarki Mieszkaniowej publikuje *Monitoring polskiego rynku nieruchomości*. Są to raporty dotyczące transakcji na rynku mieszkaniowym, z wyodrębnieniem mieszkań, za kolejne okresy, począwszy od 1990 roku i uwzględniające kolejne lata w uję-

¹⁸ T. Budzyński: Rejestr Cen i Wartości Nieruchomości jako źródło danych dla potrzeb analizy rynku nieruchomości. XXI Krajowa Konferencja Rzeczników Majątkowych, Międzyzdroje, 12-14 września 2012 r., s. 70.

¹⁹ Obrót nieruchomościami w 2010 roku. GUS, Warszawa 2011; Obrót nieruchomościami w 2011 roku. GUS, Warszawa 2012.

ciu wojewódzkim z podziałem na rynek pierwotny i wtórny tworzone w oparciu o sprawozdawczość notarialną, udostępnianą przez Ministerstwo Sprawiedliwości. W kolejnych edycjach raportu prezentowano dane liczbowe w identycznym układzie i przy zachowaniu tych samych reguł grupowania danych. W raporcie obejmującym 20-letni okres funkcjonowania rynku nieruchomości w Polsce (wydanym w roku 2010) przyjęto następujący sposób prezentacji informacji dotyczących nieruchomości mieszkaniowych:

- segmentowa struktura rynkowych transakcji nieruchomościami w latach 2007-2009 z podziałem na mieszkania, grunty rolne i pozostałe w 5 województwach o najwyższych obrotach rynkowych i w 11 pozostałych,
- liczba transakcji na pierwotnym i wtórnym rynku mieszkaniowym w 2009 roku według województw,
- liczba i wartość (według statystyki GUS na podstawie sprawozdań starostów) rynkowych transakcji kupna/sprzedaży nieruchomości w Polsce w latach 2003-2008 z wyodrębnieniem lokali mieszkalnych, lokali niemieszkalnych, gruntów ogółem, budynków ogółem, nieruchomości zabudowanych,
- rynkowe transakcje mieszkaniowe na rynku nieruchomości w Polsce w latach 1990-2009.

3. Czynniki demograficzne

Wśród czynników wpływających na kształt rynku nieruchomości nie wolno pominąć czynników społecznych czy społeczno-ekonomicznych. Analiza tych czynników pozwala określić ogólne tendencje mające wpływ na możliwości i zagrożenia rozwoju rynku nieruchomości. J. Pogorzelski do podstawowych czynników demograficznych i ekonomicznych w zachowaniach nabywczych zalicza:

- wiek,
- płeć,
- wykształcenie,
- zawód,
- dochody i wydatki,
- miejsce zamieszkania,
- status rodziny²⁰.

Mechanizm oddziaływania czynników demograficznych na popyt na mieszkania związany jest z wewnętrznymi i zewnętrznymi ruchami migracyjnymi

²⁰ J. Pogorzelski: *Pozycjonowanie produktu*. PWE, Warszawa 2008, s. 74-75.

o charakterze trwałym oraz ruchem naturalnym ludności. Zmiany stopy urodzeń i zgonów, a w konsekwencji również stopy przyrostu naturalnego, prowadzą do zmian globalnej liczby ludności i jej struktury pod względem wieku, stanu cywilnego itp. Wzrost liczby mieszkańców w krótkim okresie (np. przy dużych migracjach) może wpływać na wzrost popytu mieszkaniowego. Zmiany demograficzne wywołują z kolei zmiany liczby zawieranych małżeństw, liczby i wielkości rodzin, a wespół z innymi czynnikami społecznymi i ekonomicznymi – przeobrażenia w ilości i składzie gospodarstw domowych²¹.

Potrzeby mieszkaniowe człowieka można rozpatrywać przez pryzmat różnych kryteriów. W aspekcie demograficznym można w tym celu wykorzystać jedno z trzech kryteriów periodyzacji cyklu życia człowieka: wiek biologiczny jednostki (tzw. segregację wiekową), etapy pracy zawodowej oraz fazy życia rodziny²².

Wiek biologiczny jest to stopień zaawansowania danego osobnika w rozwoju. Człowiek w kolejnych etapach życia kształtuje swoje potrzeby, możliwości i wymagania również w aspekcie warunków mieszkaniowych.

Rozpoczęcie pracy zawodowej wiąże się na ogół z dążeniem do uzyskania samodzielności mieszkaniowej. Posiadanie mieszkania, jego jakość, standard wyposażenia, lokalizacja bywają wyrazem rozwoju kariery zawodowej.

W życiu rodziny można wyróżnić kilka faz. M. Kielar-Turska wyróżnia następujące:

- faza prokreacji: związana jest z biologicznym wiekiem rozrodczym kobiety i tendencją do koncentracji w czasie funkcji prokreacyjnej rodziny,
- faza wczesnego rodzicielstwa (wczesne i średnie dzieciństwo dzieci): angażuje oboje rodziców; jest to okres uczenia się ról rodzicielskich, faza wysiłków na rzecz stabilizacji życia rodzinnego,
- faza względnej stabilizacji rodziny: przypada na wiek późnego dzieciństwa i dorastania dzieci. Możliwa jest wówczas aktywność zawodowa rodziców, współdziałanie z różnymi kręgami społecznymi,

²¹ W. Litterer-Marwege: *Rozwój ludności Polski a planowanie przestrzenne i programowanie gospodarki mieszkaniowej*. PWE, Warszawa 1967. Gospodarstwo domowe definiowane jest w spisach ludności jako zespół osób mieszkających razem i wspólnie utrzymujących się. Osoby samotne oraz mieszkające z innymi osobami, ale utrzymujące się oddzielnie, tworzą odrębne, jednoosobowe gospodarstwa domowe. Niektóre gospodarstwa domowe składają się tylko z jednej osoby, podczas gdy inne są tworzone przez rodziny lub grupy niespokrewnionych osób. Liczba i struktura tych gospodarstw oraz dynamika zmian tej struktury pozostają w ścisłym związku z zapotrzebowaniem rodzin na mieszkania oraz możliwościami zaspokojenia tych potrzeb. Za: M. Gorczyca: *Przewidywane zmiany sytuacji mieszkaniowej w Polsce do 2010*. ZBS-E GUS, Warszawa 1993.

²² I. Foryś: *Op. cit.*, s. 134.

- faza postparentalna/pustego gniazda: obejmuje lata życia małżeństwa po usamodzielnieniu się dzieci i ich odejściu z domu rodzinnego. W tym okresie wagi nabiera praca zawodowa²³.

Każda faza życia rodziny wyróżnia się odmiennym poziomem i tempem zmiany dochodów, które przekładają się na możliwości ekonomiczne posiadania i utrzymania własnego mieszkania. Przeciętna rodzina dąży do polepszenia parametrów technicznych mieszkania (powierzchni, liczby pokoi, układu funkcjonalnego), pojawiają się również i rozwijają potrzeby wyższego rzędu (wyższy standard, lepsza lokalizacja)²⁴.

Demografia stanowi przedmiot badań kolejnych narodowych spisów powszechnych. NSP 2011 zawiera informacje w tym zakresie w następujących obszarach:

- geograficzna charakterystyka ludności – miejsce przebywania, miejsce zamieszkania, ewentualne przyczyny jego zmiany,
- demograficzna charakterystyka osób,
- informacje o gospodarstwach domowych i rodzinach, w tym ich wielkość i skład,
- wykształcenie,
- dzietność kobiet,
- migracje wewnętrzne i zagraniczne, emigracja zarobkowa, reemigracja oraz imigracja cudzoziemców do Polski.

Źródłem informacji dotyczących demografii są również *Roczniki Demograficzne* wydawane przez GUS. Wśród zawartych w nich informacji znajdują się m.in. dotyczące:

- stanu, ruchów naturalnych i migracji ludności według regionów, podregionów i województw,
- ludności, gęstości zaludnienia, ruchów naturalnych (małżeństwa, separacje, rozwody, urodzenia, zgony), migracji wewnętrznych, zewnętrznych) w miastach liczących ponad 100 tys. mieszkańców,
- ludności według powiatów,
- struktury ludności według wieku i województw w latach,
- dynamiki demograficznej według województw w latach,
- ludności w wieku produkcyjnym i nieprodukcyjnym w latach.

²³ M. Kiełar-Turska: *Rozwój człowieka w pełnym cyklu życia*. W: Psychologia. Podręcznik akademicki. Tom I. Red. J. Strelau. Gdańsk GWP 2000.

²⁴ A. Andrzejewski: *Potrzeby mieszkaniowe. Problemy i perspektywy*. PWWP, Warszawa 1970, s. 89-90.

4. Dochody gospodarstw domowych

Zasoby finansowe gospodarstw domowych mierzone dochodami gospodarstw, stanem oszczędności oraz zdolnością czynszową lub kredytową mają istotny wpływ na kształtowanie się potrzeb mieszkaniowych i w konsekwencji na popyt mieszkaniowy.

Jednym z czynników mających wpływ na poziom dochodów gospodarstw domowych jest poziom rozwoju gospodarczego. Wzrost gospodarczy wpływa zarówno na stronę popytową, jak i podażową rynku nieruchomości mieszkaniowych. Pierwsza reakcja przypisywana jest jednak stronie popytowej. Przejawem wzrostu gospodarczego jest wzrost dochodów gospodarstw domowych. Skutkuje on wzrostem popytu na mieszkania. Ze względu na niską efektywność rynku nieruchomości wzrost popytu wywołuje początkowo wzrost stawek czynszowych. Wzrost ten przekłada się na ceny mieszkań i przejawia się ich podniesieniem. To z kolei wywołuje reakcję po stronie podażowej poprzez ożywienie rynku budowlanego i w dłuższej perspektywie będzie prowadzić do wzrostu podaży nowych mieszkań.

Do czynników kształtujących średnie dochody gospodarstw domowych, które powinny podlegać analizie inwestorów na lokalnych rynkach nieruchomości mieszkaniowych, należy zaliczyć bieżącą i prognozowaną stopę bezrobocia, stan i prognozy rozwoju lokalnego rynku pracy oraz informacje o kształtowaniu się czynników demograficznych.

Dochody gospodarstw domowych stanowią przedmiot badań kolejnych narodowych spisów powszechnych. NSP 2011 zawiera informacje w tym zakresie w następujących obszarach:

- aktywność ekonomiczna ludności,
- główne i dodatkowe źródła utrzymania osób,
- źródła utrzymania gospodarstw domowych,
- samodzielność gospodarowania i zamieszkania.

Informacje na temat dochodów gospodarstw domowych publikowane są przez GUS w *Rocznikach Statystycznych Rzeczypospolitej Polskiej* w rozdziale IX *Budżety gospodarstw domowych* oraz w *Rocznikach Statystycznych Województw* w rozdziale VI *Dochody ludności. Budżety gospodarstw domowych*. Informacje tam zawarte dotyczą dochodów gospodarstw według grup reprezentujących podstawowe społeczno-ekonomiczne grupy ludności, to jest:

- gospodarstw pracowników – dochód z pracy najemnej,
- gospodarstw rolników – dochód z użytkowanego przez siebie gospodarstwa indywidualnego w rolnictwie,

- gospodarstw pracujących na własny rachunek, to jest z prowadzenia działalności gospodarczej poza użytkowaniem gospodarstwa indywidualnego w rolnictwie i z wykonywania wolnego zawodu,
- gospodarstw emerytów – z emerytury,
- gospodarstw rencistów – z renty,
- gospodarstw utrzymujących się z nieustalonych źródeł.

Informacje prezentowane są w ujęciu wojewódzkim i informują o przeciętnym miesięcznym dochodzie rozporządzalnym:

- na 1 gospodarstwo domowe,
- na 1 osobę w gospodarstwie domowym.

Źródłem informacji o kształtowaniu się zdolności zaspokojenia potrzeby mieszkaniowej przez gospodarstwo domowe w oparciu o uzyskane dochody jest Indeks Dostępności Mieszkaniowej (Indeks M3), przygotowywany przez AMRON-SARFiN. Jest to syntetyczny miernik dostępności mieszkań w Polsce. Jest on wynikiem porównania średniego dochodu rozporządzalnego (dochód netto rodziny pomniejszony o minimum socjalne) oraz wartości raty spłaty kredytu potrzebnego na zakup mieszkania o powierzchni 50 m². Wartości Indeksu poniżej 100 punktów świadczy, iż przeciętna trzyosobowa rodzina będzie miała trudności z uzyskaniem wymaganego kredytu. Kształtowanie się wartości Indeksu M3 powyżej 100 punktów wskazuje, że w danym okresie zakup mieszkania przez przykładową rodzinę może być wsparty kredytem hipotecznym w większym stopniu²⁵.

5. Dostępność i koszt kapitału zewnętrznego

Inwestycje nabywców na rynku nieruchomości mieszkaniowych realizowane są w zdecydowanej większości przypadków z wykorzystaniem finansowania zewnętrznego, które z kolei najczęściej urzeczywistnia się w formie kredytu hipotecznego.

Dostępność kredytów hipotecznych jest obecnie w Polsce określana przez Indeks Dostępności Kredytowej (IDK). Indeks ten jest ustalany na podstawie trzech parametrów:

- maksymalnego LtV²⁶ (z uśrednionych ofert 10 wiodących banków),
- średniej marży kredytu,

²⁵ Raport AMRON-SARFiN / III KW. 2010, <http://www.amron.pl/Pages/Content/Details.aspx?a=33>.

²⁶ Określającego stosunek kwoty kredytu do wartości zabezpieczającej go nieruchomości.

- maksymalnej zdolności kredytowej, wyliczonej dla rodziny zarabiającej dwukrotność średniej krajowej pensji, podawanej przez GUS.

Analiza zmienności tego indeksu oraz czynników mających na niego wpływ (np. polityka KNF odnośnie do rekomendacji dla banków, oczekiwanie zmiany stóp procentowych) pozwalają przewidywać dostępność kredytów w przyszłości. Indeks obliczany jest przez Open Finance od 2009 roku.

Koszt kredytu jest sumą trzech rodzajów opłat. Są to: oprocentowanie, prowizje bankowe i inne opłaty.

Oprocentowanie kredytu może być stałe (rzadko występujące w praktyce) lub zmienne. To drugie uzależnione jest od wysokości rynkowych stóp procentowych oraz marży banku. Rynkowe stopy procentowe, to jest stopy depozytów międzybankowych, określają wysokość oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym w określonym terminie. Stopy te są ustalane i publikowane we wszystkie dni robocze. Stanowią średnią wartość ofert określonej liczby banków. Określa się je w odniesieniu do różnych okresów. Te, które wykorzystywane są do określania oprocentowania kredytów hipotecznych, dotyczą dłuższych okresów, czyli na przykład:

- 3M – 3 miesiące,
- 6M – 6 miesięcy,
- 9M – 9 miesięcy,
- 12M – 1 rok.

Za względu na możliwość kredytowania w różnych walutach, wykorzystuje się indeksy oprocentowania depozytów na rynku międzybankowym dla poszczególnych walut:

- WIBOR (ang. Warsaw Interbank Offered Rate) – średnia stopa procentowa, po jakiej polskie banki udzielają pożyczek w złotych na rynku międzybankowym,
- EURIBOR (ang. Euro Interbank Offered Rate) – rynkowa stopa procentowa depozytów oferowanych na rynku międzybankowym w strefie euro,
- LIBOR (ang. London Interbank Offered Rate) – rynkowa stopa procentowa depozytów oferowanych na rynku międzybankowym w Londynie. Jest to średnia z ofert 4 banków: Bankers Trust, Bank of Tokyo, Barclays i National Westminster.

Druga grupa opłat kształtująca koszt kredytu to prowizje bankowe, które mogą być pobierane m.in. za:

- uruchomienie kredytu,
- przedterminową spłatę,
- przewalutowanie kredytu,

- wydłużenie okresu spłaty.

Trzecia grupa opłat kształtująca koszt kredytu to tzw. inne opłaty. Wymienić można tu m.in opłaty za:

- rozpatrzenie wniosku kredytowego,
- inspekcje na terenie budowy przed udzieleniem kolejnej transzy kredytu,
- wycenę nieruchomości,
- ubezpieczenie nieruchomości,
- wpis hipoteki.

Wysokość stopy procentowej pobieranej przez bank przy udzielaniu kredytów jest ściśle powiązana z poziomem ryzyka kredytowego. Wysokie ryzyko przekłada się na wyższą stopę procentową. Kredyty hipoteczne przeznaczone na finansowanie nieruchomości (w tym mieszkaniowych) wiążą się na ogół z niskim poziomem ryzyka, co umożliwia ich niskie oprocentowanie. Zmniejszenie stopy procentowej powoduje wzrost korzyści z posiadania mieszkania, np. w odniesieniu do obligacji skarbowych. Sytuacja taka może powodować przenoszenie przez inwestorów kapitału na rynek mieszkaniowy. Z kolei, jak wykazały badania²⁷, nawet niewielki wzrost stóp procentowych w długim okresie przekłada się na znaczny wzrost ceny mieszkań, który nie będzie miał uzasadnienia w czynnikach fundamentalnych.

Podsumowanie

Na postrzeganie atrakcyjności inwestycyjnej nieruchomości mieszkaniowych wpływa wiele czynników. Analizując stronę popytową rynku nieruchomości można stwierdzić, że część z nich ma charakter uniwersalny i dotyczy atrakcyjności inwestycyjnej wszystkich typów nieruchomości, jednak niektóre mają charakter szczególny i ich oddziaływanie koncentruje się na segmencie mieszkaniowym rynku nieruchomości. Zaliczyć do nich należy przede wszystkim poziom zaspokojenia potrzeby mieszkaniowej, czynniki o charakterze demograficznym oraz dochody gospodarstw domowych. Czynnikiem wpływającym zarówno na popyt, jak i na podaż na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest polityka mieszkaniowa państwa. Czynnikiem warunkującym popyt na rynku nieruchomości o funkcjach zarówno mieszkalnych, jak i niemieszkalnych są ceny transakcyjne oraz dostępność i koszt kapitału zewnętrznego. Podejmowanie optymal-

²⁷ J. Łaszek, H. Augustyniak, M. Widłak: Euro a ryzyko bąbli na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Materiały i Studia NBP, z. 238. Warszawa 2009, s. 62.

nych decyzji przez inwestora na rynku nieruchomości wiąże się z pozyskiwaniem informacji o wartościach przyjmowanych przez wymienione czynniki oraz analizą ich kształtowania się w czasie. Pozyskiwanie informacji na ten temat nie jest sprawą prostą, gdyż warunkowane jest koniecznością korzystania z wielu źródeł, często o utrudnionym dostępie. Ponadto część źródeł publikuje informacje periodycznie, co wiązać się może z problemem aktualności informacji.

CHOSEN DEMAND FACTORS SHAPING INVESTOR'S DECISIONS ON REAL ESTATE MARKET AND SOURCES OF INFORMATION ABOUT THEM

Summary

Investment attractiveness of real estate market is shaped by many factors of diverse character. Investment efficiency in this market is function of correct analysis of those factors. Therefore, obtaining the reliable information is for an investor an essential element in the process of optimal investment decision making. The aim of this work is analysis of chosen demand factors that influence the real estate market, taking into account accessible sources of information about them. Rated among those factors are: level of fulfillment of housing needs, transaction prices, demographical factors, income of households as well as accessibility and external cost of capital. Those factors have been characterized and the sources of information about them have been named.

ZNACZENIE POLITYKI KREDYTOWEJ BANKU DLA INWESTYCJI NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

Wprowadzenie

Rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych w dużym stopniu zależy od dostępności metod finansowania tego rynku. Zdecydowana większość podmiotów przy inwestowaniu w nieruchomości mieszkaniowe wykorzystuje kapitał obcy, głównie kredyt bankowy, jako podstawowe źródło finansowania inwestycji. Zatem im większa będzie dostępność kredytowa zarówno dla osób fizycznych, jak i dla przedsiębiorstw inwestujących na rynku nieruchomości mieszkaniowych, tym więcej inwestycji będzie mogło być zrealizowanych. Jednakże dostęp do kredytów bankowych finansujących rynek nieruchomości mieszkaniowych zależy od polityki kredytowej banków. Zaostrzanie tej polityki najczęściej będzie hamowało rozwój rynku nieruchomości, natomiast jej łagodzenie będzie pozwalało na większy dostęp do kapitału, a tym samym na większą liczbę inwestycji oraz liczbę zawieranych na rynku nieruchomości transakcji. Należy także podkreślić, iż z uwagi na specyfikę finansowania rynku nieruchomości (nie tylko mieszkaniowych), zasady polityki kredytowej banku muszą być rzetelnie sformułowane i przestrzegane przez bank.

Celem artykułu jest omówienie zasad polityki kredytowej banku w aspekcie finansowania rynku nieruchomości oraz wskazanie istotnego znaczenia tej polityki dla inwestowania na rynku nieruchomości mieszkaniowych, jak również wpływu tej polityki na decyzje podejmowane na tym rynku.

1. Zasady polityki kredytowej banku w zakresie finansowania inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych

Działalność banków angażujących się w proces finansowania rynku nieruchomości jest szczególnym rodzajem aktywności gospodarczej, obciążonym złożonym ryzykiem z uwagi na¹: długoterminowy charakter finansowania, dużą zależność od sytuacji makroekonomicznej kraju i cykliczności gospodarki, niską płynność aktywów, konieczność zaangażowania znacznej ilości środków, ryzyko spadku cen rynkowych nieruchomości stanowiących zabezpieczenie kredytu, ryzyko stopy procentowej, ryzyko kursowe (w przypadku udzielania kredytów walutowych/indeksowanych do walut), możliwość utraty zdolności kredytowej kredytobiorcy w okresie trwania umowy kredytowej, problemy z dostępem do rzetelnych źródeł informacji na temat rynku nieruchomości², lokalny charakter nieruchomości.

Biorąc powyższe pod uwagę, banki powinny tworzyć odpowiednie zasady polityki kredytowania nieruchomości³. Zasady te powinny⁴:

- zapewniać rozdzielenie funkcji związanych z pozyskiwaniem kredytobiorców i sprzedażą oferowanych produktów od funkcji związanych z obszarem bezpośredniej analizy wniosków kredytowych oraz oceną ryzyka i podejmowaniem decyzji kredytowej,
- identyfikować obszary geograficzne, na których bank będzie udzielał kredytów,
- ustalać politykę dywersyfikacji portfela kredytowego i ustanawiać limity dla kredytów na nieruchomości w podziale na typy i rynki geograficzne (np. limity na kredyty podwyższonego ryzyka),
- identyfikować odpowiednie warunki dla poszczególnych typów kredytów na nieruchomości,
- ustanawiać procedury udzielania i zatwierdzania kredytów, zarówno ogólne, jak i w rozbiciu na rozmiar i typ kredytu,

¹ Szerzej: Jakość aktywów. Finansowanie rynku nieruchomości. NBP, Warszawa, kwiecień 2007.

² Należy podkreślić, iż w ostatnich kilku latach liczba materiałów źródłowych dotycząca rynku nieruchomości mieszkaniowych zwiększyła się, jednak nie wszystkie są powszechnie dostępne.

³ Szczegółowe omówienie polityki kredytowej banku można znaleźć np. w: J. Gwizdała: Ryzyko kredytowe w działalności banku komercyjnego. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011, s. 105. Na potrzeby niniejszego artykułu zostaną omówione wybrane kwestie dotyczące polityki kredytowej banku, koncentrujące się na rynku nieruchomości.

⁴ Jakość aktywów..., op. cit., s. 44.

- ustanawiać ostrożne standardy udzielania kredytu, które są jasne i precyzyjne – włącznie z limitami określającymi wskaźnik kredytu do wartości – oraz spójne z wytycznymi nadzorczymi,
- ustanawiać procedury analizy i zatwierdzania wyjątkowych ze względu na swój charakter kredytów, łącznie z kredytami, dla których wartość wskaźnika kredytu do wartości nieruchomości przekracza ustalone limity,
- ustanawiać procedury administrowania kredytami, łącznie z ich dokumentowaniem, wypłatą, przeglądem kredytu, badaniem zabezpieczenia i windykacją zadłużenia,
- ustanawiać regulaminy i procedury wyceny nieruchomości,
- zapewnić, aby pracownicy banku monitorowali portfel kredytowy i dostarczali punktualnych i adekwatnych sprawozdań zarządowi,
- ustanawiać skuteczne mechanizmy kontroli.

Każdy bank finansujący inwestycje w nieruchomości powinien monitorować warunki na rynku nieruchomości w obszarze jego kredytowania, tak aby móc szybko reagować na zmiany warunków rynkowych, które mają wpływ na jego decyzje kredytowe. W szczególności banki powinny uwzględnić tzw. popytowe i podażowe czynniki rynkowe. Do czynników tych zaliczyć można m.in.: wskaźniki demograficzne, szczególnie trendy dotyczące zaludnienia i zatrudnienia; wymogi dotyczące planów zagospodarowania przestrzennego; bieżące i prognozowane wskaźniki pustostanów, prowadzonych inwestycji budowlanych i nasycenia rynku; bieżące i prognozowane warunki najmu, stawki czynszu i ceny sprzedaży; bieżące i prognozowane koszty operacyjne dla różnych typów projektów; wskaźniki ekonomiczne, w szczególności trendy i dywersyfikacje w obszarze kredytowania oraz trendy dotyczące cen na rynku nieruchomości.

Polityka kredytowa banku w aspekcie finansowania inwestycji na rynku nieruchomości jest inna w stosunku do klienta indywidualnego oraz do przedsiębiorstwa realizującego inwestycje w nieruchomości. Niektóre z wyżej wymienionych czynników są brane pod uwagę przy obu rodzajach kredytobiorców, jednak zdecydowanie bardziej rozbudowane zasady polityki kredytowej odnoszą się do przedsiębiorstw, deweloperów, którzy zaciągają dużo wyższe kredyty niż klienci indywidualni. Zasady udzielania kredytów dla przedsiębiorstw realizujących inwestycje w nieruchomości powinny określać również pewne wymagania dotyczące m.in.:

- analizy opłacalności inwestycji i wrażliwości na ryzyko (np. wrażliwości prognoz dotyczących dochodu na zmiany czynników ekonomicznych, takich jak stopy procentowe, kursy walutowe, współczynnik pustostanów lub koszty operacyjne),

- minimalnej liczby zawartych przedwstępnych umów najmu lub sprzedaży nieruchomości przynoszących dochody, które umożliwią obsługę zadłużenia,
- wstępnych inwestycji i utrzymania na stałym poziomie udziału własnego kredytobiorcy,
- warunków przedwstępnych umów najmu i sprzedaży nieruchomości oraz minimalnej liczby nieruchomości oddawanych do użytku w określonym czasie.

Zasady polityki kredytowej w zakresie finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych muszą uwzględniać także stosowne rekomendacje wydawane przez Komisję Nadzoru Finansowego. Istotne są tutaj dwie rekomendacje: Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi finansującymi nieruchomości oraz zabezpieczonymi hipotecznie⁵ i Rekomendacja T dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ryzykiem detalicznych ekspozycji kredytowych⁶. Te dwie rekomendacje stanowią system naczyń połączonych i jednocześnie stwarzają kompleksowe podejście do zasad kredytowania klienta indywidualnego w Polsce⁷.

Istotny jest fakt, iż kolejne zmiany w powyższych rekomendacjach wpływają znacząco na politykę kredytową banków w aspekcie finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych. Najnowsze zmiany Rekomendacji S (z dnia 18.06.2013 roku) dotyczą m.in. oceny zdolności kredytowej. Zapisy nakazują m.in., że bank powinien rekomendować klientom detalicznym okres spłaty zobowiązań nie dłuższy niż 25 lat. W przypadku podjęcia przez klienta decyzji o dłuższym okresie spłaty bank nie powinien udzielić kredytu, którego okres spłaty przekraczałby 35 lat. Jednakże jeśli przewidywany okres spłaty ekspozycji jest dłuższy niż 30 lat, bank powinien przyjmować w procesie oceny zdolności kredy-

⁵ Pierwsza wersja rekomendacji zaczęła obowiązywać od 1.07.2006 r., druga rozszerzona, czyli Rekomendacja S (II) od 1.07.2009 r., natomiast trzecia, tzw. Rekomendacja S (III) obowiązuje od 1.01.2012 r. Najnowsza nowela tej Rekomendacji z dnia 18.06.2013 r. ma nieco zmienioną nazwę, tj.: Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie. Z zakresu tej Rekomendacji wyłączono ekspozycje kredytowe finansujące nieruchomości, które nie są zabezpieczone hipotecznie. W wybranych fragmentach Rekomendacja ta ma być wprowadzona do 1.01.2014 r., a cała obowiązywać ma od 1.07.2014 r. Szerzej: www.knf.gov.pl.

⁶ Część tej rekomendacji zaczęła obowiązywać od 23.08.2010, reszta pół roku później, natomiast nowelizacja tej rekomendacji z dnia 26.02.2013 r. ma być wprowadzona nie później niż do dnia 31.07.2013 r. Ponadto na potrzeby tej rekomendacji zastosowano pojęcie detalicznych ekspozycji kredytowych rozumianych jako należności kredytowe od osób fizycznych udzielone na cele niezwiązane z działalnością gospodarczą i rolniczą, z wyłączeniem należności zabezpieczonych hipotecznie, które w całości zostały objęte Rekomendacją S (...). Jednakże do zarządzania ryzykiem ekspozycji kredytowych finansujących nieruchomości nie stosuje się postanowień Rekomendacji S, o ile nie są one zabezpieczone hipotecznie, szerzej: Rekomendacja T, s. 3.

⁷ Szerzej: M. Zaleska: Kredytowanie nieruchomości bez fajerwerków. „Finansowanie Nieruchomości” 2012, nr 1, s. 4.

towej okres spłaty ekspozycji wynoszący maksymalnie 30 lat⁸. Oznacza to z jednej strony nieco bardziej liberalne podejście banku w stosunku do obecnie jeszcze obowiązującej Rekomendacji S(III)⁹, a z drugiej strony maksymalne ograniczenie okresu spłaty kredytu do 35 lat. Przed wprowadzeniem obydwóch zmian pewna część kredytobiorców, która posiadała marginalną zdolność kredytową, zaciągała kredyty na maksymalnie długi okres (nawet na 50 lat). Poprzez wydłużenie okresu kredytowania ulegała zmniejszeniu rata kredytu, a to wpływało na pozytywny wynik oceny zdolności kredytowej.

Inną istotną zmianą jest wymóg dotyczący udzielania kredytów w walucie obcej¹⁰. Najnowsza nowela Rekomendacji S mówi, iż bank powinien udzielać klientom detalicznym kredytów zabezpieczonych hipotecznie wyłącznie w walucie, w jakiej uzyskują oni dochód, także w przypadku klientów o wysokich dochodach. Ten zapis, mający wejść w życie 1 lipca 2014 roku, ograniczy dostępność kredytu mieszkaniowego w walucie obcej dla klientów uzyskujących dochody w walucie krajowej¹¹.

Ważna zmiana dotyczy także wartości wskaźnika Dtl¹². Rekomendacja 9 znowelizowanej Rekomendacji S z dnia 18.06.2013 roku mówi, iż w procesie oceny zdolności kredytowej klientów detalicznych szczególną uwagę bank powinien zwracać na sytuacje, w których wskaźnik Dtl przekracza 40% dla klientów o dochodach nieprzekraczających przeciętnego poziomu wynagrodzeń w danym regionie zamieszkania oraz 50% dla pozostałych klientów¹³.

⁸ Rekomendacja 7 znowelizowanej Rekomendacji S z dnia 18.06.2013 r.

⁹ Punkt 3.1.3. Rekomendacji S ze stycznia 2011 r. mówi, że dokonując oceny zdolności kredytowej, jeśli przewidywany okres spłaty ekspozycji jest dłuższy niż 25 lat, bank powinien przyjmować w procesie oceny zdolności kredytowej okres spłaty ekspozycji wynoszący 25 lat.

¹⁰ Według obecnie funkcjonującej Rekomendacji S ze stycznia 2011 r. w przypadku walutowych detalicznych ekspozycji kredytowych finansujących nieruchomości oraz walutowych detalicznych ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie maksymalny poziom relacji wydatków związanych z obsługą zobowiązań kredytowych do średnich dochodów netto osiąganych przez osoby zobowiązane do spłaty zadłużenia nie powinien być wyższy niż 42% (patrz punkt 3.1.5.).

¹¹ Szerzej: Rekomendacja 6 znowelizowanej Rekomendacji S z dnia 18.06.2013 r.

¹² Wskaźnik Dtl (ang. *debt to income*) – wskaźnik wyrażający stosunek wydatków związanych z obsługą zobowiązań kredytowych i zobowiązań finansowych innych niż zobowiązania kredytowe do dochodu klienta detalicznego.

¹³ Ze względu na ograniczenie objętości niniejszego artykułu pewne kwestie zostały tylko zasygnalizowane.

2. Polityka kredytowa a decyzje inwestycyjne na rynku nieruchomości mieszkaniowych

Polityka kredytowa banków w aspekcie finansowania rynku nieruchomości mieszkaniowych znacząco wpływa na decyzje podejmowane zarówno przez klientów indywidualnych, jak i deweloperów. Zaostrzenie polityki kredytowej w przypadku klientów indywidualnych powoduje odłożenie decyzji o zakupie nieruchomości mieszkaniowej w nieokreśloną przyszłość (a to wpływa na spadek popytu na rynku nieruchomości mieszkaniowych) lub zmianę preferencji mieszkaniowej danego gospodarstwa domowego (co oznacza zakup nieruchomości tańszej, czyli albo o mniejszym metrażu, lub gorszym standardzie wykończenia, albo gorszym stanie technicznym lub gorszej lokalizacji¹⁴). Długotrwała zaostrzona polityka kredytowa banków w stosunku do klientów indywidualnych może doprowadzić do bardzo istotnego osłabienia popytu na rynku nieruchomości mieszkaniowych (ma to duże znaczenie dla rynku pierwotnego). Wpłynie to wówczas na poziom pustostanów nieruchomości już wybudowanych. Zmniejszenie zakresu sprzedaży nieruchomości mieszkaniowych przez deweloperów spowoduje spadek ich dochodów, a to z kolei wpłynie na ich decyzje inwestycyjne w tym segmencie nieruchomości. Duża liczba niesprzedanych mieszkań spowoduje zniechęcenie do inwestowania na rynku nieruchomości mieszkaniowych (czyli budowania nieruchomości na sprzedaż lub wynajem) albo brak możliwości dalszego inwestowania, nawet jeśli chęci pozostaną. Ten brak możliwości może być spowodowany nieposiadaniem środków własnych przez dewelopera lub ich poważnym ograniczeniem (bo mieszkania z poprzedniej inwestycji nie zostały sprzedane). To z kolei może mieć istotne znaczenie przy podejmowaniu decyzji przez bank o finansowaniu kolejnej inwestycji na rynku nieruchomości mieszkaniowych realizowanej przez danego dewelopera. Pewnym rozwiązaniem może być tutaj spadek cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych, który pozwoli z jednej strony na sprzedaż nieruchomości mieszkaniowych już wybudowanych przez dewelopera, a z drugiej strony na zakup mieszkania przez klienta indywidualnego (niższe ceny nieruchomości zwiększą potencjalną dostępność mieszkaniową). Jednakże spadki cen na rynku nieruchomości mieszkaniowych mogą zniechęcić inwestujące na tym rynku przedsiębiorstwa, bowiem rentowność takich projektów obniży się.

Zaostrzona już polityka kredytowa banków w segmencie kredytów mieszkaniowych spowodowana: wdrożeniem stosownych regulacji (głównie rekomendacji), pogarszającą się sytuacją gospodarczą, jak również niekorzystnymi pro-

¹⁴ Czynniki te mogą występować zarówno osobno, jak i razem.

gnozami na rynku nieruchomości mieszkaniowych, a także pogorszeniem jakości portfela kredytów mieszkaniowych¹⁵ może stać się jeszcze bardziej wymagająca. Nowelizacja Rekomendacji S z dnia 18.06.2013 roku mówi, że wartość wskaźnika LtV – dla ekspozycji kredytowych zabezpieczonych na nieruchomościach mieszkaniowych – w momencie udzielenia kredytu nie powinna przekraczać 80% lub 90% (przy czym obowiązkowe będzie tutaj ubezpieczenie brakującego wkładu własnego lub blokada środków na rachunku bankowym albo zastaw na denominowanych w złotych dłużnych papierach wartościowych Skarbu Państwa lub NBP). Jednak dla ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie powstałych w okresie do 31.12.2014 roku wartość wskaźnika LtV nie powinna przekraczać poziomu 95%, dla ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie powstałych w okresie od 1.01.2015 roku do 31.12.2015 roku wartość wskaźnika LtV nie powinna przekraczać poziomu 90%, a dla ekspozycji kredytowych zabezpieczonych hipotecznie powstałych w okresie od 1.01.2016 roku do 31.12.2016 roku wartość wskaźnika LtV nie powinna przekraczać poziomu: 85% lub 90% z odpowiednimi dodatkowymi zabezpieczeniami¹⁶. Oznacza to posiadanie przez potencjalnego kredytobiorcę własnych oszczędności. Wejście w życie tych zmian może znowu ograniczyć popyt na kredyty mieszkaniowe, a tym samym wpłynąć niekorzystnie na rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych. Znaczna grupa klientów indywidualnych może odłożyć decyzję o zakupie nieruchomości mieszkaniowej na dalsze lata, a dla niektórych zakup mieszkania może stać się w ogóle nieosiągalny, bowiem pewna część gospodarstw domowych nie posiada żadnych oszczędności lub są one bardzo skromne¹⁷.

Pewną szansą na zwiększenie popytu na pierwotnym rynku nieruchomości mieszkaniowych jest wejście w życie od 2014 roku programu Mieszkanie dla Młodych¹⁸. Wraz z realizacją tego programu zmieniają się także decyzje inwestycyjne deweloperów w segmencie nieruchomości mieszkaniowych. W dużej mierze zostały już one skorygowane przez wcześniejszy program Rodzina na Swoim. Jednakże w kolejnym programie rządowym nie będzie już wsparcia finansowego przy zakupie domu jednorodzinnego. Nowy program koncentruje się wyłącznie na lokalach mieszkalnych o powierzchni nie większej niż 75 m², przy czym dofinansowanie wkładu własnego dotyczyć będzie tylko 50 m². Oznaczać to może powstanie nowego trendu w budownictwie mieszkaniowym. Przedsięwzięcia re-

¹⁵ Szerzej: Kwartalne raporty NBP z roku 2012: Sytuacja na rynku kredytowym.

¹⁶ Szerzej: Rekomendacja 15, pkt 15.7. Rekomendacji S z dnia 18.06.2013 r.

¹⁷ Szerzej: Sytuacja gospodarstw domowych w 2011 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych. GUS, Warszawa 2012.

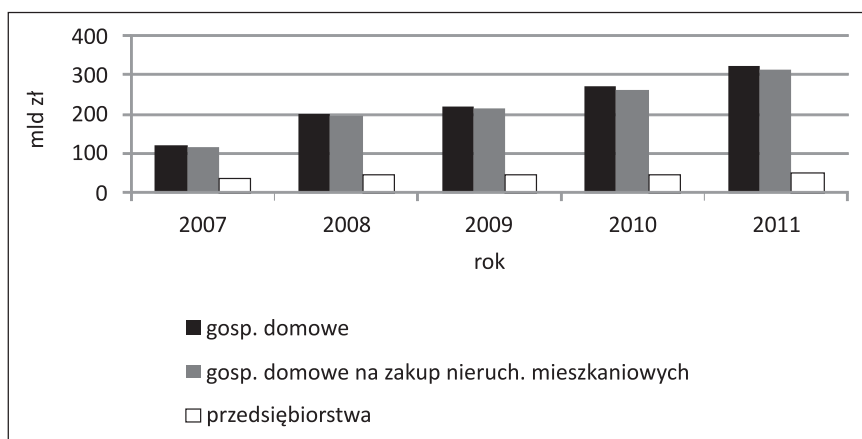
¹⁸ Szerzej: Projekt ustawy o pomocy państwa w nabyciu pierwszego mieszkania przez ludzi młodych.

alizujące inwestycje w nieruchomości mieszkaniowe będą się raczej skupiały na lokalach mieszkalnych dostosowanych do wymogu nowego rządowego programu.

Istotny jest fakt, że łagodzenie polityki kredytowej banków korzystnie wpływa na decyzje inwestycyjne w segmencie nieruchomości mieszkaniowych, bowiem zwiększa dostęp klientów indywidualnych do kredytów mieszkaniowych. Podobnie w przypadku deweloperów – większy i łatwiejszy dostęp do kapitałów sprzyja rozwojowi tego sektora. To pozytywnie wpływa na rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych, bowiem przybywa nowych mieszkań i popyt – przynajmniej w znacznej części – zostaje zaspokojony.

3. Sytuacja na rynku finansowania nieruchomości za pomocą kredytu bankowego

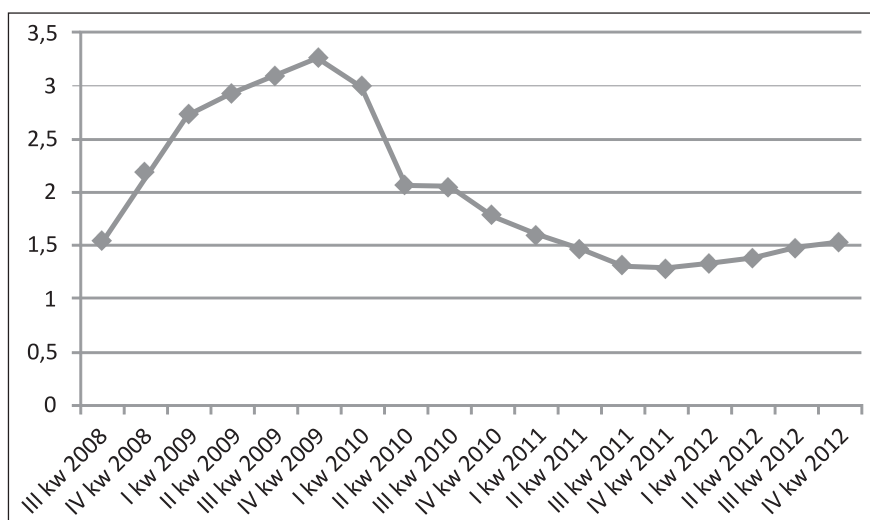
Pomimo regularnego wycofywania się banków z liberalnej polityki kredytowej w segmencie kredytów mieszkaniowych w analizowanych latach, to jest 2007-2011, wartość udzielonych kredytów z roku na rok się zwiększała. Rys. 1 pokazuje wartość udzielonych kredytów na nieruchomości gospodarstw domowym oraz przedsiębiorstwom. Na rysunku tym pokazano także wartości kredytów udzielonych gospodarstwom domowym na nieruchomości mieszkaniowe. Z rysunku widać, iż gospodarstwa domowe głównie inwestują na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Zauważalna jest także różnica pomiędzy wartością kredytów udzielonych gospodarstwom domowym i przedsiębiorstwom. Oznacza to, że portfel kredytów mieszkaniowych klientów indywidualnych jest zdecydowanie większy niż portfel kredytów uruchomionych na nieruchomości w sektorze przedsiębiorstw. Dlatego też organy nadzorcze kładą tak duży nacisk na odpowiednią politykę kredytową w segmencie klienta indywidualnego.



Rys. 1. Wartość kredytów na nieruchomości udzielonych gospodarstwom domowym oraz przedsiębiorstwom w latach 2007-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z NBP.

Zaostrzanie lub łagodzenie polityki kredytowej następuje często także poprzez odpowiednio zwiększanie lub obniżanie marży kredytów mieszkaniowych. Rys. 2 przedstawia średnie marże złotych kredytów mieszkaniowych w okresie III kwartał 2008-IV kwartał 2012.



Rys. 2. Średnie marże kredytów mieszkaniowych w PLN w okresie III kwartał 2008-IV kwartał 2012 (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z Open Finance oraz z www.comperia.pl (dostęp: 10.02.2013).

Z rys. 2 wynika, że w latach 2010-2011 banki obniżały marże kredytów mieszkaniowych wyrażonych w walucie krajowej. Jednakże w tym okresie nie można mówić o łagodzeniu polityki kredytowej. W pierwszej połowie 2010 roku banki nie zmieniały kryteriów przyznawania kredytów mieszkaniowych, natomiast w drugiej połowie 2010 roku zaostrzyły politykę kredytową, dostosowując się do wymogów Rekomendacji T¹⁹. Natomiast trzy pierwsze kwartały roku 2011 nie wprowadzały kolejnych istotnych zmian w polityce kredytowej banków. Dopiero w IV kwartale 2011 roku polityka kredytowa była bardziej restrykcyjna. Banki wyraźnie zaostrzyły zarówno kryteria, jak i warunki przyznawania kredytów mieszkaniowych. Jak podaje raport NBP²⁰, głównymi czynnikami wpływającymi na politykę banków były, w ich ocenie, prognozy sytuacji gospodarczej i sytuacji na rynku mieszkaniowym. Banki wskazywały też, że pod koniec roku 2011 osłabła presja konkurencyjna, która w poprzednich kwartałach była czynnikiem oddziałującym w kierunku łagodzenia polityki kredytowej. Dodatkowo w kierunku zaostrzenia polityki kredytowej oddziaływało spełnianie wymogów Rekomendacji S ze stycznia 2011 r. Dotyczyły one wspomnianego już maksymalnego okresu spłaty zakładanego w ocenie zdolności kredytowej, maksymalnej relacji wydatków związanych z obsługą kredytu walutowego do średnich dochodów netto kredytobiorcy, a także określania maksymalnego wskaźnika LtV i konieczności dokonywania cyklicznej oceny wartości nieruchomości. Polityka kredytowa banków w segmencie kredytów mieszkaniowych w roku 2012 była w dalszym ciągu zaostrzana.

Warto podkreślić, iż ze względu na taki kierunek polityki kredytowej część banków wycofała się z kredytowania nieruchomości mieszkaniowych kredytami walutowymi. Już w roku 2011 większość banków udzielała wyłącznie złotych kredytów mieszkaniowych. Natomiast kredyty walutowe były oferowane przez pojedyncze banki i przyznawane po spełnieniu przez kredytobiorcę bardzo wysokich wymagań dotyczących zdolności kredytowej.

Podsumowanie

Przedstawione powyżej fakty jednoznacznie wskazują na istotne znaczenie polityki kredytowej banku dla inwestycji występujących na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Dotyczy to zarówno klientów indywidualnych, dla których na-

¹⁹ Szerzej: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2010 r. NBP, Warszawa 2011.

²⁰ Szerzej: Rozwój systemu finansowego w Polsce w 2011 r. NBP, Warszawa 2012.

bycie nieruchomości możliwe jest tylko przy pomocy długoterminowego kredytu bankowego, jak i deweloperów, którzy niejednokrotnie posiłkują się kredytem bankowym w realizacji inwestycji nieruchomościowej. Wszelkie zmiany tej polityki będą miały pozytywny lub negatywny wpływ na rozwój rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Literatura

- Gwizdała J.: Ryzyko kredytowe w działalności banku komercyjnego. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2011.
- Jakość aktywów. Finansowanie rynku nieruchomości. NBP, Warszawa, kwiecień 2007.
- Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi finansującymi nieruchomości oraz zabezpieczonymi hipotecznie. KNF, Warszawa, styczeń 2011.
- Rekomendacja S dotycząca dobrych praktyk w zakresie zarządzania ekspozycjami kredytowymi zabezpieczonymi hipotecznie, KNF, Warszawa, 18 czerwca 2013.
- Rozwój systemu finansowego w Polsce. Roczne raporty NBP.
- Sytuacja gospodarstw domowych w 2011 r. w świetle wyników badania budżetów gospodarstw domowych. GUS, Warszawa 2012.
- Sytuacja na rynku kredytowym. Kwartalne raporty NBP.
- Zaleska M.: Kredytowanie nieruchomości bez fajerwerków. „Finansowanie Nieruchomości” 2012, nr 1.

SIGNIFICANCE OF THE BANK'S CREDIT POLICY FOR INVESTMENT IN THE HOUSING MARKET

Summary

Access to credit to finance real estate market depends on the credit policies of banks. The tightening of the credit policy hinders the development of real estate market. Relieving the credit policy allows for the greater access to capital, influences on the number of investment and the number of transaction on the real estate market.

The purpose of this article is to discuss the bank's credit policy in the aspect of financing real estate and indication of the significant the credit policy of the bank for invest in the housing market.

POSTAWY MIESZKANIOWE KLIENTÓW-SENIORÓW W ŚWIECIE BADAŃ LOKALNEGO RYNKU MIESZKANIOWEGO

Wprowadzenie

Problemy związane z zaspokajaniem potrzeb mieszkaniowych osób starszych, w kontekście funkcjonowania rynku mieszkaniowego, podejmowane są w krajowej literaturze przedmiotu stosunkowo rzadko¹. Być może wiąże się to z tym, że większość nabywców mieszkań stanowią osoby młode, w wieku do około czterdziestu lat², a być może wynika to z faktu, że jak wskazuje wielu socjologów i polityków społecznych, ludzi starszych charakteryzuje stosunkowo wysoki poziom niezależności mieszkaniowej, co może usuwać problem zaspokajania potrzeb mieszkaniowych w tej grupie osób na dalszy plan³.

¹ Choć podkreślić należy, że pewne projekty badawcze, których wyniki publikowane były w ramach Instytutu Gospodarki Mieszkaniowej, obejmowały swoim zakresem również problematykę mieszkaniową osób starszych.

² Wśród kupujących mieszkania osób starszych, szczególnie w wieku powyżej 60 lat, jest zdecydowanie mniej, co jest następstwem wykluczenia z możliwości zakupu mieszkania. Potwierdzają to m.in. rezultaty badań przeprowadzonych w Katedrze Inwestycji i Nieruchomości Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, w ramach projektu badawczego NN 112 019539 pt. „Potrzeby mieszkaniowe na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania”, realizowanego w latach 2010-2012. Z przeprowadzonych badań wynika, że klienci w wieku powyżej 60 lat stanowią na rynku mieszkaniowym niewielki segment kupujących, nieprzekraczający 10% ogółu klientów. Jednym z powodów takiego stanu rzeczy są problemy z otrzymaniem kredytu na ewentualny zakup mieszkania (por. Ł. Strączkowski, K. Celka: Opinie pośredników o stanie rynku mieszkaniowego, preferencjach klientów i możliwościach ich realizacji. W: Potrzeby mieszkaniowe na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania. Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2012, s. 90).

³ Szczególnie, gdy odniesie się sytuację osób starszych do trudnej sytuacji osób młodych, zagrożonych bezrobociem i niskimi dochodami (por. E. Trafiałek: Warunki integracji i ryzyka dyskryminacji ludzi starszych w rodzinie i środowisku lokalnym. W: O sytuacji ludzi starszych. Red. J. Hryniewicz. II Kongres Demograficzny, Rządowa Rada Ludnościowa, Warszawa 2008, s. 84-85).

Zapewne podejmowaniu problematyki mieszkaniowej osób starszych nie sprzyjają także różnego rodzaju bariery informacyjne, do których zaliczyć należy m.in.⁴:

- brak pełnych i wiarygodnych informacji dotyczących warunków mieszkaniowych seniorów,
- brak dostatecznie szerokiej wiedzy dotyczącej skali przekształceń własnościowych mieszkań zajmowanych przez ludzi starszych,
- brak informacji o skali nierejestrowanego podnajmu części mieszkania przez osoby starsze (np. dla studentów),
- brak informacji o skali faktycznego miejsca przebywania ludzi starszych,
- brak subiektywnej oceny własnych warunków mieszkaniowych deklarowanych przez starszych ludzi.

Problem mieszkaniowy osób starszych uznać jednak należy za ważny co najmniej z kilku powodów. Po pierwsze, ze względu na znaczenie mieszkania dla osób starszych⁵. Osoby starsze, odczuwające dolegliwości psychofizyczne związane z wiekiem, spędzają relatywnie więcej czasu w mieszkaniu i najbliższej jego okolicy (do 90% dnia)⁶.

Nasuwa się zatem wiele pytań dotyczących m.in. kształtu obecnej oferty rynkowej i stopnia jej dopasowania do potrzeb seniorów, koncepcji zaspokajania potrzeb mieszkaniowych seniorów, nowych produktów mieszkaniowych, które mogą być w przyszłości realizowane na potrzeby osób starszych.

Po drugie, problem mieszkaniowy osób starszych staje się coraz bardziej istotny z punktu widzenia zmian demograficznych występujących w Polsce, a szczególnie w dużych miastach Polski.

⁴ M. Zralek: Zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych osób starszych. Dylematy i kierunki zmian. W: O sytuacji ludzi starszych. Red. J. Hryniewicz. II Kongres Demograficzny, Rządowa Rada Ludnościowa, Warszawa 2012, s. 104-108.

⁵ Przywiązanie do własnego mieszkania jest dość silne. Nawet w badaniach dotyczących preferowanych form pomocy na starość zdecydowana większość badanych, niezależnie od płci (kobiety – 55,4%, mężczyźni – 55,6%) chciałaby mieszkać we własnym mieszkaniu, korzystając z doraźnej pomocy osób bliskich: rodziny, przyjaciół, sąsiadów. Por. E. Bojanowska: Opieka nad ludźmi starszymi. W: To idzie starość – polityka społeczna a przygotowanie do starzenia się ludności Polski. Praca naukowo-badawcza przygotowana przez zespół ekspertów Fundacji Instytut Spraw Publicznych na zlecenie Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Warszawa 2008, s. 146.

⁶ P. Czekanowski: Społeczne aspekty starzenia się ludności w Polsce. Perspektywa socjologii starości. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2012, s. 190.

Tabela 1

Prognoza liczby ludności dla wybranych miast Polski na lata 2008-2035 (w tys.)

Wyszczególnienie	Lata			
	2010	2011	2020	2035
Polska	38 529,9	38 538,4	37 829,9	35 993,1
Warszawa	1720,4	1 733,2	1 804,4	1 880,6
Kraków	756,2	760,3	771,3	769,1
Łódź	737,1	726,2	671,2	577,8
Wrocław	633,0	627,6	622,8	609,9
Poznań	551,6	549,8	529,9	489,5
Gdańsk	456,9	452,7	448,2	432,0

Źródło: L. Nowak: Ocena i wpływ procesów demograficznych w krótkiej i dłuższej perspektywie czasu na popyt na rynku nieruchomości. Departament Badań Demograficznych, Główny Urząd Statystyczny, IX Kongres Finansowania Nieruchomości Mieszkaniowych, Związek Banków Polskich, Ożarów Mazowiecki 2012, s. 37.

Długoterminowe prognozy demograficzne wskazują na zmniejszenie się liczby ludności w Polsce. Problem ten dość silnie uwidoczni się w niektórych miastach Polski (por. tabela 1), w których już od ponad 10 lat saldo migracji jest ujemne. Ponadto zmianom liczby ludności ogółem towarzyszą zmiany strukturalne, w następstwie których⁷:

- zmniejsza się liczba oraz udział osób w wieku przedprodukcyjnym,
- postępuje starzenie się zasobów pracy,
- zwiększa się liczba i udział osób starszych.

Po trzecie, starzenie się społeczeństwa stwarza wiele nowych problemów i wyzwań w wymiarze społeczno-gospodarczym. Coraz częściej mówi się o konieczności zaspokajania nowych potrzeb grup ludzi, z których część nie zawsze jest lub będzie aktywna zawodowo. Mówi się o możliwych nierównościach i potrzebie zapobiegania społecznemu wykluczeniu ludzi starszych, którzy powinni być traktowani jako ważny kapitał, a nie koszt, dla całych społeczeństw i państw⁸.

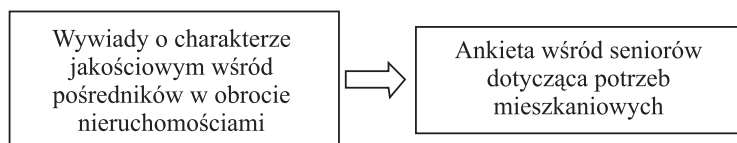
⁷ L. Nowak: Ocena i wpływ procesów demograficznych w krótkiej i dłuższej perspektywie czasu na popyt na rynku nieruchomości. Departament Badań Demograficznych, Główny Urząd Statystyczny, IX Kongres Finansowania Nieruchomości Mieszkaniowych, Związek Banków Polskich, Ożarów Mazowiecki 2012, s. 10. Dodać tu należy, że według prognozy GUS z 2008 r. dla Polski liczba osób w wieku 60-74 lat (tzw. młodych starych) ma wzrosnąć w latach 2008-2030 o 40%, 75-84 lat („starych starych”) o 65,6%, zaś 85 lat i więcej („najstarszych starych”) o 90%. Powyższy podział wynika z popularnego w amerykańskiej literaturze gerontologicznej podziału seniorów na trzy grupy (P. Szukalski: Starzenie się ludności – wyzwanie XXI wieku. W: To idzie starość..., op. cit., s. 13).

⁸ A. Rychard w: Starzejące się społeczeństwo jako wyzwanie ekonomiczne dla europejskich gospodarek. Raport Pracodawców Rzeczypospolitej Polskiej, Warszawa 2011, s. 22.

Biorąc pod uwagę powyższe argumenty, nie ulega wątpliwości, że proces starzenia się społeczeństwa w Polsce musi znaleźć swoje odzwierciedlenie także i na rynku nieruchomości mieszkaniowych. Toteż, jak się wydaje, istnieje konieczność prowadzenia prac badawczych obejmujących segment osób starszych, które mogą stanowić grupę potencjalnych klientów na rynku mieszkaniowym.

1. Proces gromadzenia danych na temat zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych przez seniorów

W Katedrze Inwestycji i Nieruchomości Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu podjęto prace badawcze związane z zaspokajaniem potrzeb mieszkaniowych przez osoby starsze, w wieku powyżej 60 lat⁹. W założeniu procedura gromadzenia informacji obejmować będzie dwa etapy, które zilustrowano na poniższym schemacie.



Rys. 1. Schemat gromadzenia danych do badań nad zaspokajaniem potrzeb mieszkaniowych przez osoby starsze

W etapie pierwszym, już zakończonym (w 2012 roku), zebrano informacje o charakterze jakościowym¹⁰. Źródłem informacji były wywiady przeprowadzone wśród pośredników w obrocie nieruchomościami, prowadzących działalność na lokalnym rynku mieszkaniowym w Poznaniu. Informacje dotyczące tego badania zawarto w tabeli 2.

⁹ W ramach projektu badawczego „Potrzeby mieszkaniowe na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania”.

¹⁰ Uznano, że ze względu na potrzeby informacyjne, m.in. niedostatek ilościowych danych rynkowych oraz zachowania klientów i możliwość pozyskania danych, najodpowiedniejsze ze względu na cele badawcze będzie sięgnięcie po dane jakościowe.

Tabela 2

Informacje metodyczne dotyczące przeprowadzonych badań odnośnie do potrzeb mieszkaniowych

Podmiot badania	Pośrednicy w obrocie nieruchomościami
Przedmiot badania	Potrzeby i preferencje mieszkaniowe klientów
Dobór i liczebność próby	Dobór nielosowy, celowy, liczebność próby n = 30
Czas wywiadu	0,45 do 1,50 godziny
Charakter większości danych	Jakościowy
Zakres przestrzenny badania	Lokalny rynek mieszkaniowy w Poznaniu

Etap pierwszy badania dostarczył interesujących informacji o:

- wyborach mieszkaniowych klientów w wieku powyżej 60 lat,
- preferencjach i sytuacji finansowej klientów w tym wieku,
- czynnikach i motywach wyboru mieszkania przez osoby starsze.

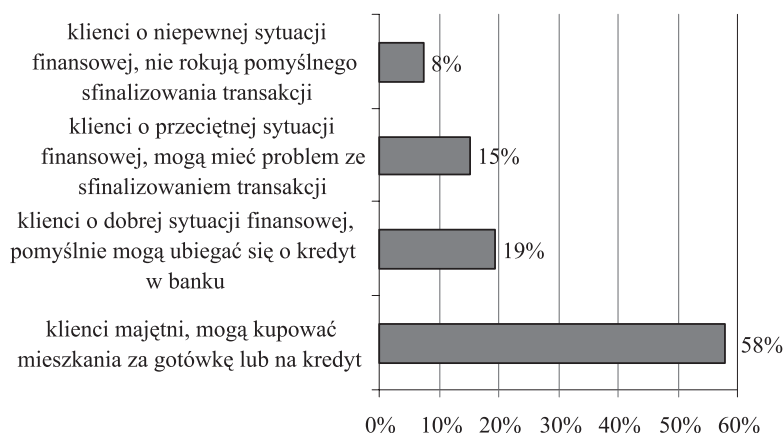
Rezultaty te stanowią podstawę do dalszych prac, planowanych na rok 2013, których celem jest zebranie materiału badawczego bezpośrednio od osób w wieku powyżej 60 lat¹¹.

2. Wybrane rezultaty dotyczących przeprowadzonych prac badawczych

Segment starszych osób, którzy są nabywcami mieszkań, ocenić można jako niejednorodny¹². Po pierwsze, zgodnie z opiniami pośredników w obrocie nieruchomościami, różnice pomiędzy klientami wynikają ze stopnia sprecyzowania ich własnych preferencji w procesie zakupu mieszkania. Ocenia się, że blisko 3/4 kupujących w wieku powyżej 60 lat ma silnie sprecyzowane oczekiwania lub na tyle stałe, że podlegają one tylko niewielkim zmianom. Pozostała grupa osób (27%) charakteryzuje się tym, że posiada tylko zarys poszukiwanego lokalu lub w ogóle nie potrafi opisać przedmiotu swoich przyszłych decyzji zakupowych.

¹¹ Uruchomienie kolejnego etapu badań planowane jest na marzec-kwiecień 2013 roku.

¹² W zgodnej opinii pośredników w obrocie nieruchomościami, segment nabywców w wieku powyżej 60 lat jest stosunkowo niewielki. Główną tego przyczyną jest fakt, że starsze osoby niechętnie zmieniają swoje miejsce zamieszkania. Nawet jeśli miałyby taki zamiar, często są wykluczone z rynku ze względu na trudności w otrzymaniu kredytu z banku. W związku z tym respondenci wskazywali, że udzielane odpowiedzi dotyczą tak naprawdę niewielkiej grupy osób.



Rys. 2. Podział klientów w wieku powyżej 60 lat według stopnia ich zamożności

Drugim elementem istotnie różnicującym seniorów na rynku mieszkaniowym jest stopień ich zamożności. W tej grupie kupujących są oczywiście osoby, które posiadają pewne oszczędności lub dysponują mieszkaniem, które w przypadku sprzedaży pozwala na zakup innego lokalu. Są jednak także i osoby, które mogą mieć lub mają problemy finansowe. W ocenie respondentów klienci majątni, którzy mogą kupować mieszkania za gotówkę lub na kredyt, stanowią blisko 60% ogółu kupujących. Kolejny segment, liczący około 20% to klienci, którzy charakteryzują się na tyle dobrym statusem materialnym, że w przypadku zakupu mieszkania mogą pomyślnie ubiegać się o kredyt w banku (por. rys. 2)¹³.

Różnice w sytuacji materialnej powodują, że zakupy mieszkaniowe seniorów są dość zróżnicowane. Wśród kupujących są klienci zainteresowani stosunkowo drogimi mieszkaniami, są także i osoby akceptujące stosunkowo niższe pułapy cen.

W opinii większości ankietowanych – klienci z najstarszej grupy wiekowej kupują mieszkania w cenach od 250 do 300 tys. PLN (44% wskazań). Pojawiały się także i zdania, że lokal dla tego segmentu kupujących nie może być droższy niż 250 tys. PLN (26% wskazań). Z drugiej strony wśród części respondentów przedziały cenowe były znacznie wyższe – od 300 do 350 tys. PLN (11%), a nawet powyżej 350 tys. PLN (19%)¹⁴.

¹³ Warto jednak zwrócić uwagę, że wśród klientów biur pośredniczących w obrocie nieruchomościami są także i osoby, które ze względu na swoją sytuację majątkową mogą borykać się z mniejszymi lub większymi problemami. Jest to dość liczny segment seniorów – ocenia się jego wielkość na nieco ponad 20% ogółu poszukujących mieszkania do zakupu.

¹⁴ Pozwoliło to na wyznaczenie szacunkowej przeciętnej ceny akceptowalnej dla nabywców, która wyniosła 304 tys. zł, oraz mediany – na poziomie 300 tys. PLN. Biorąc zaś pod uwagę, że orientacyjna średnia wielkość kupowanego w tym segmencie mieszkania wynosi 46,3 m², to

Trzecim elementem różnicującym osoby w wieku powyżej 60 lat kupujące lokale na rynku mieszkaniowym jest sytuacja, w której znajduje się gospodarstwo domowe seniora. Wśród klientów starszych wyróżnić można cztery segmenty osób:

1. Klienci samotni, szukający lokum do zamieszkania – szacuje się że stanowią blisko 1/3 kupujących w tym przedziale wiekowym (29% wskazań).
2. Klienci rodzinni, poszukujący mieszkania dla swojego dziecka (dzieci) w celu zaspokojenia jego (ich) potrzeb mieszkaniowych – blisko co piąty klient (19%).
3. Klienci rodzinni, poszukujący mieszkania dla siebie do zamieszkania – stanowią 39% ogółu kupujących.
4. Klienci szukający mieszkania na cele inwestycyjne – blisko co dziesiąty klient (13%).

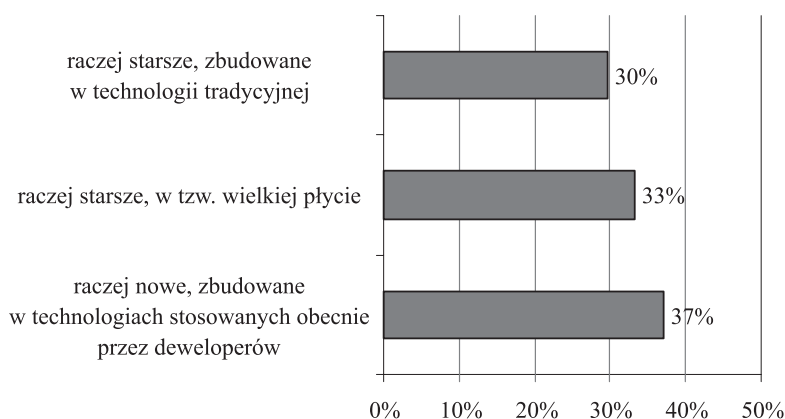
Kolejnym elementem różnicującym klientów są ich wybory mieszkaniowe. Jeśli wziąć pod uwagę wielkość wybieranych mieszkań pod względem liczby pokoi, to można przekonująco powiedzieć, że najbardziej pożądanym jest lokal usytuowany w bloku, składający się z dwóch pokoi (52% wskazań), ale poszukiwane są także lokale jedno- (19%), trzy- (15%), a nawet czteropokojowe (4% wskazań). Jeśli zaś wziąć pod uwagę powierzchnię mieszkania, jaką są zainteresowani nabywcy, to w najstarszej grupie wiekowej nabywców mieszkań największą popularnością cieszą się mieszkania o metrażu od 36 do 50 m² (56% wskazań), zaś w dalszej kolejności lokale o powierzchni:

- od 51 do 65 m² – (22% wskazań),
- do 35 m² – (15%),
- 66-80 m² (7%).

Osoby w starszym wieku raczej nie są zainteresowane mieszkaniami dużymi, których powierzchnia przekracza 80 m². Niektórzy respondenci wskazali, że jest to rezultatem zjawiska określanego mianem „pustego gniazda” – polegającego na tym, że po opuszczeniu domu rodzinnego przez dzieci pozostaje duża pustka i pewne wrażenie nadmiaru powierzchni. Osoby w wieku powyżej 60 lat nie chcą posiadać domu zbyt dużego w stosunku do własnych potrzeb bytowych¹⁵.

przeciętna akceptowalna cena 1 m² mieszkania wynosi blisko 6,6 tys. PLN (6566 PLN), zaś odnosząc tą wartość do mediany – 6,5 tys. PLN (6479 PLN). Można wnioskować, że ten przedział wiekowy klientów akceptuje wyższe ceny, niż w przypadku segmentów skupiających nabywców relatywnie młodszych. Pamiętać jednak należy, że grupa starszych kupujących jest dość mocno spolaryzowana dochodowo, a na dodatek jest nieliczna w odniesieniu do grup wcześniej zaprezentowanych.

¹⁵ Pamiętać także należy, że pojawiają się na rynku nieruchomości również osoby w przedziale wiekowym powyżej 60 lat, które poszukują domu jednorodzinnego (7%). Jednak w tym wypadku oczekiwania względem mieszkania (domu) są nieco inne niż w przypadku osób młodszych. Może



Rys. 3. Wybory nabywców mieszkań w wieku powyżej 60 lat według technologii i wieku budynku

Podzielone są także zdania respondentów w zakresie technologii i wieku budynku, które są preferowane przez osoby starsze. Trudno mówić tu o szczególnej przewadze jednego z czynników. Jak widać (por. rys. 3), rozkłady odpowiedzi wskazują, że na podobnym poziomie kupowane są zarówno mieszkania nowe, w budynkach zbudowanych w ostatnich latach przez deweloperów (37% wskazań), jak i mieszkania starsze, zbudowane w technologii wielkopłytowej (33%) lub w tradycyjnej (30%).

Tabela 3

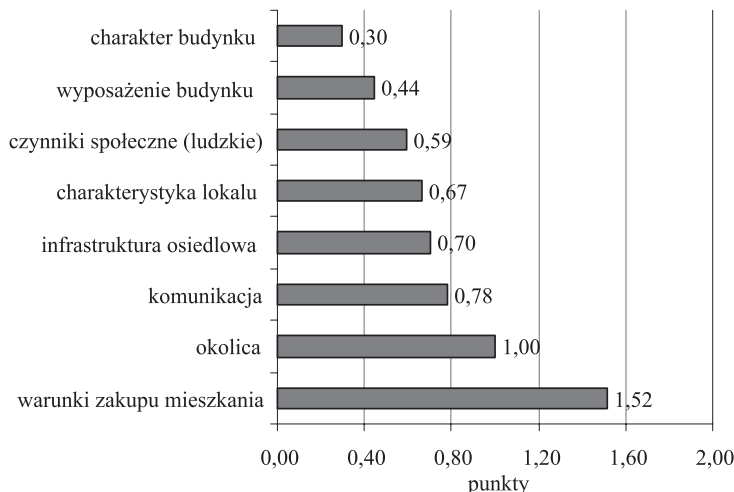
Typ mieszkania wybieranego przez klientów w wieku powyżej 60 lat według powierzchni i technologii budowy

Technologia Powierzchnia	Ogółem	Raczej nowe, zbudowane przez deweloperów	Starsze, w wielkiej płycie	Starsze, zbudowane w technologii tradycyjnej
do 35 m ²	14,8%	0,0%	11,1%	37,5%
36-50 m ²	55,6%	30,0%	77,8%	62,5%
51-65 m ²	22,2%	50,0%	11,1%	0,0%
66-80 m ²	7,4%	20,0%	0,0%	0,0%
Razem	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Zestawiając z kolei technologię wykonania budynku z powierzchnią mieszkania, nie sposób nie zauważyć pewnej relacji. Mianowicie osoby, które wybierają mieszkania względnie nowsze, decydują się na nieco większe powierzchnie, zaś osoby, które poszukują mieszkań mniejszych, decydują się na lokale starsze (por. tabela 3.). Wydaje się, że czynnikiem sprawczym tej sytuacji są możliwo-

to być dom poza miastem (ze względu na brak konieczności codziennych dojazdów do pracy), o niewielkiej powierzchni, relatywnie tani w utrzymaniu.

ści finansowe kupujących, dość istotnie różnicujące zakupy na lokalnym rynku mieszkaniowym¹⁶.



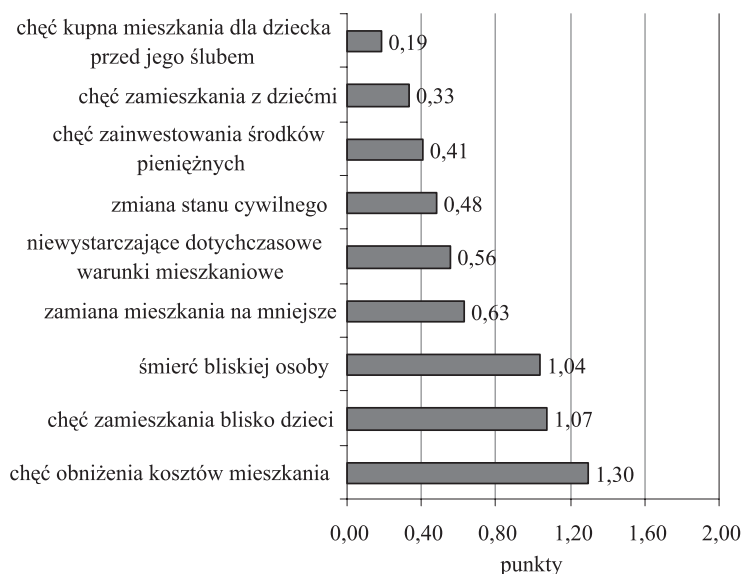
Rys. 4. Czynniki wyboru mieszkania przez seniorów¹⁷

Na wybór mieszkania przez osoby starsze wpływ mają także różnego rodzaju czynniki, takie jak np. warunki zakupu mieszkania, okolica, komunikacja itd. Dla ludzi starszych pierwszoplanowe znaczenie zyskują warunki zakupu mieszkania, a wśród nich przede wszystkim cena (por. rys. 4). W dalszej kolejności – okolica (1,00 pkt) oraz komunikacja (0,78 pkt). Warto jednak zwrócić uwagę na czynnik stosunkowo słabiej eksponowany w poprzednich segmentach klientów, a mianowicie „czynniki ludzkie (społeczne)”. Jest to element wyżej ceniony aniżeli wyposażenie czy charakter budynku, nieznacznie niżej od charakterystyki lokalu.

¹⁶ Wybory mieszkaniowe osób starszych pod względem powierzchni lokali, liczby pokoi czy technologii wykonania i wieku budynku są zróżnicowane i oczekiwać można także dużych rozbieżności w zakresie preferowanych lokalizacji. I tak osoby starsze w większości przypadków wykazują duże zainteresowanie różnymi dzielnicami na terenie Poznania. Interesujące jest jednak to, szczególnie w odniesieniu do wcześniejszych wniosków, że duża część kupujących w tym przedziale wiekowym myśli o mieszkaniu poza Poznaniem (także ze względów finansowych, w rezultacie zubożenia).

¹⁷ W przypadku badań czynników wyboru mieszkania (por. rys. 4), a także motywów zakupu mieszkania (por. rys. 5), respondenci (pośrednicy) proszeni byli o wybór maksymalnie trzech odpowiedzi, a następnie o ich uszeregowanie (zgodnie z ocenami nabywców mieszkań). Dla celów analizy i zaprezentowania wyników (uzyskanych na podstawie rangowania odpowiedzi) przyjęto, że najważniejsze ze wskazań otrzymało najwyższą rangę (liczbę punktów) = 3, mniej ważne – rangę = 2, zaś najmniej ważna ze wskazanych odpowiedzi – rangę = 1. Pozwoliło to na szeregowanie odpowiedzi według liczby uzyskanych punktów, gdzie im wyższa liczba punktów, tym ważniejszy czynnik lub motyw zakupu mieszkania.

Wskazuje to, że relacje społeczne, przede wszystkim z członkami rodziny (dziećmi), są bardzo ważnym elementem życia osób starszych. Jest to czynnik tak ważny, że w niektórych przypadkach może decydować o podejmowanych decyzjach.



Rys. 5. Motywy zakupu mieszkań przez nabywców w wieku powyżej 60 lat

Jednymi z istotniejszych elementów postaw mieszkaniowych osób starszych są motywy podejmowania decyzji o zmianie miejsca zamieszkania czy zakupie kolejnego lokalu mieszkalnego. W odniesieniu do generalnej niechęci osób starszych do zmian swojego otoczenia, dają one bardziej wyraźny obraz potrzeb mieszkaniowych osób starszych. I tak głównym motywem zakupu mieszkania przez seniorów jest chęć obniżenia kosztów mieszkania (1,30 pkt) – por. rys. 5. To oznacza, że wątek ekonomiczny przejawia się w wielu wyborach, że dla tego segmentu klientów kwestie finansowe rzeczywiście są bardzo ważne¹⁸.

Warto także zwrócić uwagę na inne czynniki, charakterystyczne dla wyborów tej grupy wiekowej. Osoby w wieku przedemerytalnym i emerytalnym często myślą o mieszkaniu blisko swoich dzieci, nie tylko ze względu na chęć podtrzymania kontaktu i zabezpieczenia na wypadek utraty zdrowia. Ważnym bodźcem

¹⁸ Wśród opinii pośredników pojawiły się także zdania, według których zubożenie osób starszych powoduje często radykalne decyzje o zmianie miejsca zamieszkania. Chcąc posiadać odpowiednie zasoby pieniężne, osoby starsze decydują się na przeniesienie do mniejszego mieszkania, w małej miejscowości, zlokalizowanej w niewielkiej odległości od Poznania. Różnica pomiędzy ceną uzyskaną ze sprzedaży mieszkania w Poznaniu a ceną zakupu mieszkania w mniejszej miejscowości pozwala na zgromadzenie kapitału pozwalającego na codzienne życie.

jest tutaj mieszkanie blisko wnuków, dla których dziadkowie są nie tylko ważni z punktu widzenia procesów socjalizacyjnych, ale także są bezcenną pomocą w opiece nad potomstwem.

Istotnym bodźcem do zmiany miejsca zamieszkania jest również śmierć bliskiej osoby. Pustka, z jaką spotykają się osoby owdowiałe, poczucie samotności i braku sensu życia może powodować chęć przeniesienia się w inne miejsce, także do dzieci czy blisko dzieci.

Podsumowanie

Zaprezentowane w niniejszym opracowaniu częściowe rezultaty badań dotyczących postaw i wyborów osób starszych na rynku mieszkaniowym są przyczynkiem do dalszych prac badawczych. Nie ulega wątpliwości, że badania w tym segmencie nabywców są potrzebne, nie tylko z punktu widzenia opisu funkcjonowania rynku mieszkaniowego i jego elementów, ale także ze względu na konieczność stopniowego wypełniania dużej luki informacyjnej na temat sytuacji mieszkaniowej osób starszych.

Nie sposób nie odnieść się także do faktu, że problem zaspokajania potrzeb mieszkaniowych przez osoby starsze musi uwidocznić się także w kolejnych latach. Wpływ na to będą mieć postępujące zmiany demograficzne (szczególnie, gdy chodzi o zmiany w strukturze wiekowej ludności), ale i obyczajowe, w następstwie których już dziś obserwuje się dostosowywanie wielu produktów do potrzeb seniorów (programy aktywizacji fizycznej osób starszych, uniwersytety trzeciego wieku, poręczne produkty itd.). Z pewnością część podmiotów na rynku nieruchomości będzie podejmować działania także i w tej sferze na rzecz poszukiwania nowych ofert dla osób starszych (popularnych już w krajach Europy Zachodniej).

Warto jednak zauważyć, że podnoszone kwestie wskazują także na dość duże problemy i napięcia w tym segmencie nabywców. Nie chodzi tu tylko o różnice w zaspokajaniu potrzeb mieszkaniowych starszych osób, ale także, a może przede wszystkim o sytuacje, w jakich seniorzy się znajdują, jakie motywy działania nimi kierują i jak często mogą być z transakcji rynkowych wykluczani. Te zaś informacje, w kolejnych badaniach pogłębiane, mogą pozwolić na udzielenie odpowiedzi w kolejnych pytaniach dotyczących rynku mieszkaniowego i osób starszych, a mianowicie o tzw. odwrotną hipotekę, o chęci zamiany mieszkania, o chęci za-

spokojenia potrzeb mieszkaniowych dzieci i wnuków. Z pewnością pole badawcze jest szeroko otwarte i wymagające dalszych prac.

Literatura

- Bojanowska E.: Opieka nad ludźmi starszymi. W: To idzie starość – polityka społeczna a przygotowanie do starzenia się ludności Polski. Praca naukowo-badawcza przygotowana przez zespół ekspertów Fundacji Instytut Spraw Publicznych na zlecenie Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Warszawa 2008.
- Czekanowski P.: Społeczne aspekty starzenia się ludności w Polsce. Perspektywa socjologii starości. Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2012.
- Nowak L.: Ocena i wpływ procesów demograficznych w krótkiej i dłuższej perspektywie czasu na popyt na rynku nieruchomości. Departament Badań Demograficznych, Główny Urząd Statystyczny, IX Kongres Finansowania Nieruchomości Mieszkaniowych, Związek Banków Polskich, Ożarów Mazowiecki 2012.
- Rychard A. w: Starzejące się społeczeństwo jako wyzwanie ekonomiczne dla europejskich gospodarek. Raport Pracodawców Rzeczypospolitej Polskiej. Warszawa 2011.
- Strączkowski Ł., Celka K.: Opinie pośredników o stanie rynku mieszkaniowego, preferencjach klientów i możliwościach ich realizacji. W: Potrzeby mieszkaniowe na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania. Katedra Inwestycji i Nieruchomości, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2012.
- Szukalski P.: Starzenie się ludności – wyzwanie XXI wieku. W: To idzie starość – polityka społeczna a przygotowanie do starzenia się ludności Polski. Praca naukowo-badawcza przygotowana przez zespół ekspertów Fundacji Instytut Spraw Publicznych na zlecenie Zakładu Ubezpieczeń Społecznych. Warszawa 2008.
- Trafiałek E.: Warunki integracji i ryzyka dyskryminacji ludzi starszych w rodzinie i środowisku lokalnym. W: O sytuacji ludzi starszych. Red. J. Hryniewicz. II Kongres Demograficzny, Rządowa Rada Ludnościowa, Warszawa 2008.
- Zrałek M.: Zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych osób starszych. Dylematy i kierunki zmian. W: O sytuacji ludzi starszych. Red. J. Hryniewicz. II Kongres Demograficzny, Rządowa Rada Ludnościowa, Warszawa 2012.

HOUSING ATTITUDES OF SENIOR CUSTOMERS' IN THE LIGHT OF RESEARCH OF THE LOCAL RESIDENTIAL MARKET

Summary

It is said that young home buyers are the dominate group of customers on Real Estate market. But demographic forecasts indicate that in Poland the aging of society will proceed. It can thus be expected that in the structure of population a group of people reporting new housing needs will emerge. Therefore, there is a need for thorough research, particularly due to substantial information gaps in this area.

The aim of the article is to present the results of the research on attitudes of customers on the housing market – i.e. seniors. On the basis of the research conducted in the Department of Investment and Real Estate at Poznan University of Economics, housing preferences of older people and their motives and factors behind housing purchase are presented.

W KWESTII PRZEJRZYSTOŚCI RYNKU NIERUCHOMOŚCI

Wprowadzenie

Warunkiem efektywnego funkcjonowania rynku jest jego wysoka przejrzystość. Rynek określa się jako przejrzysty, jeśli występuje na nim możliwość łatwego dostępu do pełnych informacji rynkowych, w szczególności dotyczących cen transakcyjnych oraz warunków zawierania transakcji. Spełnienie tych kryteriów jest konieczne do natychmiastowego i pełnego odwzorowania informacji rynkowych w cenie towaru. Cena staje się wówczas dobrą miarą wartości i stanowi dobrą podstawę do podejmowania decyzji na tym rynku.

Poszczególne rynki nieruchomości w sposób istotny różnią się od siebie pod względem przejrzystości. Ogólnie można jednak stwierdzić, że są one mało przejrzyste, a przez to nieefektywne. W artykule podjęto próbę analizy przyczyn małej przejrzystości rynku nieruchomości, zaprezentowano inicjatywy mające na celu zmianę tego stanu, przedstawiono również wyniki badań w zakresie przejrzystości krajowych rynków nieruchomości.

1. Specyfika warunków funkcjonowania rynku nieruchomości

W ujęciu ekonomicznym warunkiem istnienia rynku jest konieczność występowania stosunków wymiany pomiędzy kupującymi a sprzedającymi. Realizowane są one poprzez ujawnienie przez uczestników rynku zamiarów zawarcia transakcji, wzajemną konfrontację ujawnionych zamiarów oraz mechanizm przetargowy prowadzący do zawarcia transakcji¹. Stosunki wymiany, oprócz stosun-

¹ Zachodnie rynki nieruchomości. Red. E. Kucharska-Stasiak. Twigger, Warszawa 2004, s. 15.

ków pomiędzy kupującymi a sprzedającymi, obejmują również tzw. stosunki równoległe, które wpływają na stosunki wymiany zachodzące między podmiotami tworzącymi popyt i podaż². Przez stosunki równoległe należy rozumieć procesy konkurencyjne w obrębie sprzedawców oraz negocjacyjne występujące pomiędzy kupującymi a sprzedającymi³. Wywierają one wpływ na ceny, a przez to na funkcjonowanie mechanizmu rynkowego.

Istoty rynku nie można sprowadzać do analizy cen transakcyjnych oraz liczby zawieranych transakcji. Określona transakcja może nie zostać sfinalizowana, jednak już same negocjacje pomiędzy sprzedającymi a kupującymi wywierają wpływ na rynek, w szczególności na kształtowanie się cen. Takie ujęcie rynku rodzi określone konsekwencje na etapie jego analizy. Oprócz aspektu przedmiotowego, obejmującego mechanizm funkcjonowania rynku wraz z jego elementami: popytem, podażą, ceną, analizie należy poddać aspekt podmiotowy, obejmujący uczestników rynku, to jest podmioty gospodarcze i gospodarstwa domowe. Analiza rynku, poza badaniem mechanizmu funkcjonowania rynku w ujęciu statycznym, powinna obejmować również dynamiczną analizę zmian warunków, w jakich podejmowane są decyzje przez uczestników rynku⁴.

Na wolnym rynku wymiana dóbr dokonuje się na podstawie dobrowolnie zawieranych transakcji pomiędzy sprzedającym a kupującym, przy ustalonej przez nich samej, w sposób dobrowolny, cenie. Postulat rynku wolnego nie dopuszcza żadnych ograniczeń ani nacisków na strony transakcji, w szczególności w zakresie ustalania cen. Suma indywidualnych decyzji dotyczących sprzedaży i kupna przejawia się na rynku w postaci podaży i popytu. Zderzenie oczekiwań sprzedających z oczekiwaniami kupujących uruchamia mechanizm rynkowy, w wyniku którego dochodzi do ustalenia ceny równowagi. Stopień sprawności tego mechanizmu zależy od poziomu doskonałości rynku.

Model rynku doskonałego wiąże się z koniecznością spełnienia przez ten rynek kilku warunków. Zaliczyć do nich należy jednorodność produktów, dużą liczbę kupujących i sprzedających, swobodę wejścia i wyjścia oraz doskonałą wiedzę o rynku. Doskonała wiedza o rynku przekłada się na jego przejrzystość. W warunkach wysokiej przejrzystości rynku wszyscy sprzedający i kupujący są świadomi wszystkich występujących możliwości oraz są świadomi cen⁵.

² W. Wrzosek: Funkcjonowanie rynku. PWE, Warszawa 2002, s. 12-14; M. Bryx: Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie. Poltext, Warszawa 2006, s. 17-18.

³ Leksykon rzeczoznawcy majątkowego. Red. E. Kucharska-Stasiak. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2004, s. 234-235.

⁴ E. Kucharska-Stasiak: Nieruchomość w gospodarce rynkowej. WN PWN, Warszawa 2006, s. 39.

⁵ Analiza rynku. Systemy i mechanizmy. Red. S. Mynarski. Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 1993, s. 10.

Rynek nieruchomości jest rynkiem niedoskonałym. Wynika to z cech nieruchomości jako towaru. Brak mobilności, ogromna różnorodność, wysoka kapitałochłonność oraz mała płynność stanowią podstawową grupę czynników tworzących z nieruchomości specyficzny przedmiot obrotu. Tę specyfikę podkreśla fakt, iż przedmiotem obrotu na rynku nieruchomości jest nie tyle sama nieruchomość, co charakteryzujące się różnym poziomem ekskluzywności⁶ prawa do niej.

Rynek nieruchomości charakteryzują cechy, które stanowią zaprzeczenie hipotezy rynku doskonałego. Przede wszystkim jest on niejednorodny. Konsekwencją różnorodności nieruchomości oraz pełnionych przez nie funkcji jest współistnienie wielu subrynków nieruchomości, które charakteryzują się odmiennymi poziomami aktywności ich uczestników. Na rynku nieruchomości zawierana jest również relatywnie niewielka, w stosunku do np. rynku kapitałowego, liczba transakcji. Wynika to przede wszystkim z wysokiej kapitałochłonności nieruchomości i będącej jej wynikiem małej płynności nieruchomości. Niewielka liczba transakcji oraz trudny dostęp do informacji o cenach i warunkach transakcji przekłada się na niedostateczną wiedzę o rynku nieruchomości. W takich warunkach ceny nie mogą w pełni odzwierciedlać informacji rynkowych. Brak odpowiednich informacji skutkuje z kolei trudnością w osiągnięciu stanu równowagi rynkowej. Pozostający w stanie permanentnej nierównowagi rynek utrudnia wycenę nieruchomości oraz szacowanie możliwych do uzyskania z niej dochodów⁷. Dodatkowo rynek nieruchomości ma charakter nieformalny⁸, co oznacza, że nie podlega żadnej koordynacji.

Podsumowując, rynek nieruchomości jest rynkiem wysoce niedoskonałym. Konsekwencją wysokiej niedoskonałości jest jego mała efektywność przejawiająca się brakiem odwzorowania w cenach zmian zachodzących w otoczeniu. Wynika to w ogromnej mierze z małej przejrzystości rynku nieruchomości.

2. Przyczyny i przejawy małej przejrzystości rynku nieruchomości

Przejrzystość rynku przejawia się w dostępności do danych rynkowych dotyczących cen transakcyjnych oraz warunków zawierania transakcji⁹. Warunkiem efektywnego funkcjonowania rynku jest jego wysoka przejrzystość. Tylko wów-

⁶ J. Konowalczyk: Ekonomiczna definicja nieruchomości oraz ekskluzywność praw do nieruchomości. W: *Inwestycje na rynku nieruchomości*. Red. H. Henzel. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2004, s. 18-25.

⁷ E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s. 43-49.

⁸ W.D. Fraser: *Principles of Property Investment and Pricing*. The Macmillan Press, London 1993.

⁹ E. Kucharska-Stasiak: Metodologia wyceny nieruchomości a przejrzystość rynku nieruchomości. „Przegląd Geodezyjny” 2004, nr 8, s. 3-4.

czas cena natychmiast i w pełnym zakresie odzwierciedla zmiany zachodzące na rynku. Ceny są wtedy dobrą miarą wartości, a jako takie stanowią dobrą podstawę do podejmowania decyzji inwestycyjnych¹⁰.

W dalszej części artykułu podjęto próbę wyodrębnienia i scharakteryzowania najważniejszych przyczyn małej przejrzystości rynku nieruchomości.

Mała liczba transakcji zawieranych na rynku nieruchomości w sposób bezpośredni przekłada się na deficyt danych, informacji i wiedzy o rynku. Przykładowo na rynku mieszkaniowym ogromną grupę jego uczestników stanowią inwestorzy indywidualni, którzy pojawiają się na nim tylko jeden raz w ciągu całego swojego życia. W porównaniu z wieloma innymi rynkami, np. kapitałowym, liczba transakcji zawieranych na rynku nieruchomości jest więc niewielka. Bardziej powszechne wykorzystanie nieruchomości jako klasy aktywów inwestycyjnych ograniczają niektóre ich cechy, np. wysoka kapitałochłonność, niepodzielność, konieczność zarządzania.

Niejednorodność rynku nieruchomości w istotny sposób przekłada się na jego małą przejrzystość. Różnorodność funkcji pełnionych przez nieruchomości pozwala wyodrębnić różne subrynki, np. rynek nieruchomości: mieszkaniowych, komercyjnych, przemysłowych, rolnych, specjalnego przeznaczenia. Każdy z tych rynków charakteryzuje się odmiennym poziomem aktywności jego uczestników. Inne cechy wpływają również na wartość poszczególnych rodzajów nieruchomości. Powoduje to, że informacje z rynków równoległych mają ograniczoną przydatność, a ich stosowanie w wycenie nieruchomości wymaga szczególnego uzasadnienia. Oprócz dużej różnorodności nieruchomości jako bytu fizycznego, zróżnicowanie obejmuje również, będące w istocie przedmiotem obrotu, prawa do nieruchomości: własność, prawo użytkowania wieczystego gruntu, spółdzielcze własnościowe prawo do lokalu, prawo do domu jednorodzinnego w spółdzielni mieszkaniowej. Oprócz tworzonego w wyniku obrotu tymi prawami rynku lokat, można wyróżnić dodatkowo rynek najmu, na którym udostępniane jest prawo do korzystania z nieruchomości¹¹.

Stażność nieruchomości w miejscu decyduje o tym, że rynek nieruchomości ma charakter lokalny. Informacje wykorzystywane do określania wartości danej nieruchomości powinny pochodzić z tego samego rynku. Wynika to z faktu, że lokalizacja stanowi jedną z najistotniejszych, a w wielu przypadkach najistotniejszą cechę cenotwórczą nieruchomości. Oprócz tego poszczególne rynki lokalne różnią się siłą oddziaływania poszczególnych cech na ceny nieruchomości. Czę-

¹⁰ Koncepcje i metody zarządzania strategicznego oraz nadzoru korporacyjnego. Doświadczenia i wyzwania. Red. A. Zakrzewska-Bielawska. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010, s. 220-221.

¹¹ E. Kucharska-Stasiak: Metodologia wyceny nieruchomości..., op. cit., s. 3.

sto do oszacowania wartości nieruchomości komercyjnych i przemysłowych konieczne jest wychodzenie poza rynek lokalny. W sposób oczywisty zwiększa to niepewność wyceny¹².

Szybko zmieniające się warunki rynkowe wpływają na zmniejszanie się przydatności danych rynkowych. W fazie ożywienia gospodarczego, któremu towarzyszy silny wzrost cen, wykorzystanie danych historycznych prowadzi do zaniżenia szacunku wartości i do zawyżenia w fazie recesji. Dzieje się tak dlatego, że rzeczoznawca majątkowy dysponuje danymi pochodzącymi z innego miejsca w cyklu koniunkturalnym. Inną kwestią jest okres ekspozycji nieruchomości na rynku. Powoduje to, że cena transakcyjna nie odzwierciedla już sytuacji rynkowej, staje się wobec niej „opóźniona”¹³.

Istotny problem stanowi również kwestia wiarygodności kwot zapisanych jako ceny w aktach notarialnych. Część uczestników rynku, w celu ograniczenia obciążeń podatkowych, zaniża w umowie cenę sprzedaży nieruchomości.

3. Wybrane inicjatywy na rzecz zwiększenia przejrzystości rynku nieruchomości w Polsce

W kraju i na świecie podejmowane są różne inicjatywy mające na celu zwiększenie przejrzystości rynku poprzez udostępnianie danych i informacji o rynku nieruchomości, w szczególności o cenach transakcyjnych. Prowadzone są również badania przejrzystości poszczególnych krajowych rynków nieruchomości.

W Polsce w 2009 roku Związek Banków Polskich (ZBP) we współpracy z Centrum Analiz i Monitorowania Rynku Obrotu Nieruchomościami, Komitetem ds. Finansowania Nieruchomości przy ZBP oraz prof. Szkoły Głównej Handlowej Jackiem Łaszkiem po raz pierwszy opublikował kompleksowy raport na temat rynku kredytowego oraz rynku nieruchomości. Na potrzeby raportu wykorzystano dane gromadzone przez banki w Systemie Analiz i Monitorowania Rynku Obrotu Nieruchomościami (AMRON), Systemie Analiz Rynku Finansowania Nieruchomości (SARFiN) oraz dane publikowane przez Główny Urząd Statystyczny (GUS), Agencję Nieruchomości Rolnych (ANR) i Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK). Regularnie dotąd publikowane dane dotyczące sytuacji na rynku kre-

¹² E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*, op. cit., s. 51.

¹³ E. Kucharska-Stasiak: *Wycena nieruchomości w warunkach silnie zmieniającego się rynku*. „Przegląd Geodezyjny” 2007, nr 10, s. 4; E. Kucharska-Stasiak: *Odwzorowanie rynku w procesie wyceny*. Zeszyty Naukowe nr 192, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011, s. 16.

dytowym poszerzono o informacje dotyczące cen transakcyjnych nieruchomości, na które zaciągane są kredyty. Publikacją tą ZBP rozpoczął regularne monitorowanie i podawanie do publicznej wiadomości sytuacji na rynku kredytowym i rynku nieruchomości¹⁴.

Cennym źródłem informacji o polskim rynku nieruchomości są również raporty przygotowywane przez Narodowy Bank Polski (NBP). NBP wykorzystuje w tym celu własną bazę rynku nieruchomości powstałą dzięki dobrowolnemu przekazywaniu danych przez pośredników w obrocie nieruchomościami oraz deweloperów, bazy danych firmy PONT Info Nieruchomości zawierające dane o cenach ofertowych mieszkań, bazy danych SARFIN i AMRON oraz zbiorcze dane kredytowe Biura Informacji Kredytowej (BIK)¹⁵.

System Analiz i Monitorowania Rynku Obrotu Nieruchomościami (System AMRON) powstał w 2004 roku. Jest to inicjatywa środowiska bankowego będąca odpowiedzią na wymogi nadzoru bankowego w zakresie zarządzania ryzykiem kredytowym oraz monitorowania zabezpieczeń wierzytelności hipotecznych. System ten stanowi jedyną ogólnopolską bazę danych o cenach transakcyjnych nieruchomości. W projekcie uczestniczy 30 największych polskich banków komercyjnych, 155 banków spółdzielczych oraz Narodowy Bank Polski. W 2008 roku do uczestników dołączyło pierwsze towarzystwo ubezpieczeniowe TU EURO-PA S.A. W celu rozwoju systemu do współpracy zaproszono środowisko zawodowe rzeczoznawców majątkowych oraz pośredników w obrocie nieruchomościami. W listopadzie 2012 roku baza danych osiągnęła 1,36 mln rekordów. Obecnie z systemu AMRON korzysta 246 instytucji finansowych – w tym Narodowy Bank Polski, wiele instytucji państwowych oraz kilkadziesiąt podmiotów ze środowiska rzeczoznawców majątkowych i pośredników w obrocie nieruchomościami¹⁶.

System Analiz Rynku Finansowania Nieruchomości (SARFiN) stanowi dla banków dodatkowe źródło informacji, dzięki któremu możliwa jest weryfikacja tendencji na rynku finansowania nieruchomości. Obecnie w systemie tym uczestniczą 24 banki. Wykorzystują one forum ZBP do wymiany informacji o liczbie i wielkości udzielonych kredytów mieszkaniowych. Każdy z banków w zamian za wkład do systemu ma możliwość obserwacji wielkości i dynamiki rynku oraz oce-

¹⁴ Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości. Związek Banków Polskich 2009, s. 2.

¹⁵ Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych w Polsce w latach 2002-2009, Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2010, Raport o sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych i komercyjnych w Polsce w 2011; http://nbp.pl/home.aspx?f=publikacje/rynek_nieruchomosci/index1.html, dostęp: 5.07.2013.

¹⁶ Ibid., s. 3; Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości. Związek Banków Polskich 2012, s. 4.

ny własnej na nim pozycji. Informacje w systemie pokrywają 95% rynku kredytów dla klientów indywidualnych oraz 60% rynku klientów instytucjonalnych¹⁷.

4. Global Real Estate Transparency Index¹⁸

Jones Lang LaSalle i LaSalle Investment Management – wiodące na świecie firmy zajmujące się finansowymi i specjalistycznymi usługami w dziedzinie nieruchomości oraz zarządzaniem inwestycjami – od 1999 roku publikują opracowany przez siebie indeks informujący o przejrzystości wybranych krajowych rynków nieruchomości – Global Real Estate Transparency Index (GRETI).

Na rynkach charakteryzujących się większą przejrzystością łatwiej jest porównywać ceny transakcyjne oraz czynsze. Łatwiej jest przygotować strategię inwestycyjną, zarządzać procesami inwestycyjnymi oraz zwiększyć ich efektywność. Indeks GRETI został stworzony jako narzędzie do zarządzania ryzykiem dla inwestorów. Stanowi wsparcie przy tworzeniu globalnych lub regionalnych strategii inwestycyjnych oraz alokacji kapitału dla poszczególnych krajów. Jego konstrukcja zapewnia porównywalność danych dla poszczególnych lokalizacji.

Konstrukcja wskaźnika opiera się na ilościowych i jakościowych danych rynkowych oraz informacjach zebranych od firm globalnej sieci biznesowej Jones Lang LaSalle i LaSalle Investment Management. W 2012 roku rozszerzona została formuła wskaźnika w trzech obszarach: włączono większą liczbę wskaźników dotyczących efektywności inwestycji w nieruchomości, pogłębiono analizę rynku, rozbudowując szeregi czasowe, włączono nowe rynki.

Każdy rynek oceniany jest przy wykorzystaniu 83 różnych czynników, z czego 40 ma charakter ilościowy, pozostałe jakościowy. Czynniki te pogrupowano w 13 obszarów tematycznych, a następnie w 5 podkategorii, przypisując im odpowiednie wagi: wskaźniki efektywności – 25%, uwarunkowania rynkowe – 20%, przejrzystość instrumentów dłużnych – 10%, warunki prawne – 30% i procesy transakcji – 15%. Wartość indeksu szacowana jest za pomocą punktów ważonych. Wynik zawiera się w przedziale 1,0-5,0. Poziom przejrzystości rynku jest tym wyższy, im niższą wartość przyjmuje indeks. Kraje przypisywane są do następujących kategorii: wysoce przejrzyste (*highly transparent*), przejrzyste (*transparent*), półprzejrzyste (*semi-transparent*), o niskiej przejrzystości (*low transparency*), nieprzejrzyste (*opaque*). W ostatniej edycji badaniu poddano 97 rynków

¹⁷ Ibid., s. 18.

¹⁸ Rozdział został opracowany na podstawie informacji zawartych na stronie internetowej: <http://www.joneslanglasalle.pl>, dostęp: 10.02.2013.

(krajów i niektórych miast). Wyniki badań w sposób syntetyczny prezentuje tabela 1.

Tabela 1

Globalna hierarchia rynków według indeksu GRETI

Poziom przejrzystości rynku	Państwa/ryniki
<i>Wysoce przejrzyste</i>	USA, Wielka Brytania, Holandia, Nowa Zelandia, Kanada, Francja, Finlandia, Szwecja, Szwajcaria
<i>Przejrzyste</i>	Hongkong, Niemcy, Singapur, Dania, Irlandia, Hiszpania, Belgia, Norwegia, Polska, Włochy, RPA, Austria, Malezja, Czechy, Japonia, Węgry, Brazylia, Portugalia
<i>Półprzejrzyste</i>	Tajwan, Turcja, Chiny, Grecja, Izrael, Filipiny, Słowacja, Rosja, Indonezja, Tajlandia, Rumunia, Korea Pd., Puerto Rico, Meksyk, Chile, Dubaj (ZEA), Indie, Chorwacja, Abu Zabi, Macau, Botswana, Bułgaria, Argentyna, Mauritius, Kajmany, Ukraina, Słowenia, Bahrajn, Arabia Saudyjska, Kenia, Liban, Kuwejt
<i>Niska przejrzystość</i>	Wietnam, Serbia, Kostaryka, Bahamy, Katar, Jamajka, Oman, Panama, Maroko, Egipt, Zambia, Peru, Jordan, Urugwaj, Kolumbia, Kazachstan, Dominikana, Honduras, Gwatemala
<i>Nieprzejrzyste</i>	Wenezuela, Mongolia, Tunezja, Ghana, Irak, Pakistan, Algieria, Białoruś, Angola, Nigeria, Sudan

Źródło: Real Estate Transparency. Back on Track. Jones Lang LaSalle 2012, s. 13.

Liderem rankingu są Stany Zjednoczone. W dalszej kolejności ułożone zostały: Wielka Brytania, Holandia, Nowa Zelandia, Kanada, Francja, Finlandia, Szwecja i Szwajcaria. Wszystkie te kraje zostały zaliczone do grupy rynków najbardziej przejrzystych. Ranking pokazuje, że kraje Europy Środkowo-Wschodniej (CEE) znajdują się blisko czołówki europejskich państw o najwyższym poziomie przejrzystości. Polska np. sklasyfikowana została globalnie na 19. miejscu. W tabeli 2 dokonano porównania państw Europy Zachodniej oraz Europy Środkowo-Wschodniej.

Tabela 2

Europejska hierarchia rynków według indeksu GRETI

Poziom przejrzystości rynku	Europa Zachodnia	Europa Środkowo-Wschodnia (CEE)
<i>Wysoce przejrzysty</i>	Wielka Brytania, Holandia, Francja, Finlandia, Szwecja, Szwajcaria	
<i>Przejrzysty</i>	Niemcy, Dania, Irlandia, Hiszpania, Belgia, Norwegia Włochy, Austria, Portugalia	Polska, Czechy, Węgry
<i>Półprzejrzysty</i>	Grecja	Turcja, Słowacja, Rosja (Tier 1-2 Cities), Rumunia Chorwacja, Rosja (Tier 3 Cities), Bułgaria, Ukraina, Słowenia
<i>Niska przejrzystość</i>		Serbia, Kazachstan
<i>Nieprzejrzysty</i>		Białoruś

Źródło: Ibid., s. 27.

Według rankingu Polska jest krajem najbardziej przejrzystym w grupie krajów Europy Środkowo-Wschodniej. Postrzegana jest przez część inwestorów jako jeden z kluczowych dla ich działalności rynków inwestycyjnych.

Najnowsza edycja raportu zawiera osobną sekcję – indeks transparentności rynku nieruchomości w zakresie zrównoważonego rozwoju – Real Estate Sustainability Index. Indeks ten jest odpowiedzią na wzrost znaczenia problematyki zrównoważonego rozwoju w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych w obszarze nieruchomości. Indeks uwzględnia rozwiązania w zakresie oszczędności energii oraz zawiera system oceny „zielonych” budynków. Do krajów wysoce przejrzystych pod tym względem zaliczono: Wielką Brytanię, Australię, Francję. Do krajów przejrzystych: Holandię, Czechy, Niemcy, Irlandię, Japonię, Singapur oraz Szwecję. Kraje zaliczone do półprzejrzystych to: Belgia, Kanada, Chiny, Dania, Hongkong, Włochy, Polska, Korea Pd., USA, Chorwacja, Indie, Meksyk, Nowa Zelandia, Rumunia, Hiszpania, Szwajcaria. Natomiast do rynków o niskiej przejrzystości zaliczono Brazylię oraz Dubaj (ZEA).

Podsumowanie

Na niską przejrzystość rynku nieruchomości wpływ mają określone grupy czynników. Należy do nich zaliczyć przede wszystkim niewielką liczbę transakcji, skutkującą niewielką ilością informacji. Istotne znaczenie ma również niejednorodność rynku będąca konsekwencją dużego zróżnicowania nieruchomości jako bytu fizycznego oraz bytu prawnego. Kolejnym czynnikiem jest stałość nieruchomości w miejscu, w rezultacie czego rynek nieruchomości ma charakter lokalny. Również szybko zmieniające się warunki rynkowe wpływają negatywnie na przejrzystość rynku.

Przejrzystość rynku można poprawić w wyniku gromadzenia, przetwarzania i udostępniania istotnych informacji rynkowych. W Polsce takie zadanie od jakiegoś czasu pełnią systemy AMRON i SARFiN. Systemy te obejmują przede wszystkim dane o cenach transakcyjnych oraz informacje o rynku finansowania nieruchomości. Praktyczna przydatność informacji zawartych w tych systemach polega na ograniczeniu ryzyka nieprawidłowej wyceny nieruchomości, co ma bezpośredni wpływ na efektywność inwestycji.

Decyzje inwestycyjne na globalnym rynku nieruchomości, w szczególności dotyczące przestrzennej alokacji kapitału oraz zarządzania ryzykiem inwestycyjnym, wymagają możliwości porównania potencjalnych rynków lokaty w znacznie szerszym kontekście. Oprócz informacji o cenach transakcyjnych konieczna jest wiedza o potencjalnej rentowności inwestycji na danym rynku krajowym, ogólnych warunkach rynkowych, rentowności papierów dłużnych, uwarunkowaniach prawnych oraz przebiegu procesu transakcyjnego. Warunki takie spełnia np. indeks GRETI opracowany i publikowany przez Jones Lang LaSalle i LaSalle Investment Management.

Artykuł nie wyczerpuje problematyki przejrzystości rynku nieruchomości. Stanowi jedynie przyczynek do dalszych poszukiwań i rozważań naukowych.

Literatura

- Analiza rynku. Systemy i mechanizmy. Red. S. Mynarski. Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 1993.
- Bryx M.: Rynek nieruchomości. System i funkcjonowanie. Poltext, Warszawa 2006.

- Fraser W.D., Principles of Property Investment and Pricing. The Macmillan Press, London 1993.
- <http://www.joneslanglasalle.pl>.
- <http://nbp.pl/>.
- Koncepcje i metody zarządzania strategicznego oraz nadzoru korporacyjnego. Doświadczenia i wyzwania. Red. A. Zakrzewska-Bielawska. Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2010.
- Konowalczyk J.: Ekonomiczna definicja nieruchomości oraz ekskluzywność praw do nieruchomości. W: Inwestycje na rynku nieruchomości. Red. H. Henzel. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2004.
- Kucharska-Stasiak E.: Metodologia wyceny nieruchomości a przejrzystość rynku nieruchomości. „Przegląd Geodezyjny” 2004, nr 8.
- Kucharska-Stasiak E.: Nieruchomość w gospodarce rynkowej. WN PWN, Warszawa 2006.
- Kucharska-Stasiak E.: Odwzorowanie rynku w procesie wyceny. Zeszyty Naukowe nr 192, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.
- Kucharska-Stasiak E.: Wycena nieruchomości w warunkach silnie zmieniającego się rynku. „Przegląd Geodezyjny” 2007, nr 10.
- Leksykon rzeczoznawcy majątkowego. Red. E. Kucharska-Stasiak. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2004.
- Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości. Związek Banków Polskich 2009.
- Ogólnopolski raport o kredytach mieszkaniowych i cenach transakcyjnych nieruchomości. Związek Banków Polskich 2012.
- Real Estate Transparency. Back on Track. Jones Lang LaSalle 2012.
- Wrzosek W.: Funkcjonowanie rynku. PWE, Warszawa 2002.
- Zachodnie rynki nieruchomości. Red. E. Kucharska-Stasiak, Twigger, Warszawa 2004.

THE ISSUE OF TRANSPARENCY ON THE REAL ESTATE MARKET

Summary

This paper is devoted to the problematics of the transparency of the real estate market. The transparency of this market is evident in entering agreements. A large amount of objective data, to which all interested parties have access to, is a necessary condition for

the market to be effective. The market is however effective when the process reflects the changes occurring on the market.

The market of real estate is a vague market, which means that it is ineffective. In this paper, an attempt has been made to identify the characteristics of the causes and their occurrences of the low level of transparency of the real estate market. The methodics of the research on the transparency of the national market of real estate is applied by one of the most acknowledged advisory firms in the world.

Katarzyna Olbińska

Uniwersytet Łódzki

ZAANGAŻOWANIE SEKTORA PRYWATNEGO W PROJEKTY REWITALIZACYJNE

Wprowadzenie

Rewitalizacja to kompleksowy proces obejmujący wiele zintegrowanych działań, na które – obok inwestycji w obiekty budowlane i infrastrukturę – składają się również działania podejmowane na obszarach gospodarczym i społecznym. Proces ten ukierunkowany jest na trwałe usunięcie problemów ekonomicznych, społecznych i środowiskowych, wobec których nawarstwiania się zawodzi mechanizm rynkowy.

Celem artykułu jest ukazanie roli podmiotów prywatnych w procesie rewitalizacji, identyfikacja czynników wpływających na postrzeganie przez nich tego procesu i angażowanie się w niego, a także prezentacja rozwiązań sprzyjających przyciąganiu inwestycji prywatnych. Osiągnięcie korzyści w złożonym procesie, jakim jest rewitalizacja, wymaga zaangażowania ze strony uczestników oraz zarządzania strategicznego ze strony władz lokalnych, będących koordynatorem tego przedsięwzięcia. Kluczowym zadaniem stojącym przed władzami lokalnymi jest pozyskiwanie prywatnych partnerów rewitalizacji, którzy mogą w tym procesie dostarczać nie tylko środków finansowych, ale także wiedzy oraz innych zasobów.

1. Uczestnicy procesu rewitalizacji

Rewitalizacja jest procesem angażującym wiele podmiotów dążących do realizacji zróżnicowanych celów. Wśród potencjalnych grup interesariuszy/beneficjentów w procesie rewitalizacji znaleźć można władze lokalne, właścicieli nie-

ruchomości, inwestorów, deweloperów, kredytodawców, społeczność lokalną i organizacje pozarządowe.

Głównym inicjatorem, organizatorem i koordynatorem procesu rewitalizacji są władze lokalne. Podstawowymi przesłankami ich przystąpienia do tego procesu jest realizacja polityki rozwoju lokalnego, a także dążenie do usunięcia negatywnych oddziaływań obszaru zdegradowanego na obszary sąsiednie oraz na społeczność lokalną¹.

Proces rewitalizacji przekształca fragment przestrzeni miejskiej poprzez transformację jej składników. Podlegają mu²: struktura funkcjonalna, układ urbanistyczny (zagospodarowanie terenu), zabudowa, system komunikacyjny, użytkownicy przestrzeni, społeczność lokalna żyjąca na obszarze, a także rola, znaczenie i wizerunek obszaru w mieście.

Proces rewitalizacji obejmuje swoim zasięgiem wydzielone, zdegradowane fragmenty jednostki terytorialnej, silnie oddziałujące na całość jej terytorium poprzez ogniskowanie problemów społecznych, obniżanie poczucia bezpieczeństwa, a także kształtowanie negatywnego wizerunku w świadomości turystów i mieszkańców. Rewitalizacja stanowi rozwiązanie dwóch rodzajów problemów, z jakimi borykają się społeczności lokalne, z jednej strony kwestii związanych z degradacją obszaru, z drugiej strony problemu niedostatku terenów miejskich o odpowiednim standardzie zlokalizowanych w pobliżu centrum. Rewitalizacja umożliwia ponowne zagospodarowanie tych terenów, stanowiących często dziedzictwo przemysłowe, dzięki temu stwarzane są warunki do inwestowania w obrębie obszaru zurbanizowanego i ograniczania zjawiska „rozlewania się” miast³.

Właściciele nieruchomości oraz inwestorzy, deweloperzy i kredytodawcy stanowią, obok władz lokalnych, główną grupę zapewniającą finansowanie procesu rewitalizacji.

Podstawowym celem właścicieli nieruchomości w procesie rewitalizacji jest osiągnięcie wzrostu wartości nieruchomości. Jednak mogą oni realizować także inne dążenia, jak np.: wzrost dochodów, poprawa wizerunku, prestiż, zmiana struktury najemców, wykorzystanie zewnętrznego, preferencyjnego finansowania, uzyskanie ulg podatkowych.

Dużą rolę w procesie rewitalizacji mogą odgrywać deweloperzy jako podmioty skupiające się na inwestycjach obarczonych często wyższym ryzykiem, obejmujących zmiany funkcji nieruchomości, które mogą przynieść potencjalnie

¹ K. Małecka: Rewitalizacja obszarów zdegradowanych jako czynnik rozwoju lokalnego. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Olsztyn 2012.

² S. Kaczmarek: Rewitalizacja terenów przemysłowych: nowy wymiar w rozwoju miast. Łódź 2001.

³ K. Małecka: Op. cit.

wysoki zwrot z inwestycji⁴. Deweloperzy będą także przyciągać na obszar rewitalizacji inwestorów zainteresowanych podjęciem wyższego ryzyka i uzyskaniem potencjalnie wyższych stóp zwrotu.

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja przesłanek, którymi kierują się inwestorzy przy podejmowaniu decyzji dotyczących zaangażowania się w proces rewitalizacji, a także barier, które napotykają oraz narzędzi i zachęt do nich skierowanych.

2. Argumenty przemawiające za zaangażowaniem podmiotów prywatnych w proces rewitalizacji

Z punktu widzenia gospodarki miasta koncentrują na swoich terenach większość europejskiego kapitału ludzkiego, społecznego, kulturalnego i gospodarczego⁵. Obszary miejskie, na których mieszka 73% populacji Europy, wytwarzają około 80% PKB UE oraz dzięki m.in. obecności MŚP są głównymi ośrodkami innowacji, wiedzy i kultury, a w związku z tym istotnie przyczyniają się do wzrostu gospodarczego Europy⁶.

W ujęciu tradycyjnym rewitalizacja zdegradowanych obszarów miejskich jest zadaniem stojącym przed władzami lokalnymi⁷. Jednak coraz częściej pojawiają się głosy podnoszące konieczność zwiększania zaangażowania sektora prywatnego w opisywany proces. Przede wszystkim wynika to z faktu, że sektor publiczny nie jest w stanie sam udźwignąć, zwłaszcza pod względem finansowym, tak złożonego procesu. Argumenty te pojawiły się również w dokumentach wspólnotowych. Dokument referencyjny z Toledo⁸ prezentuje stanowisko

⁴ J. Jensen, J.N. Larsen: Public-private collaboration in area-based urban regeneration: less contract – more contact. Paper for Cities without limits. International Conference of the European Urban Research Association (EURA), Copenhagen 2011.

⁵ Dokument referencyjny z Toledo w sprawie zintegrowanej rewitalizacji obszarów miejskich i jej strategicznego potencjału w zakresie inteligentniejszego i bardziej zrównoważonego rozwoju obszarów miejskich sprzyjającego włączeniu społecznemu w Europie 2010.

⁶ Europejski program rozwoju miast i jego przyszłość w ramach polityki spójności. Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 23 czerwca 2011 r. w sprawie europejskiej agendy miejskiej i jej przyszłości w polityce spójności (2010/2158(INI)). Dz.U. UE z dnia 18.12.2012, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:390E:0010:0018:PL:PDF>, dostęp: 10.02.2012.

⁷ S. Ngwabi: Urban Regeneration & Private Sector Investment: Exploring Private Sector Perception of Urban Regeneration Initiatives in the Johannesburg Inner City. Ph.D. South Africa, University of Pretoria 2009.

⁸ Dokument referencyjny..., op. cit.

wspólnoty w tej sprawie: „Finansowanie publiczne w ramach rewitalizacji obszarów miejskich jest uznawane za klucz do osiągnięcia celów społecznych i środowiskowych w perspektywie średnio- i długookresowej, ale w obecnej sytuacji, kiedy środki publiczne są ograniczone, może występować konieczność połączenia różnych rodzajów finansowania publicznego (europejskich funduszy strukturalnych, funduszy krajowych, regionalnych i lokalnych itp.) z innymi formułami i nowymi środkami finansowania (kredytami, funduszami obrotowymi, programem JESSICA itp.), jak również z nowymi zachętami finansowymi i podatkowymi dla przedsiębiorstw prywatnych, dążących do zwiększania udziału własności prywatnej, podmiotów finansowych i innych podmiotów miejskich w rewitalizacji obszarów miejskich”.

Szacunki potrzeb inwestycyjnych (tylko) dla dwunastu największych miast Polski na lata 2011-2035 przeprowadzone przez PricewaterhouseCoopers⁹ opiewają na około 1,13 bln PLN. Jest to kwota porównywalna z całym PKB wytworzonym w Polsce w roku 2011 (1,52 bln PLN) oraz niemal równa czterokrotności całkowitych inwestycji dokonanych w całej polskiej gospodarce w roku 2011 (309 mld PLN).

W obliczu obecnej sytuacji gospodarczej, a także obserwowanych tendencji zmian w polityce unijnej dotyczącej finansowania inicjatyw rozwojowych, należy spodziewać się rosnących trudności w realizacji inwestycji wyłącznie za pośrednictwem środków publicznych. Wynikać to może z następujących przesłanek¹⁰:

1. Z dość ograniczonych źródeł dochodów polskich miast i braku perspektyw znacznego wzrostu wpływów podatkowych, co oznacza, że budżety miejskie dysponować będą prawdopodobnie tylko umiarkowanymi środkami inwestycyjnymi, a zadania inwestycyjne będą musiały konkurować z wydatkami o charakterze bieżącym.
2. Ze stosunkowo wysokiego poziomu zadłużenia największych polskich miast oraz obowiązujących limitów zadłużania się, które przekładają się na ograniczone możliwości finansowania niezbędnych inwestycji za pomocą instrumentów dłużnych i kredytów.
3. Należy się również liczyć z tym, że kryzys finansowy wymusi ograniczenie funduszy unijnych dostępnych na finansowanie inwestycji w rozwój infrastruktury miejskiej. Co więcej, część z dostępnych funduszy straci charakter bezzwrotnego subsydium, a dostęp do nich może być również ograniczony z powodu konieczności znacznego współfinansowania. Spadek dostępności

⁹ PwC: Wyzwania inwestycyjne głównych miast Polski – perspektywa 2035. PricewaterhouseCoopers 2012.

¹⁰ Szerzej: *ibid.*

funduszy może także wynikać z faktu, że kolejne regiony Polski będą przekraczać próg 75% unijnego PKB.

Włączanie sektora prywatnego w proces rewitalizacji służy nie tylko pozyskiwaniu źródeł finansowania, ale przyczynia się także do bardziej korzystnego podziału ryzyk i odpowiedzialności między sektorem publicznym i prywatnym. Sprzyja to zachowaniu równowagi między zaangażowaniem obu stron w proces rozwoju miast, na którym również obie strony korzystają.

Podmioty sektora prywatnego funkcjonujące na obszarze poddawanych rewitalizacji, a także te, które pojawiają się na tym obszarze w trakcie i po dokonaniu przemian, staną się beneficjentami tego procesu, w związku z tym powinny również uczestniczyć w jego współfinansowaniu oraz planowaniu i realizacji. Według ankiety przeprowadzonej wśród 27 krajów członkowskich UE, krajów kandydujących oraz Norwegii i Szwajcarii, 55% respondentów wskazało, że podmioty prywatne zawsze (7%) lub często (48%) czerpią korzyści ekonomiczne z procesu rewitalizacji¹¹.

Udział sektora prywatnego w procesie rewitalizacji pozwala na zwiększenie skali inwestycji, a także osiągnięcie efektu synergii związanego z większą skalą procesu.

Wielu autorów wyraża przekonanie, że zaangażowanie partnerów prywatnych w proces rewitalizacji sprzyjać będzie zwiększeniu efektywności tych przedsięwzięć. Sektor prywatny uznawany jest za najbardziej produktywny, innowacyjny i efektywny. Może on wnieść do procesu rewitalizacji doświadczenie w zarządzaniu projektami, umiejętności z zakresu księgowości i finansów, racjonalność oraz lepsze dostosowanie programów do potrzeb rynku pracy i całej gospodarki¹².

Inwestycje sektora prywatnego są postrzegane jako stymulanty rozwoju gospodarczego i element przyciągający zwiększoną aktywność inwestycyjną.

Kolejnym z argumentów przemawiających za angażowaniem sektora prywatnego jest jego korzystny wpływ na prestiż czy wizerunek. Pozyskanie dużych inwestorów prywatnych pomaga w zmianie wizerunku dotychczas zaniedbanej części miasta¹³.

Z perspektywy sektora publicznego zaangażowanie podmiotów prywatnych w projekty rewitalizacyjne może przynieść wiele korzyści. Warto także przyjrzeć się korzyściom i motywacjom do uczestnictwa w tym procesie ze strony inwestorów prywatnych.

¹¹ Instituto Universitario de Urbanística de la Universidad de Valladolid: Integrated Urban Regeneration in Europe Summary Document 2010.

¹² E. Simpson: The impacts of attempts to stimulate private sector involvement and investment in the urban regeneration process: the case of the city of Glasgow 1999.

¹³ S. Ngwabi: Op. cit.

3. Motywy podmiotów prywatnych do uczestnictwa w procesie rewitalizacji i korzyści z tego płynące

Wśród motywów, którymi kierują się podmioty prywatne przy podejmowaniu decyzji o zaangażowaniu się w inwestycje na obszarach objętych procesem rewitalizacji, znaleźć można następujące elementy:

1. Oczekiwany łączny zwrot z inwestycji (oczekiwanie ponadprzeciętnych zakumulowanych nadwyżek);
2. Bezpieczeństwo inwestycji/podział ryzyka;
3. Dywersyfikacja;
4. Nowe możliwości rozwojowe;
5. Społeczna odpowiedzialność biznesu;
6. Zobowiązania, związek ze społecznością lokalną.

Podmioty prywatne inwestujące w rewitalizację angażują się w nią głównie w oczekiwaniu ponadprzeciętnych nadwyżek finansowych. Mogą także postrzegać projekty rewitalizacyjne w kontekście dywersyfikacji, chociaż największe znaczenie przypisywane jest poziomowi zwrotu z inwestycji¹⁴.

Obszary poddawane rewitalizacji stanowią niedoceniany wycinek rynku nieruchomości. Raport z europejskich rynków nieruchomości przygotowany przez PwC i Urban Land Institute w 2011 roku wskazuje, że w średnim i długim okresie procesy rewitalizacji miast mogą oferować nowe możliwości inwestycyjne. Wychodząc z założenia, że jakość miasta jest efektem jakości nieruchomości miejskich, należy pamiętać, że niektóre z przekształcanych obszarów stanowią ściśle centra miast lub ich najbliższe sąsiedztwo. Autorzy raportu wskazują, że dobrym rozwiązaniem jest przy tym wielofunkcyjność. Najbardziej obiecujące rynki pod tym względem to, według autorów raportu, Niemcy (Berlin, Frankfurt) oraz Londyn. Rynki, które warto obserwować, to Portugalia i Włochy.

Inwestorzy prywatni angażują się w projekty rewitalizacyjne także motywowani społeczną odpowiedzialnością biznesu lub zobowiązaniami wobec społeczności lokalnej. Mimo że te czynniki nie przekładają się bezpośrednio na korzyści ekonomiczne, mogą przyczynić się do polepszenia sytuacji rynkowej przedsiębiorstwa, przykładowo poprzez zwiększenie kwalifikacji zawodowych mieszkańców (i ich mobilności na rynku pracy) czy szkolenia. Poprzez rozwój kwalifikacji społeczności lokalnej przedsiębiorstwo zapewnia sobie stabilny dopływ wykwalifikowanych pracowników oraz kształtuje swój pozytywny wizerunek i reputację.

¹⁴ A. Adair, J. Berry, S. McGreal, J. Poon, N. Hutchison, C. Watkins, K. Gibb: Investment performance within urban regeneration locations. „Journal of Property Investment and Finance” 2005, No. 23/1, s. 7-21.

W momentach osłabienia koniunktury można spodziewać się zwiększonego zainteresowania inwestorów projektami rewitalizacyjnymi w związku z ich acyklicznymi właściwościami¹⁵. Badania prowadzone przez Homes and Communities Agency¹⁶ dowodzą, że inwestycje rewitalizacyjne są zaskakująco wytrzymałe w obliczu kryzysu. Największy potencjał w zakresie generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu wykazują projekty mniejszej skali, powstające na obszarach wielofunkcyjnych. W tych przypadkach wzrost wartości nieruchomości mieszkaniowych na obszarach rewitalizowanych może stanowić silny impuls wzrostowy. Dążenie do wykorzystania tego trendu w dłuższej perspektywie może być silną zachętą dla inwestorów i potencjalnym źródłem kapitału. W długim okresie poddane procesowi rewitalizacji nieruchomości mieszkaniowe generują wyższe stopy zwrotu niż notowane na obszarach sąsiednich, niepoddanych temu procesowi.

4. Postrzeganie rewitalizacji przez podmioty prywatne i bariery ich zaangażowania

Miejskie projekty rewitalizacyjne stanowią podstawę do realizacji celów procesu rewitalizacji, takich jak poprawa ekonomicznych, fizycznych, społecznych i ekologicznych warunków funkcjonowania obszaru poddanego zmianie. W związku z tym charakterystyka projektów rewitalizacyjnych będzie różniła się znacznie od charakterystyki innych projektów budowlanych, zwłaszcza pod względem stopnia złożoności i niepewności.

Nadrzędnym celem opisywanego procesu, a także poszczególnych projektów rewitalizacyjnych jest zrównoważony rozwój miasta i określonego, wydzielonego w nim obszaru poprzez transformację przestrzenną, ekonomiczną, społeczną, ekologiczną i kulturową. Projekty rewitalizacyjne obarczone są większym ryzykiem i złożonością niż inne projekty budowlane¹⁷.

Przekształcanie terenów poprzemysłowych może być postrzegane jako mniej ekonomicznie opłacalne niż inwestycje na terenach nie zainwestowanych. Stąd potrzeba publicznej interwencji i zachęt dla inwestorów, tym bardziej że inwestowanie na tego typu terenach wiąże się często z niepewnością dotyczącą loka-

¹⁵ A. Adair, J. Berry, S. McGreal, B. Deddis, S. Hirst: Evaluation of Investor Behaviour in Urban Regeneration. „Urban Studies” 1999, No. 36 (12), s. 2031-2045.

¹⁶ Homes and Communities Agency: IPD Regeneration Index, London 2009.

¹⁷ J.-H. Yu, H.-R. Kwon: Critical success factors for urban regeneration projects in Korea. „International Journal of Project Management” 2011, No. 29, s. 889-899.

lizacji, zaniedbanej infrastruktury, kosztów usuwania zanieczyszczeń, wysokich kosztów rehabilitacji i obniżonej wartości nieruchomości¹⁸.

Na terenach objętych procesami rewitalizacji problemy stwarza często skomplikowana struktura własnościowa. Tereny przemysłowe stanowią mozaikę obszarów nefunkcjonujących i obszarów ciągle wykorzystywanych przez działające przedsiębiorstwa. Rozpoczęcie procesu przemian na takim obszarze jest większym wyzwaniem niż w przypadku terenu, gdzie wszystkie przedsiębiorstwa zostały zamknięte, zwłaszcza, jeżeli w toku procesu rewitalizacji dążyć będziemy do gruntownej zmiany funkcji obszaru¹⁹. Ze skomplikowaną, a także w warunkach polskich często nieuregulowaną strukturą własnościową wiąże się ryzyko podejmowane przez inwestorów w procesie rewitalizacji.

Z ekonomicznego punktu widzenia obszary poddawane procesowi rewitalizacji reprezentują ułomność rynku związaną z negatywnymi efektami zewnętrznymi kryzysu i degradacji. Z perspektywy podmiotów prywatnych ryzyko inwestowania na takich obszarach jest oceniane jako wyższe niż w przypadku najlepszych lokalizacji²⁰.

Inwestowanie w projekty rewitalizacyjne z perspektywy podmiotów prywatnych bywa często postrzegane jako nieróżniące się istotnie od decyzji gospodarczych podejmowanych przez te podmioty na podstawie rachunku ekonomicznego. W tym przypadku również kierują się one przesłankami związanymi z relacją ryzyka i potencjalnych korzyści. Ostrożność w angażowaniu się sektora prywatnego w projekty rewitalizacyjne wynika z czterech kwestii²¹, a mianowicie:

1. Generalnego odbioru projektów rewitalizacyjnych jako ograniczonych pod względem potencjalnych poziomów zwrotu, dochodu i wzrostu (zwłaszcza przez podmioty niezaangażowane do tej pory w tego rodzaju projekty).
2. Postrzegania procesu rewitalizacji jako zadania stojącego głównie przed sektorem publicznym.
3. Percepcji terenów poddanych temu procesowi jako obszarów zastoju społecznego i ekonomicznego, często zanieczyszczonych czy skażonych, opanowanych przez przestępczość i zaniedbanych.

¹⁸ G. Thornton, M. Franz, D. Edwards, G. Pahlen, P. Nathanail: The challenge of sustainability: incentives for brownfield regeneration in Europe. „Environmental Science & Policy” 2007, No. 10, s. 116-134.

¹⁹ C. Aunsborg, M.T. Sorensen: Public-Private Partnerships in Urban Regeneration Areas in Denmark. Paper for Shaping the Change XXIII FIG Congress, Munich 2006.

²⁰ A. Adair, J. Berry, S. McGreal, J. Poon, N. Hutchison, C. Watkins, K. Gibb: Op. cit.

²¹ S. Ngwabi: Op. cit.

4. Postrzegania terenów poddanych temu procesowi jako obszarów o zwiększonym ryzyku inwestowania, w związku z niepewnością co do przyszłości terenu, kosztów jego przystosowania i brakiem informacji rynkowych.

Do inwestowania w projekty rewitalizacyjne zniechęcać mogą również biurokracja w zakresie przydzielania środków bezzwrotnych czy opóźnienia w otrzymywaniu decyzji wydawanych przez instytucje sektora publicznego.

Podmioty prywatne mogą przy inwestowaniu w projekty rewitalizacyjne napotkać wiele barier. Ich zaangażowanie w proces rewitalizacji będzie więc wymagało różnego rodzaju inicjatyw ze strony sektora publicznego.

5. Narzędzia i zachęty skierowane na włączenie w proces rewitalizacji podmiotów prywatnych

Rolą sektora publicznego w procesie rewitalizacji jest budowanie zaufania i korzystnego wizerunku obszaru poddawanego temu procesowi, a także działania nastawione na zmniejszanie niepewności i ryzyka inwestowania. Podmioty publiczne, wśród których główną rolę w omawianym procesie pełnią władze lokalne, muszą aktywnie działać na rzecz pozyskania inwestorów i partnerów prywatnych.

Analiza literatury przedmiotu wskazuje, że planowanie odgrywa kluczową rolę w zachęcaniu podmiotów prywatnych do inwestowania w rewitalizację oraz promowaniu rozwoju ekonomicznego poprzez dostarczanie terenów inwestycyjnych. Zwiększona elastyczność planowania i konsekwencja w realizacji procesu jest bardzo istotna. Planowanie może wspomagać proces rewitalizacji poprzez kierowanie możliwości rozwojowych i inwestycyjnych na obszary przekształcane²².

W sektorze przedsiębiorstw rynek nieruchomości dostarcza przestrzeni produkcyjnej i usługowej. Przedsiębiorstwa podejmują decyzje lokalizacyjne na podstawie cen na rynku nieruchomości (ceny na rynku własności i stawki czynszu na rynku najmu), a także na podstawie cech nieruchomości (lokalizacyjnych i wewnętrznych). Będą brać pod uwagę także dostępność pracowników oraz ich możliwości w zakresie dojazdów do pracy i zachęty inwestycyjne ze strony sektora publicznego. Przyciąganie i utrzymywanie inwestorów wymaga od jednostek te-

²² A. Adair, J. Berry, S. McGreal, A. Quinn: Factors Affecting the Level and Form of Private Investment in Regeneration. Report to the Office of the Deputy Prime Minister. Centre for Research on Property and Planning, School of the Built Environment, University of Ulster 2002.

rytorialnych dostosowywania przestrzeni do ich potrzeb. Podmioty sektora prywatnego stają się obecnie coraz bardziej mobilne. Łatwiej i szybciej zmieniają lokalizację w poszukiwaniu niskich kosztów i elastyczności produkcji. Ich potrzeby są coraz bardziej zróżnicowane, co przekłada się na pogłębienie segmentacji rynku nieruchomości. Strategie rozwoju lokalnego muszą w związku z tym przewidywać rozwiązania dwóch kwestii: poszukiwania nowych inwestorów i łagodzenia skutków znikania przedsiębiorstw, zarówno na skutek ich przenoszenia się do innych obszarów, jak i likwidacji. Mamy też często do czynienia z przenoszeniem przedsiębiorstw w obręb miasta, na tereny objęte preferencjami dla inwestorów, co powoduje pojawianie się pustostanów na innych obszarach miasta²³.

J. Cook²⁴ prezentuje pięć najczęściej stosowanych strategii angażowania sektora prywatnego:

- kontraktowanie zewnętrzne niektórych usług publicznych,
- prywatyzacja niektórych dóbr i usług publicznych,
- finansowanie przez sektor prywatny usług i inwestycji publicznych i publiczno-prywatnych,
- sięganie po prywatnych audytorów, doradców i konsultantów,
- rozwój partnerstwa publiczno-prywatnego.

Władze lokalne mogą także stosować różnego rodzaju narzędzia i inicjatywy w celu przyciągnięcia inwestorów prywatnych na obszar rewitalizacji²⁵:

- ulgi podatkowe, zachęty finansowe (strefy ekonomiczne, granty, dotacje, subsydia),
- przejrzystość procedur i procesów,
- ukierunkowanie na inicjatywy zgodne z priorytetami sektora prywatnego,
- uproszczenie procedur planistycznych,
- inwestycje w infrastrukturę i przestrzenie publiczne (gwarantowany minimalny standard infrastruktury technicznej,
- sprzedaż nieruchomości na preferencyjnych warunkach,
- zakup nieruchomości, a następnie ich odsprzedaż – by zmniejszyć ryzyko złożonej struktury własnościowej obszaru,
- przekazywanie nieruchomości w formie partnerstwa,
- usuwanie skażeń, degradacji,
- zwalczanie przestępczości, by polepszyć wizerunek obszaru,

²³ P. Healey: The institutional challenge for sustainable urban regeneration. „Cities” 1995, No. 12 (4), s. 221-230.

²⁴ I.R. Cook: Private sector involvement in urban governance: The case of Business Improvement Districts and Town Centre Management partnerships in England. „Geoforum” 2009, No. 40, s. 930-940.

²⁵ A. Adair, J. Berry, S. McGreal, B. Deddis, S. Hirst: Evaluation of Investor Behaviour..., op. cit.

- monitoring obszaru,
- zmiany instytucjonalne (tworzenie agencji rozwoju czy operatorów rewitalizacji dla współpracy z inwestorami),
- ograniczenia, utrudnienia, zwiększone opodatkowanie inwestycji na terenach wcześniej niezagospodarowanych oraz obrzeżach miast.

W celu przyciągnięcia sektora prywatnego niezbędna jest jasna, precyzyjna wizja kierunku przekształceń, celów i środków. Ważne jest także prezentacja danych ilościowych i jakościowych, niezbędnych do podjęcia decyzji o inwestowaniu. Zachętą może być także propagowanie wizerunku obszaru jako rynku wymagającego obsługi, nie do końca zaspokojonego, istotne będzie również wsparcie organizacyjne i informacyjne.

W kontekście czynników, które oddziałują na napływ inwestycji prywatnych na obszary rewitalizowane, niektórzy autorzy podkreślają istotność instrumentów niefinansowych. Za najważniejsze w tej grupie uznawane są: minimalny standard infrastruktury, ukierunkowanie na inicjatywy zgodne z priorytetami sektora prywatnego, uproszczenie planowania, dostarczanie nieruchomości i usuwanie skażeń²⁶.

Sektor prywatny kładzie także duży nacisk na względy bezpieczeństwa i przestępczości, a także czystości. Czynniki te silnie wpływają na wizerunek i postrzeganie obszaru poddawanego rewitalizacji²⁷. Jakość otoczenia jest istotna dla przyciągania, zwłaszcza inwestorów instytucjonalnych.

Sektor prywatny bywa niechętny do samodzielnego inwestowania na terenach rewitalizowanych, często jest bardziej skłonny do zaangażowania się w partnerstwo z podmiotami publicznymi, co sprzyja dzieleniu ryzyka i zwiększaniu prawdopodobieństwa osiągnięcia zwrotu z inwestycji²⁸. Inicjacja przemian obszaru kryzysowego w sytuacji, gdy inwestorzy prywatni powstrzymują się od zaangażowania z powodu niepewności co do zyskowności przedsięwzięcia, może wymagać od podmiotów publicznych większego zaangażowania i pełnienia roli aktywnej w procesie rewitalizacji poprzez uczestniczenie we wstępnej fazie oraz podejmowanie inwestycji przygotowawczych²⁹. Inwestycje przyciągają się wzajemnie. Inwestycje sektora publicznego są dla podmiotów prywatnych jasnym sy-

²⁶ A. Adair, J. Berry, S. McGreal, B. Deddis, S. Hirst: Accessing private sector finance in urban regeneration: investor and non-investor perspectives. „Journal of Property Research” 2000, No. 17(2), s. 109-131.

²⁷ A. Adair, J. Berry, S. McGreal, A. Quinn: Factors Affecting..., op. cit.

²⁸ P. Sloan: Private Sector Involvement in Regeneration: Review of UK Evidence 2011, <http://www.scotland.gov.uk/Resource/Doc/94257/0113239.pdf>, dostęp: 7.02.2013.

²⁹ Aunsborg C., Sorensen M.T.: Planning and Implementation of Urban Regeneration – The Adequacy of the Statutory Toolbox Available to Practice. Paper for Integrating the Generations, FIG Working Week, Stockholm 2008.

gnałem, świadczącym o zaangażowaniu i konsekwencji w prowadzeniu przemian oraz dążeniu do sukcesu w procesie rewitalizacji. Inwestycje podmiotów prywatnych z kolei przyciągają następnych inwestorów. Badania prowadzone w Danii wykazują, że 1 DKK zainwestowana w proces rewitalizacji przez sektor publiczny może przynieść przeciętnie 5 DKK inwestycji prywatnych³⁰. Niemiecki Instytut Badań Gospodarczych szacuje, że „każde 1 euro bezpośrednich inwestycji publicznych w rewitalizację w latach 1996-2006 przyciągnęło inwestycje prywatne na obszarach objętych rewitalizacją w wysokości około 6,5-9,0 euro”. Wskaźniki stosunku wydatków publicznych do indukowanych inwestycji prywatnych miały różną wartość w różnych okresach w latach 1970-2001, ale zawsze wskazywały na przewagę wydatków prywatnych³¹.

W procesie rewitalizacji warto także poszukiwać nowych rozwiązań i czerpać z doświadczeń innych. Wśród nowych instrumentów dostępnych w zakresie współpracy pomiędzy sektorem publicznym a prywatnym w procesie rewitalizacji znaleźć można formułę LABV (Local Asset-Backed Vehicle) czy inicjatywę JESSICA (Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas).

LABV jest specyficzną formą partnerstwa publiczno-prywatnego, w ramach którego partner publiczny wnosi nieruchomości, a prywatny wnosi kapitał. Przy czym wartość kapitału jest równa co do wartości wkładowi partnera publicznego. Oprócz finansowania, partner prywatny dostarcza także doświadczenia, znajomości rynku i pomysłów. Celem inwestycji publiczno-prywatnej jest podniesienie wartości nieruchomości. LABV mogą stanowić dźwignię dla realizacji dużych długoterminowych projektów inwestycyjnych³².

Inicjatywa JESSICA to instrument Unii Europejskiej skierowany na finansowanie inwestycji na obszarach miejskich. Instrument ten odzwierciedla nowe tendencje w podejściu do finansowania inwestycji przez instytucje unijne, polegające na preferowaniu instrumentów zwrotnych, w przeciwieństwie do bezzwrotnych grantów. Wynika to z przekonania o większej efektywności środków zwrotnych, zgodnie z założeniem, że konieczność zwrotu otrzymanych środków przełoży się na większą dbałość beneficjentów o racjonalność i gospodarność wydatkowania. Inicjatywa JESSICA przewiduje możliwość przekształcenia środków dostępnych w ramach RPO w zwrotny, odnawialny instrument finansowy, poprzez utworzenie „Funduszu Rozwoju Miejskiego”, który zarządzałby posiadanymi środkami i udzielał wsparcia. Dzięki zwrotnemu charakterowi instrumentu fundusz ten ma

³⁰ J. Jensen, J.N. Larsen: Op. cit.

³¹ M. Bryx, A. Jadach-Sepiolo: Rewitalizacja miast w Niemczech. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.

³² B. Harrison, A. Marshall: City Solutions: Delivering Local Growth. Local Asset-Backed Vehicles, PricewaterhouseCoopers, London 2007.

odnawialny charakter, przynosząc efekt dźwigni w związku z tym, że odzyskane środki przeznaczone są na kolejne inwestycje.

Podsumowanie

W kontekście złożoności procesu rewitalizacji, a także obserwowanych tendencji w zakresie możliwości finansowych i organizacyjnych sektora publicznego, należy stwierdzić, że kluczowym czynnikiem decydującym o powodzeniu tego procesu oraz zapewniającym trwałość wprowadzanych zmian jest współdziałanie trzech sektorów: publicznego, prywatnego i społecznego (obywatelskiego).

Podmioty prywatne angażują się w proces rewitalizacji, kierując się wieloma przesłankami. Podstawowe motywy zaangażowania są jednak podobne, jak w przypadku innych rodzajów inwestycji – oczekiwany łączny zwrot z inwestycji czy poziom ryzyka. Inwestycje rewitalizacyjne stanowią często element dywersyfikacji portfela i poszukiwania nowych możliwości rozwojowych.

Jednak złożoność procesu rewitalizacji oraz wyższe ryzyko ponoszone przez inwestorów w tym procesie może przekładać się na zwiększoną ostrożność inwestorów prywatnych na tym rynku. W związku z ryzykiem specyficznym projektów rewitalizacyjnych, wynikającym ze skomplikowanej struktury własnościowej, niepewności co do przyszłości obszaru, wartości nieruchomości czy kosztów przygotowania terenu, konieczne są działania ze strony sektora publicznego, mające na celu zmniejszenie potencjalnych negatywnych efektów zewnętrznych i ograniczenie ryzyka inwestowania na tym rynku.

W przyszłości spodziewać się możemy transformacji roli sektora publicznego w procesie rewitalizacji z głównego wykonawcy w kierunku organizatora i koordynatora przemian. Transformacja ta będzie wymagała zmiany sposobu myślenia, zarówno po stronie podmiotów publicznych, jak i prywatnych. Sektor publiczny dysponuje wieloma instrumentami, których zastosowanie sprzyjać może przyciąganiu inwestorów prywatnych na obszary poddawane rewitalizacji.

Jednak pamiętać należy, że nie ma uniwersalnych programów rewitalizacji ani uniwersalnego zestawu rozwiązań, który dałoby się z powodzeniem zastosować na każdym obszarze zdegradowanym. Programowanie rewitalizacji każdorazowo musi przebiegać indywidualnie i powinno być dostosowywane do lokalnych warunków oraz problemów.

Należy także pamiętać, że miasta są organizmami dynamicznymi. Wraz z przemianami zachodzącymi w miastach zmieniać się także muszą programy ich

odnowy. Przekłada się to na złożoność procesów rewitalizacji i wymaga ciągłej aktywności ze strony władz lokalnych oraz ich partnerów.

Literatura

- Adair A., Berry J., McGreal S., Poon J., Hutchison N., Watkins C., Gibb K.: Investment performance within urban regeneration locations. „Journal of Property Investment and Finance” 2005, No. 23/1.
- Adair A., Berry J., McGreal S., Quinn A.: Factors Affecting the Level and Form of Private Investment in Regeneration. Report to the Office of the Deputy Prime Minister. Centre for Research on Property and Planning, School of the Built Environment, University of Ulster 2002.
- Adair A., Berry J., McGreal S., Deddis B., Hirst S.: Accessing private sector finance in urban regeneration: investor and non-investor perspectives. „Journal of Property Research” 2000, No. 17(2).
- Adair A., Berry J., McGreal S., Deddis B., Hirst S.: Evaluation of Investor Behaviour in Urban Regeneration. „Urban Studies” 1999, No. 36 (12).
- Aunsborg C., Sorensen M.T.: Planning and Implementation of Urban Regeneration – The Adequacy of the Statutory Toolbox Available to Practice. Paper for Integrating the Generations, FIG Working Week, Stockholm 2008.
- Aunsborg C., Sorensen M.T.: Public-Private Partnerships in Urban Regeneration Areas in Denmark. Paper for Shaping the Change XXIII FIG Congress, Munich 2006.
- Bryx M., Jadach-Sepiolo A.: Rewitalizacja miast w Niemczech. Instytut Rozwoju Miast, Kraków 2009.
- Cook I.R.: Private sector involvement in urban governance: The case of Business Improvement Districts and Town Centre Management partnerships in England. „Geoforum” 2009, No. 40.
- Dokument referencyjny z Toledo w sprawie zintegrowanej rewitalizacji obszarów miejskich i jej strategicznego potencjału w zakresie inteligentniejszego i bardziej zrównoważonego rozwoju obszarów miejskich sprzyjającego włączeniu społecznemu w Europie 2010.
- Europejski program rozwoju miast i jego przyszłość w ramach polityki spójności. Rezolucja Parlamentu Europejskiego z dnia 23 czerwca 2011 r. w sprawie europejskiej agendy miejskiej i jej przyszłości w polityce spójności (2010/2158(INI)). Dz.U. UE z dnia 18.12.2012, <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:C:2012:390E:0010:0018:PL:PDF>, dostęp: 10.02.2012.

- Harrison B., Marshall A.: *City Solutions: Delivering Local Growth. Local Asset-Backed Vehicles*, PricewaterhouseCoopers, London 2007.
- Healey P.: The institutional challenge for sustainable urban regeneration. „*Cities*” 1995, No. 12 (4).
- Homes and Communities Agency: *IPD Regeneration Index*, London 2009.
- Instituto Universitario de Urbanística de la Universidad de Valladolid: *Integrated Urban Regeneration in Europe Summary Document* 2010.
- Jensen J., Larsen J.N.: Public-private collaboration in area-based urban regeneration: less contract – more contact. Paper for Cities without limits. International Conference of the European Urban Research Association (EURA), Copenhagen 2011.
- Kaczmarek S.: *Rewitalizacja terenów przemysłowych: nowy wymiar w rozwoju miast*. Łódź 2001.
- Małecka K.: *Rewitalizacja obszarów zdegradowanych jako czynnik rozwoju lokalnego*. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Olsztyn 2012.
- Ngwabi S.: *Urban Regeneration & Private Sector Investment: Exploring Private Sector Perception of Urban Regeneration Initiatives in the Johannesburg Inner City*. Ph.D. South Africa, University of Pretoria 2009.
- PwC: *Wyzwania inwestycyjne głównych miast Polski – perspektywa 2035*. PricewaterhouseCoopers 2012.
- Simpson E.: *The impacts of attempts to stimulate private sector involvement and investment in the urban regeneration process: the case of the city of Glasgow* 1999.
- Sloan P.: *Private Sector Involvement in Regeneration: Review of UK Evidence* 2011, <http://www.scotland.gov.uk/Resource/Doc/94257/0113239.pdf>, dostęp: 7.02.2013.
- Thornton G., Franz M., Edwards D., Pahlen G., Nathanail P.: The challenge of sustainability: incentives for brownfield regeneration in Europe. „*Environmental Science & Policy*” 2007, No. 10.
- Yu J.-H., Kwon H.-R.: Critical success factors for urban regeneration projects in Korea. „*International Journal of Project Management*” 2011, No. 29.

PRIVATE SECTOR INVOLVEMENT IN REGENERATION PROJECTS

Summary

Regeneration is a complex process consisting of a series of integrated activities, among which, apart from investment in buildings and infrastructure, you can also indicate actions undertaken on economic and social areas. This process is aimed at permanent re-

removal of economic, social and environmental problems in the presence of which the market mechanism fails.

The main goal of this article is to present the role of private actors in the process of regeneration, identify the factors affecting their perception of the process and their involvement in it, as well as point out the solutions attracting private investment. Achieving the benefits of such a complex process, as regeneration, requires a commitment on the part of participants and strategic management of the local authorities, as a coordinator of the process. A key task facing local authorities is to attract private partners which deliver not only financial resources but also knowledge and other resources to regeneration process.

BARIERY REALIZACJI INWESTYCJI ZALEŻNE OD GMINY A ATRAKCYJNOŚĆ INWESTYCYJNA POLSKICH MIAST

Wprowadzenie

W celu podniesienia atrakcyjności inwestycyjnej polskich miast niezbędna wydaje się identyfikacja barier realizacji inwestycji w danych jednostkach samorządu terytorialnego. Bariery te rozumie się jako zespół uwarunkowań występujących w danej jednostce, które zniechęcają lub wpływają na ograniczenie, utrudnienie lub zahamowanie podejmowania w niej procesu inwestycyjnego przez dany podmiot i można podzielić je, biorąc pod uwagę możliwości oddziaływania władz lokalnych na dany czynnik. Prezentowany artykuł skupia się na analizie barier w realizacji projektów inwestycyjnych w Polsce, i to tylko tych, na które gmina (ewentualnie miasto na prawach powiatu) może bezpośrednio oddziaływać (bariery zależne od gminy). Artykuł ten przygotowano w oparciu o analizę literatury przedmiotu oraz aktualnych krajowych badań w tym zakresie. Publikacja stanowi wstęp do badań¹ empirycznych zmierzających do budowy indeksu atrakcyjności inwestycyjnej miast w Polsce, umożliwiającego ich porównywanie pod kątem przyjaznego dla inwestorów klimatu realizacji projektów inwestycyjnych oraz ustalenia czynników i warunków sprawnego udziału jednostek administracji publicznej w realizacji projektów inwestycyjnych.

¹ Badania finansowane przez Narodowe Centrum Nauki. Grant pt. Instytucjonalne uwarunkowania działalności inwestycyjnej w Polsce w kontekście zarządzania publicznego na przykładzie wybranych miast. Nr umowy 4143/B/H03/2011/40.

1. Atrakcyjność inwestycyjna polskich miast w świetle dotychczasowych badań

Atrakcyjność inwestycyjną najczęściej rozumie się jako zdolność danego obszaru (np. województwa, regionu, miasta) do przyciągania inwestorów. Najbardziej znanym polskim rankingiem w tym zakresie, przygotowywanym nieprzerwalnie od siedmiu lat, jest ranking Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową². Niezmiennie w badaniach wyróżnia się dziewięć czynników, które przesądzają o atrakcyjności inwestycyjnej danego regionu, to jest dostępność transportowa, zasoby pracy, chłonność rynku, infrastruktura gospodarcza, infrastruktura społeczna, poziom rozwoju gospodarczego, stan środowiska, poziom bezpieczeństwa powszechnego oraz aktywność danych regionów wobec inwestorów. Ostatni czynnik, to jest aktywność administracji wobec inwestorów – jak przyznają sami autorzy raportu – jest najmniej wymierny, przez co jego analiza jest utrudniona i obejmuje jedynie fragment szerokiego spektrum działań. Aktywność ta często poddawana jest krytyce. Powszechnie zauważa się małe zainteresowanie lokalnej administracji współdziałaniem z inwestorami w przygotowaniu na danym terenie przedsięwzięć inwestycyjnych³. Inwestorzy skarżą się na bariery stwarzane przez władze lokalne przy przygotowaniu i prowadzeniu inwestycji na danym terenie i niską jakość pracy administracji lokalnej. Podkreślają, że administracja lokalna nie dba o zrównoważony rozwój miejscowości, zapobieganie degradacji cennych obszarów, przygotowanie planów zagospodarowania przestrzennego, zapewnienie nowych miejsc pracy dla mieszkańców, jakie można by uzyskać w wyniku zrealizowanych inwestycji, tworzenie lepszych warunków życia społeczności lokalnej, czy też wpływy do budżetów. Warunki do inwestowania wpływają natomiast na rozwój i pozycję konkurencyjną poszczególnych regionów i miast. Jak już wspomniano, rzadko są one badane i oceniane z punktu widzenia uwarunkowań formalno-administracyjnych, które również wpływają na atrakcyjność inwestycyjną miast w Polsce, przesądzając o ocenie aktywności danego regionu wobec inwestorów. Jeśli już pojawiają się takie badania, to procedury administracyjne realizowane w danych regionach analizowane są z punktu widzenia ich legalno-

² Atrakcyjność inwestycyjna województw oraz podregionów Polski 2011. Red. M. Nowicki. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2011.

³ Ciekawe badania w tym zakresie prowadzi od wielu lat zespół badawczy pod kierunkiem prof. W. Karaszewskiego, skupiając się jednak na wybranym typie inwestycji, to jest bezpośrednich inwestycjach zagranicznych. Zob. np. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie kujawsko-pomorskim (stan, znaczenie dla gospodarki województwa, stymulanty i destymulanty napływu). Opracowanie naukowe wykonane pod kierunkiem Włodzimierza Karaszewskiego, Toruń 2005.

ści, celowości oraz rzetelności, a nie racjonalności czy też efektywności. Należy jednak pamiętać, że kształt poszczególnych procedur administracyjnych zdeterminowany jest nie tylko obowiązującymi przepisami prawa, ale i modelem *zarządzania publicznego* przyjętym w danej gminie (mieście). Nawet jeśli pojawiają się analizy, które wiążą się z badaniem wpływu instrumentarium wykorzystywanego przez władze lokalne na poziom atrakcyjności inwestycyjnej danego regionu, to pomijają one wpływ wykorzystywanych instrumentów *zarządzania publicznego* w administracji⁴. Mimo jednolitych ram prawnych związanych m.in. z planowaniem miejscowym, wydawaniem decyzji o warunkach zabudowy czy decyzji o pozwoleniu na budowę, wstępne badania pokazują, że inwestycyjne rozwiązania instytucjonalne stosowane w różnych miastach w Polsce różnią się znacząco od siebie⁵, sprawiając, że bariery inwestycyjne w różnych miastach Polski są różnie oceniane. Zróżnicowanie to przekłada się na konkretne mierzalne efekty, takie jak np. stopień pokrycia planami miejscowymi, szybkość procedowania stosowanych pozwoleń związanych z procesem inwestycyjnym, czy też satysfakcję uczestników projektów inwestycyjno-budowlanych.

2. Bariery w realizacji projektów inwestycyjnych w Polsce

W Polsce od wielu lat podnoszony jest problem niewłaściwego udziału jednostek administracji publicznej w realizacji projektów inwestycyjnych poprzez tworzenie barier i trudności związanych z przygotowywaniem i realizacją inwestycji budowlanych. Bariery te widoczne są przede wszystkim w sferze planowania przestrzennego i podejmowania decyzji administracyjnych niezbędnych do rozpoczęcia i prowadzenia prac budowlanych oraz realizacji projektów inwestycyjnych, które mają istotne znaczenie dla rozwoju ekonomicznego, społecznego oraz przestrzennego gmin (miast). Inicjowanie przedsięwzięć budowlanych generuje miejsca pracy w fazie realizacji projektu inwestycyjnego, a później zrealizowane projekty inwestycyjne tworzą obiekty: produkcyjne, handlowe, usługowe, biurowe, mieszkaniowe itp., które odpowiednio wykorzystywane przez użytkowników docelowych, dają zatrudnienie mieszkańcom, są źródłem dochodów bu-

⁴ W. Lizińska, J. Nazarczuk: Działania władz lokalnych gmin województwa warmińsko-mazurskiego w aspekcie przyciągania inwestorów zewnętrznych. *Roczniki Naukowe*, tom X, z. 2, Stowarzyszenie Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu, 2008.

⁵ K. Kania, B. Marona: Bariery w prowadzeniu działalności land deweloperskiej na przykładzie Krakowa. W: Stan i tendencje rozwoju rynku nieruchomości. Red. H. Gawron. „Zeszyty Naukowe” nr 192, Poznań 2011.

dżetów gmin (miast), zwiększając możliwości działań prorozwojowych władz miast.

Sprawność udziału polskich jednostek administracji publicznej w realizacji projektów inwestycyjnych, polegająca na wydawaniu odpowiednich decyzji administracyjnych na każdym etapie procesu inwestycyjno-budowlanego (w tym najważniejszych: decyzji o warunkach zabudowy oraz pozwoleń na budowę), jest bardzo niska. Według najnowszych badań Banku Światowego, pod względem sprawności procedur administracyjnych związanych z inwestycjami budowlanymi (ang. *Dealing With Construction Permits Index*, będący częścią składową ogólnego *Ease of Doing Business Index*), Polska znajduje się na 161. miejscu na 185 sklasyfikowanych⁶. Tabela 1 prezentuje wyniki badania przeprowadzonego przez A. Telegę i J. Węgrzyn⁷, bazującego na danych Banku Światowego. Celem badania było wskazanie zależności między atrakcyjnością inwestycyjną danego kraju a proceduralnymi uwarunkowaniami procesu inwestycyjnego. W pierwszej kolejności określono globalny indeks atrakcyjności inwestycyjnej wybranych państw europejskich, następnie wyznaczono wskaźnik syntetyczny określający łatwość uzyskania decyzji o pozwoleniu na użytkowanie obiektu budowlanego w wybranych krajach (na podstawie liczby procedur, czasu oraz kosztu uzyskania pozwolenia na użytkowanie obiektu budowlanego), by na końcu określić zależności między atrakcyjnością inwestycyjną danego kraju a łatwością uzyskania pozwolenia na użytkowanie obiektu budowlanego. Wyniki przeprowadzonego badania wskazują na istnienie umiarkowanej dodatniej zależności pomiędzy proceduralnymi uwarunkowaniami procesu inwestycyjnego a atrakcyjnością inwestycyjną poszczególnych krajów.

⁶ Doing Business 2013. Doing business in a more transparent world. The World Bank, IFC.

⁷ A. Telega, J. Węgrzyn: Znaczenie procedur administracyjnych w kontekście instytucjonalnych uwarunkowań działalności inwestycyjnej. „Świat Nieruchomości” 2013, nr 83.

Tabela 1

Atrakcyjność inwestycyjna oraz uwarunkowania proceduralne prowadzenia działalności inwestycyjnej w wybranych krajach europejskich

Kraj	Liczba procedur	Czas (dni)	Koszt (% per capita)	Wskaźnik syntetyczny	Procedury admin. (ranga)	Globalny indeks atrakcyjności	Atrakcyjność inwestycyjna (ranga)
Austria	12	194	59,6	0,33	15	70,60	10
Belgia	12	169	56,5	0,34	11	73,13	9
Bulgaria	23	120	362,4	0,23	26	35,54	27
Chorwacja	34	311	698,4	0,11	29	40,80	23
Czechy	33	150	11,3	0,25	23	49,46	20
Dania	5	67	60,6	0,74	2	75,30	8
Estonia	13	133	16,9	0,35	10	31,80	29
Finlandia	16	66	59,7	0,52	4	66,74	12
Francja	10	184	13,5	0,34	12	82,32	3
Grecja	14	169	2,9	0,30	20	60,76	15
Hiszpania	8	182	46,0	0,40	8	75,76	7
Holandia	15	176	110,5	0,43	7	81,21	4
Irlandia	9	104	23,3	0,45	6	56,95	16
Litwa	15	142	25,2	0,32	17	36,97	26
Luksemburg	12	157	18,3	0,33	14	50,60	18
Łotwa	24	192	20,2	0,24	24	27,37	30
Niemcy	9	97	53,8	0,49	5	84,00	2
Norwegia	11	250	29,8	0,30	19	68,74	11
Polska	30	301	64,4	0,21	27	61,39	14
Portugalia	18	354	50,7	0,23	25	54,96	17
Rumunia	16	221	91,2	0,33	16	49,82	19
Słowacja	11	286	0,3	0,27	21	37,94	25
Słowenia	14	214	92,3	0,35	9	40,69	24
Szwajcaria	13	154	41,1	0,34	13	77,70	6
Szwecja	7	116	82,3	0,53	3	78,55	5
Turcja	24	189	240,6	0,12	28	48,43	21
Ukraina	30	544	1815,5	0,09	30	32,76	28
Węgry	29	144	6,5	0,26	22	45,54	22
Wielka Brytania	17	150	50,4	0,32	18	89,84	1
Włochy	11	258	134,7	0,91	1	65,07	13

Źródło: A. Telega, J. Węgrzyn: Znaczenie procedur administracyjnych w kontekście instytucjonalnych uwarunkowań działalności inwestycyjnej. „Świat Nieruchomości” 2013, nr 83.

Oprócz przepisów prawnych stwarzających nieuzasadnione bariery dla inwestorów, ważne są również inne czynniki, które mogą przesądzać o atrakcyjności inwestycyjnej danego regionu. Ważna jest m.in. jakość pracy jednostek administracji publicznej, wyrażająca się w praktycznym stosowaniu tych przepisów oraz tworzeniu przyjaznego klimatu inwestycyjnego w mieście. Właściwe funk-

cjonowanie jednostek administracji publicznej w tym zakresie oraz odpowiednie traktowanie inwestorów przez urzędników ma ogromne znaczenie dla miast w wymiarach:

1. Ekonomicznym (zwiększanie wpływów do budżetu gmin w wyniku zrealizowanych inwestycji i odpowiedniego wykorzystywania obiektów).
2. Społecznym (tworzenie miejsc pracy, zapewnienie godziwych warunków życia w mieście: mieszkaniowych, komunikacyjnych itp.).
3. Środowiskowym i przestrzennym (rozwój zrównoważony, zapobieganie degradacji cennych obszarów oraz nadmierny rozrost przestrzenny miast).

Z kolei w tabeli 2 zaprezentowano bariery w realizacji projektów inwestycyjnych w Polsce. Kluczowe z punktu widzenia celu artykułu oraz prowadzenia dalszych badań (to jest analizy instytucjonalnych uwarunkowań działalności inwestycyjnej w Polsce w kontekście stosowanych narzędzi zarządzania publicznego przez wybrane miasta) było wyselekcjonowanie tych barier, na które organy gminy mogą oddziaływać – nawet w ograniczonym stopniu – oraz te, na które urząd gminy nie ma żadnego wpływu, bądź wpływ ten jest ograniczony.

Tabela 2

Bariery realizacji projektów inwestycyjnych w polskich gminach

Bariery niezależne od gminy	Bariery zależne od gminy
– Bariery związane z systemem zachęt inwestycyjnych (np. Specjalne Strefy Ekonomiczne) – Bariery prawne – Bariery infrastrukturalne – Sądownictwo – Finansowanie – Otoczenie	– Zbyt długi czas oczekiwania na decyzję w sprawie warunków zabudowy – Zbyt długi czas oczekiwania na decyzję w sprawie pozwolenia na budowę (dotyczy miast na prawach powiatu) – Planowanie przestrzenne – Bariery w zakresie infrastruktury komunalnej – Marketing terytorialny

Wśród głównych barier realizacji projektów inwestycyjnych w Polsce inwestorzy wymieniają od wielu lat m.in. przewlekłość procedur administracyjnych związanych z uzyskiwaniem warunków zabudowy oraz pozwoleń na budowę⁸. Co prawda procedury te wynikają z konkretnych ustaw (bariery niezależne od gminy), to jednak z uwagi na przyjęte rozwiązania organizacyjne w różnych miastach procedury te mogą przebiegać mniej lub bardziej sprawnie. Jak wynika z badań Polskiego Związku Firm Deweloperskich, aż 95% decyzji o warunkach zabudowy wydawanych jest z przekroczeniem terminu określonego w kodeksie

⁸ Bariery w napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, Warszawa, grudzień 2011.

postępowania administracyjnego⁹, przy czym różnice w zakresie obsługi inwestora w tym zakresie w różnych miastach Polski są znaczące (zob. tabela 3).

Tabela 3

Wskaźnik procedowania warunków zabudowy i pozwoleń na budowę w inwestycjach mieszkaniowych w wybranych miastach Polski w latach 2008-2010*

Lp.	Miasto	Liczba punktów
1	Gdynia	0
2	Gdańsk	-2,5
3	Bydgoszcz	-80,3
4	Kielce	-110
5	Szczecin	-115
6	Wrocław	-129,5
7	Warszawa	-144
8	Łódź	-172,1
9	Poznań	-180,2
10	Kraków	-192,5

* W badaniu każde odstępstwo od stanu normalnego było punktowane ujemnie, konsekwencją czego było poruszanie się na skali poniżej zera.

Źródło: Polski Związek Firm Deweloperskich.

Należy pamiętać, że procedury związane z uzyskaniem warunków zabudowy są pochodną braku miejscowych planów zagospodarowania przestrzennego, których uchwalanie jest w gestii gmin. Jak wynika z badań Polskiej Akademii Nauk¹⁰, na koniec 2010 roku planami pokryte było 26,4% powierzchni kraju. Oznacza to wzrost w stosunku do roku 2009 o 0,9%, co stanowi znaczący spadek dynamiki przyrastającej powierzchni planów miejscowych. Jak zauważa się w końcowym raporcie z badań przeprowadzonych przez Polską Akademię Nauk, w miastach na prawach powiatu pokrycie planistyczne w poszczególnych miastach różniło się znacznie od siebie, sumarycznie wzrastając w 2010 roku do 36,4%. Jest to znacznie lepszy wskaźnik niż dla całego kraju, ale biorąc pod uwagę, że w zasadzie całe obszary tych miast (bądź większa ich część) powinny być objęte planami, wysokość tego wskaźnika należy ocenić jeszcze mniej korzystnie niż dla całego kraju. Z drugiej jednak strony, badania Instytutu Rozwoju Miast¹¹ wskazują, że brak planów miejscowych nie zawsze musi stanowić barierę inwestycyjną, a w przypadku niektórych inwestycji deweloperskich może stanowić szansę dla inwestora na

⁹ Ustawa z 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego. Dz.U. z 1960 r., nr 30, poz. 168 z późn. zm.

¹⁰ Analiza stanu i uwarunkowań prac planistycznych w gminach na koniec 2010 roku. Polska Akademia Nauk, Warszawa 2012.

¹¹ Uwarunkowania rozwoju budownictwa w przestrzeni urbanistycznej. Instytut Rozwoju Miast, Warszawa 2009.

uzyskanie zwiększonej stopy zwrotu (dzięki realizacji inwestycji w oparciu o warunki zabudowy, które zakładają większą intensywność zabudowy niż w sytuacji, kiedy plan miejscowy byłby uchwalony).

Kolejną barierą wskazywaną przez inwestorów, która może przesądzać o ocenie atrakcyjności inwestycyjnej gmin w Polsce, jest infrastruktura komunalna. Jak pokazują badania¹², zróżnicowanie w zakresie wybranych składników infrastruktury komunalnej (analizie poddano stan sieci wodociągowej, kanalizacyjnej i gazowej) w poszczególnych województwach Polski jest ciągle bardzo duże, co może przesądzać o atrakcyjności inwestycyjnej danego regionu. Ponadto należy również wymienić kolejną ważną barierę, to jest brak dużych, stosownie uzbrojonych terenów pod inwestycje, z właściwą infrastrukturą drogową, będących w ofercie samorządu terytorialnego. Jak wynika z badań przeprowadzonych w 2009 roku¹³ w gminach województwa śląskiego, brak takich terenów jest jedną z najważniejszych barier inwestycyjnych, niezależnie od rodzaju gminy oraz działalności, którą inwestor zamierza zainicjować.

Kończąc rozważania podjęte w niniejszej publikacji, trzeba przedstawić problem jakości bezpośredniej współpracy urzędu gminy z inwestorem realizującym projekt inwestycyjny. Współpraca ta powiązana jest bezpośrednio z jakością tzw. marketingu terytorialnego. Niska aktywność w realizacji zadań związanych z marketingiem terytorialnym wiąże się głównie¹⁴ ze słabą promocją gminy, nieuczestniczeniem w targach samorządowych i inwestycyjnych oraz niskim poziomem informatyzacji (podkreśla się tu niski poziom stron internetowych poszczególnych urzędów). Jak wynika z badań¹⁵ przeprowadzonych w okresie 15.09-30.10.2010 roku przez Fundację Best Place – Europejski Instytut Marketingu Miejsc, działania w zakresie stosowania wybranych narzędzi marketingu terytorialnego w miastach w Polsce również znacznie różnią się od siebie i różnie są oceniane. Badanie miało na celu ustalenie opinii respondentów na temat tego, które miasta i regiony najlepiej wykonują zadania promocyjne, w tym również działania w zakresie przyciągania i współpracy z biznesem oraz rozwoju lokalnej przedsiębiorczości. Dodatkowym celem było zdiagnozowanie barier w promowaniu jednostek samorządu terytorialnego. Do udziału w badaniu zaproszone zostały osoby kie-

¹² Gospodarka regionalna i lokalna w Polsce. Czynniki i bariery. Red. Z. Strzelecki. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.

¹³ Atrakcyjność inwestycyjna i potencjał gospodarczy gmin województwa śląskiego. Raport końcowy. Urząd Marszałkowski Województwa Śląskiego, Katowice 2009.

¹⁴ A. Noworól: Bariery rozwoju lokalnego w Polsce. „Zeszyty Naukowe. Współpraca dla rozwoju. Samorząd terytorialny jako reżyser lokalnego rozwoju. Polityka społeczna jako instrument rozwoju” 2008, nr 1.

¹⁵ TOP promocji polskich miast i regionów w opinii szefów biur promocji. Best PLACE – Europejski Instytut Marketingu Miejsc, grudzień 2010.

rujące jednostkami organizacyjnymi odpowiedzialnymi za promocję w urzędach miast i gmin powyżej 100 tys. mieszkańców oraz w urzędach marszałkowskich (łącznie 55 jednostek samorządowych). Zdecydowanym liderem w zakresie prowadzenia polityki promocyjnej celem przyciągnięcia inwestorów do miasta okazał się Poznań, doceniony m.in. za Biuro Obsługi Inwestorów i Promocji Inwestycji w Poznaniu, które dostarcza danych i informacji potrzebnych inwestorowi oraz organizuje spotkania z prezydentem miasta i przedstawicielami innych urzędów. W przypadku kluczowych projektów wyznaczany jest tzw. pilot inwestycyjny, czyli pracownik zapewniający pomoc w trakcie całego procesu przygotowania i realizacji inwestycji. Ponadto urząd zapewnia wsparcie w zakresie poszukiwania pracowników poprzez nawiązywanie kontaktów z uczelniami i biurami karier oraz bezpłatną pomoc Powiatowego Urzędu Pracy. Jak wskazują z kolei badania W. Jarczewskiego¹⁶, kluczowe z punktu widzenia atrakcyjności inwestycyjnej danego regionu są nie tylko działania podejmowane przez gminy na początku procesu inwestycyjnego realizowanego przez podmiot zewnętrzny (promocja i planowanie proinwestycyjne, przygotowanie ofert inwestycyjnych), czy też w jego trakcie (prowadzenie negocjacji, bieżąca obsługa inwestora), ale i po jego zakończeniu (obsługa poinwestycyjna). Jednocześnie cytowane badania potwierdzają, że jakość tej współpracy w polskich gminach kształtuje się na bardzo różnym poziomie. Kolejnym potwierdzeniem istnienia dużej dysproporcji w zakresie jakości obsługi inwestorów w polskich gminach są cykliczne badania realizowane pod kierunkiem H. Godlewskiej-Majkowskiej¹⁷ oraz coroczne badania Instytutu Badań nad Demokracją i Przedsiębiorstwem Prywatnym w ramach konkursu pt. „Gmina Fair Play. Certyfikowana Lokalizacja Inwestycji”.

Podsumowanie

Identyfikacja barier, które wpływają na opóźnianie lub wręcz uniemożliwianie realizacji projektów inwestycyjnych w poszczególnych miastach (gminach), jest warunkiem koniecznym do określenia niezbędnych działań, pozwalających usprawniać funkcjonowanie jednostek administracji publicznej w zakresie współpracy z inwestorami. Bariery te w dużej części tworzone są przez same gminy,

¹⁶ W. Jarczewski: *Pozyskiwanie inwestorów do gmin*. Wyd. 2. Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2012.

¹⁷ *Atrakcyjność inwestycyjna a przedsiębiorczość regionalna w Polsce*. Red. H. Godlewska-Majkowska. Studia i Analizy Instytutu Przedsiębiorstwa. Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2011.

przy czym intensywność ich występowania jest bardzo różna, sprawiając, że aktywność inwestycyjna poszczególnych miast, a co za tym idzie również ich atrakcyjność jest różnie oceniana. Badania realizowane aktualnie w Katedrze Ekonomiki Nieruchomości i Procesu Inwestycyjnego Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie zmierzają do zbudowania systemu monitoringu uwarunkowań inwestycyjnych w największych miastach Polski (Warszawa, Kraków, Poznań, Wrocław, Łódź oraz Trójmiasto), który będzie mógł być aktualizowany w kolejnych latach. Częścią systemu monitoringu będzie zbudowany na podstawie syntetycznych wskaźników ranking miast w Polsce pod kątem ich aktywności wobec inwestorów.

Literatura

- Analiza stanu i uwarunkowań prac planistycznych w gminach na koniec 2010 roku. Polska Akademia Nauk, Warszawa 2012.
- Atrakcyjność inwestycyjna a przedsiębiorczość regionalna w Polsce. Red. H. Godlewska-Majkowska. Studia i Analizy Instytutu Przedsiębiorstwa, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Warszawa 2011.
- Atrakcyjność inwestycyjna województw oraz podregionów Polski 2011. Red. M. Nowicki. Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2011.
- Bariery w napływie bezpośrednich inwestycji zagranicznych do Polski. Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, Warszawa, grudzień 2011.
- Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w województwie kujawsko-pomorskim (stan, znaczenie dla gospodarki województwa, stymulanty i destymulanty napływu). Opracowanie naukowe wykonane pod kierunkiem Włodzimierza Karaszewskiego, Toruń 2005.
- Doing Business 2012. Doing business in a more transparent world. The World Bank, IFC.
- Gospodarka regionalna i lokalna w Polsce. Czynniki i bariery. Red. Z. Strzelecki. Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2011.
- Jarczewski W.: Pozyskiwanie inwestorów do gmin. Wyd. 2. Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa 2012.
- Kania K., Marona B.: Bariery w prowadzeniu działalności land deweloperskiej na przykładzie Krakowa. W: Stan i tendencje rozwoju rynku nieruchomości. Red. H. Gawron. „Zeszyty Naukowe” nr 192, Poznań 2011.

- Lizińska W., Nazarczuk J.: Działania władz lokalnych gmin województwa warmińsko-mazurskiego w aspekcie przyciągania inwestorów zewnętrznych. *Roczniki Naukowe*, tom X, z. 2, Stowarzyszenie Ekonomistów Rolnictwa i Agrobiznesu 2008.
- Noworól A.: Bariery rozwoju lokalnego w Polsce. „Zeszyty Naukowe. Współpraca dla rozwoju. Samorząd terytorialny jako reżyser lokalnego rozwoju. Polityka społeczna jako instrument rozwoju” 2008, nr 1.
- Raport o stanie i uwarunkowaniach prac planistycznych w gminach. Departament Gospodarki Przestrzennej Ministerstwa Infrastruktury, Warszawa 2010.
- Stachowiak K.: Instytucjonalne uwarunkowania bezpośrednich inwestycji zagranicznych w Polsce. Bogucki WN, Poznań 2007.
- Szromnik A.: Marketing terytorialny. Miasto i region na rynku. Wyd. 4 poszerzone. Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
- TOP promocji polskich miast i regionów w opinii szefów biur promocji. Best PLACE – Europejski Instytut Marketingu Miejsc, grudzień 2010.
- Ustawa z 14 czerwca 1960 r. Kodeks postępowania administracyjnego. Dz.U. z 1960 r., nr 30, poz. 168 z późn. zm.

REVIEW OF LOCAL BARRIERS TO INVESTMENT IN THE CONTEXT OF INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF POLISH CITIES

Summary

The focus of this article is to analyze barriers in investment projects in Poland, but only those which depend on the district authorities (gminas). The discussion is based on literature review. This research should be treated as an introduction to further studies (qualitative and quantitative as well) in selected cities in Poland.

BUDOWNICTWO KOMUNALNE JAKO INWESTYCJE ZWIĘKSZAJĄCE EFEKTYWNOŚĆ GOSPODAROWANIA MIESZKANIOWYM ZASOBEM GMINY

Wprowadzenie

Zgodnie z ustawą z dnia 21 czerwca 2001 roku o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie kodeksu cywilnego, tworzenie warunków do zaspokajania potrzeb mieszkaniowych wspólnoty samorządowej należy do zadań własnych gminy¹. Zadaniem gminy jest zapewnianie lokali socjalnych i zamiennych, a także zaspokajanie potrzeb mieszkaniowych gospodarstw domowym o niskich dochodach. Ponadto na gminie, właściwej ze względu na miejsce położenia lokalu podlegającego opróżnieniu, na podstawie wyroku sądowego, w którym orzeczono uprawnienie do otrzymania lokalu socjalnego, ciąży obowiązek zapewnienia lokalu socjalnego. Sąd nakazuje wstrzymanie wykonania opróżnienia lokalu do czasu złożenia przez gminę oferty zawarcia umowy najmu lokalu socjalnego. Dodatkowo właścicielowi lokalu przysługuje roszczenie odszkodowawcze do gminy.

Według J. Kemeny'go wielkość sektora czynszowego zarówno publicznego, jak i prywatnego oraz udziały innych form własności w mieszkalnictwie w danym kraju zależą głównie od popytu gospodarstw domowych².

Celem opracowania jest analiza możliwych sposobów zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych osób ubogich i eksmitowanych oraz wykazanie wpływu realizacji budownictwa komunalnego na efektywność gospodarowania mieszkaniowym

¹ Dz.U. z 2001 r., nr 71, poz. 733 z późn. zm.

² J. Kemeny: From Public Housing to the Social Market. Routledge, London 1995, s. 19.

zasobem gminy. Realizacja budownictwa komunalnego zwiększa efektywność gospodarowania zasobem dzięki powiązaniu programu inwestycyjnego z programem zamian lokali i problematyką odszkodowań za brak wystarczającej liczby lokali socjalnych w zasobie. Z punktu widzenia efektywności ekonomicznej i sprawiedliwości społecznej należy jednak realizować budownictwo komunalne, a nie socjalne.

1. Możliwe sposoby zaspokajania potrzeb mieszkaniowych najuboższych i eksmitowanych

Gmina może realizować potrzeby mieszkaniowe osób o niskich dochodach oraz eksmitowanych poprzez tworzenie i posiadanie zasobu mieszkaniowego oraz/lub najmowanie lokali od innych właścicieli i podnajmowanie ich osobom spełniającym kryteria ustalone przez radę gminy.

Najefektywniejszym sposobem realizacji nagromadzonych w czasie potrzeb mieszkaniowych jest intensyfikacja działań podmiotu zarządzającego mieszkaniowym zasobem gminy w obszarze weryfikowania umów najmu zawartych na lokale komunalne i socjalne, a także wypowiedanie tychże umów najemcom, którzy mogą zaspokoić potrzeby mieszkaniowe poza zasobem gminy na podstawie uzyskanego w trakcie trwania stosunku najmu tytułu prawnego do innego lokalu i mogą go używać do własnych celów³. Dla przykładu w Katowicach średniorocznie odzyskuje się w ten sposób około 550 lokali (w latach 2004-2008 odzyskano tą metodą 2781 lokali)⁴.

Zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych najuboższych gospodarstw domowych może być realizowane poprzez remonty i zasiedlanie istniejących pustostanów oraz adaptowanie powierzchni wspólnych, to jest np.: strychów i korytarzy na lokale komunalne bądź socjalne. Są to najmniej kapitałochłonne sposoby pozyskiwania lokali na świadczenie usługi najmu, jednakże w większości gmin te sposoby w poprzednich latach zostały już w pełni wykorzystane.

Możliwy jest również najem lokali przez gminę w prywatnym zasobie. Gmina może bowiem na podstawie porozumienia z właścicielem podnajmować lokale na rzecz swoich najemców. Kosztem dla gminy będzie jedynie różnica pomiędzy czynszem płaconym na rzecz właściciela prywatnego a czynszem wnoszonym

³ Ustawa z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie kodeksu cywilnego. Dz.U. z 2001 r., nr 71, poz. 733 z późn. zm.

⁴ Strategia Mieszkalnictwa Miasta Katowice na lata 2010-2020.

przez najemców komunalnych, zgodnie z polityką czynszową danej gminy. Niestety, tego typu sposób realizacji potrzeb przez gminę nie znalazł odzwierciedlenia w dużym zainteresowaniu prywatnych inwestorów wskazaną formą najmu.

Innym sposobem, o wiele bardziej kapitałochłonnym dla gminy, jest powiększanie powierzchni mieszkalnej poprzez rozbudowę i nadbudowę budynków już istniejących. Możliwości te również w większości zostały już przez gminy wykorzystane, bądź natrafiają na ograniczenia techniczne i finansowe lub uwarunkowania miejscowych planów zagospodarowania przestrzennego.

Kolejnym sposobem zwiększenia zasobu mieszkaniowego gminy może być nabywanie przez gminę nieruchomości nadających się do zmiany sposobu użytkowania i adaptowanie ich na cele mieszkaniowe, np.: obiekty poprzemysłowe, administracyjne, hotelowe, oświatowe i inne. Skala tego zjawiska uwarunkowana jest lokalną strukturą zasobów, które jeszcze nie są optymalnie zagospodarowane. Przykładem wzorcowego projektu zrealizowanego w latach 2011-2012 była przebudowa i adaptacja budynku pokoszarowego w Elku. W wyniku inwestycji pozyskano 66 lokali, z czego 55 lokali komunalnych i 11 lokali użytkowych. Koszt pozyskania 1 m² mieszkania komunalnego wyniósł 1867 PLN, a uwzględniając środki z Funduszu Dopłat, rzeczywisty koszt dla gminy zamknął się w kwocie 1281 PLN⁵.

Gminy, które są właścicielem lub głównym udziałowcem spółki Towarzystwa Budownictwa Społecznego (TBS), mogą w oparciu o zawartą umowę o współdziałaniu w zakresie zaspokajania potrzeb mieszkaniowych współpracować w realizacjach inwestycyjnych prowadzonych przez TBS-y. Poprzez podwyższenie kapitału zakładowego spółki gmina może stworzyć sobie możliwość bezpośredniego wskazania przyszłych najemców w przedsięwzięciach, które są współfinansowane przez środki pochodzące z pomocy miasta. W tym przypadku gmina może proponować dotychczasowym najemcom zasobu mieszkaniowego miasta, którzy zainteresowani są podwyższeniem standardu zamieszkania, najem lokalu w zasobie Towarzystwa Budownictwa Społecznego w zamian za zwolnienie lokalu komunalnego, który następnie gmina może przeznaczyć na zaspokojenie potrzeb mieszkaniowych osób zakwalifikowanych na lokal komunalny lub socjalny, w tym z tytułu wyroków sądowych z prawem do lokalu socjalnego (w zależności od stanu technicznego i lokalizacji zwalnianego lokalu).

Do realizacji potrzeb mieszkaniowych najuboższych mieszkańców można również wykorzystać formułę koncesji na roboty budowlane lub usługi bądź part-

⁵ Przebudowa i adaptacja (zmiana sposobu użytkowania) budynku pokoszarowego przy ul. Dąbrowskiego i Kościuszki w Elku na budynek mieszkalny wielorodzinny. Konkurs „Samorządowy Lider Zarządzania 2012 – Usługi Techniczne”, Związek Miast Polskich.

nerstwo publiczno-prywatne. Przykładem są rozwiązania przyjęte w 2006 roku przez gminę Murowana Goślina⁶. W ramach przetargu gmina podpisała umowę na wieloletnie zarządzanie i realizację inwestycji budowlanych w komunalnym zasobie lokalowym ze spółką Lider⁷. Przedmiotem umowy są usługi zarządzania zasobem, prowadzenia prac remontowych i inwestycji w budownictwo komunalne w zamian za pobieranie przez spółkę Lider czynszów przez okres 28 lat i 11 miesięcy. Dzięki zawartej umowie partner prywatny ma obowiązek wybudować 6 budynków z 43 mieszkaniami, przeprowadzić rewitalizację wskazanych 16 budynków oraz sprawnie zarządzać zasobem. W latach 2006-2011 partner prywatny zrealizował budowę 15 mieszkań komunalnych oraz zrewitalizował 4 budynki, wydając na inwestycje 3,775 mln PLN, a gmina poniosła w tym okresie wydatki w zakresie finansowania wynagrodzenia partnerowi prywatnemu w kwocie 3,440 mln PLN⁸. Zastosowane rozwiązanie cechuje się dużą efektywnością ekonomiczną dla gminy, ale napotkało na niewielkie możliwości replikowalności przez inne samorządy na skutek braku zainteresowania ogłaszanymi przetargami ze strony prywatnych podmiotów realizacji umowy zarówno w formule partnerstwa publiczno-prywatnego, jak i w formule koncesji na roboty budowlane.

Ze względu na znaczne potrzeby mieszkaniowe wśród najuboższych w większości gmin w Polsce i brak możliwości realizacji potrzeb mieszkaniowych w oparciu o wskazane rozwiązania, istnieje konieczność pozyskiwania przez gminę nowych powierzchni w oparciu o stworzony średniookresowy program budownictwa komunalnego.

2. Wytyczne realizacji inwestycji mieszkaniowych przez gminy

Głównym problemem gospodarowania mieszkaniowym zasobem gminy jest brak wystarczającej liczby lokali socjalnych, przy rosnącej każdego roku liczbie zasądzonych eksmisji z prawem do tego typu lokalu. Skutkuje to wzrostem wartości odszkodowań wypłacanych przez gminę prywatnym właścicielom z tytułu niedostarczenia lokalu socjalnego. Stworzenie średniookresowego programu bu-

⁶ Uchwała nr XX/203/2004 Rady Miejskiej w Murowanej Goślinie z dnia 13 września 2004 r. w sprawie wieloletniej umowy obejmującej gospodarowanie komunalnym zasobem lokalowym gminy Murowana Goślina.

⁷ Umowa nr GK 18 na wieloletnie zarządzanie i realizację inwestycji budowlanych w komunalnym zasobie lokalowym.

⁸ Realizacja umowy na wieloletnie zarządzanie i realizację inwestycji budowlanych w komunalnym zasobie lokalowym. Konkurs „Samorządowy Lider Zarządzania 2012 – Usługi Techniczne”, Związek Miast Polskich.

downictwa komunalnego i jego realizacja pozwala w horyzoncie 5-10 lat na rozwiązanie nagromadzonego w czasie problemu eksmisyjnego. W latach 2006-2011 gminy wybudowały łącznie 19 804 lokale, czyli średniorocznie oddawały do użytkowania około 3300 lokali⁹. W samym 2011 roku orzeczono przez sąd 19 068 eksmisji, z czego 13 432 wyroki dotyczyły najemców zasobu mieszkaniowego gminy, a wykonano jedynie 6629 eksmisji, w tym 4047 z zasobu mieszkaniowego gminy. W tym samym roku w 2479 gminach w Polsce oddano do użytkowania jedynie 2500 lokali¹⁰. Według stanu na koniec 2011 roku w sumie gminy dysponowały w Polsce 74 731 lokalami socjalnymi¹¹.

W celu zwiększenia liczby lokali socjalnych, a tym samym przyspieszenia procesu realizacji wyroków sądowych opróżnienia lokali, na mocy ustawy z dnia 8 grudnia 2006 roku o finansowym wsparciu tworzenia lokali socjalnych, mieszkań chronionych, noclegowni i domów dla bezdomnych, gmina może aplikować o wsparcie z Funduszu Dopłat na pokrycie części kosztów przedsięwzięć polegających m.in. na tworzeniu zasobu lokali socjalnych¹². Finansowego wsparcia udziela się gminie na pokrycie części przedsięwzięcia polegającego na: budowie, w tym rozbudowie, nadbudowie budynku; remoncie lub przebudowie budynku; zmianie sposobu użytkowania budynku; kupnie lokali mieszkalnych lub budynku mieszkalnego; kupnie lokali mieszkalnych lub budynku mieszkalnego połączonego z remontem tych lokali lub budynku, w wyniku którego powstaną lokale socjalne¹³. Finansowego wsparcia udziela się również gminie na tworzenie lokali wchodzących w skład mieszkaniowego zasobu gminy, niestanowiących lokali socjalnych, pod warunkiem, że gmina powiększy zasób lokali socjalnych w zasobie o lokale w liczbie i o łącznej powierzchni użytkowej co najmniej takiej, jak w tworzonych inwestycjach. Taki zapis prawny otwiera przed gminą dwie możliwości: realizację inwestycji budownictwa socjalnego bądź budownictwa komunalnego.

Zaletami realizacji inwestycji w postaci budownictwa komunalnego są:

- możliwość realizacji programu zamian lokali w zasobie poprzez proponowanie wybranym najemcom możliwości poprawy warunków zamieszkania i zamianę dotychczasowego lokalu na lokal komunalny w nowym zasobie;
- możliwość dokonania zmiany przeznaczenia zwalnianych w dotychczasowym zasobie lokali z najmem na czas nieoznaczony na lokale socjalne (więk-

⁹ Bank Danych Lokalnych: Przemysł i budownictwo. GUS, www.stat.gov.pl, dostęp: 11.01.2013.

¹⁰ Bank Danych Lokalnych: Gospodarka mieszkaniowa. GUS, www.stat.gov.pl, dostęp: 11.01.2013.

¹¹ Ibid.

¹² Dz.U. z 2006 r., nr 251, poz. 1844 z późn. zm.

¹³ Ibid.

szość zasobu mieszkaniowego gminy ze względu na niski stan techniczny kwalifikuje się na lokale socjalne – wymóg otrzymania dofinansowania z Funduszu Doplát);

- zwiększenie jakości zasobu mieszkaniowego gminy poprzez realizację budownictwa współczesnego, energooszczędnego, dopasowanego powierzchniowo do obecnych potrzeb najemców;
- poziom czynszu w nowych lokalach komunalnych pokrywa z nadwyżką rzeczywiste koszty usług mieszkaniowych.

Ze społecznego i ekonomicznego punktu widzenia niewskazane jest realizowanie potrzeb mieszkaniowych poprzez budownictwo socjalne, gdyż:

- lokale socjalne mogą być o obniżonym standardzie, a ten nie jest możliwy do osiągnięcia poprzez nowe inwestycje;
- koszty realizacji inwestycji budownictwa komunalnego o współczesnych parametrach technicznych nie różnią się znacząco od budownictwa socjalnego; możliwe są niższe koszty realizacji inwestycji socjalnych, ale na bazie zabudowy barakowej, co z punktu widzenia jakości architektonicznej nie powinno być brane przez władze gminy pod uwagę;
- koszt pozyskania lokalu socjalnego w kontenerze może być wyższy niż mieszkania komunalnego w nowej inwestycji – dla przykładu w Poznaniu koszt pozyskania 1 m² powierzchni użytkowej w kontenerze wyniósł 2893 PLN netto, a koszt netto całej inwestycji z lokalami komunalnymi wahał się od 1748 PLN/m² do 2487 PLN/m²;
- lokale socjalne w nowych projektach miałyby wyższy standard, ale niższy czynsz niż większość istniejących lokali komunalnych w zasobie – znaczący odsetek zasobu już istniejącego jest o obniżonym standardzie i powinien być przekwalifikowany na lokale socjalne;
- w wyniku realizacji eksmisji gospodarstwo domowe otrzymywałoby nowy lokal, w wielu przypadkach o lepszym standardzie od dotychczas zajmowanego, co mogłoby wywołać „presję popytową” na eksmisje;
- ustanawiany czynsz w nowych lokalach socjalnych nie pokrywałby kosztów usług mieszkaniowych, gdyż nie mógłby być wyższy od połowy stawki najniższego czynszu obowiązującego w gminnym zasobie mieszkaniowym (wymóg ustawowy), co powodowałoby konieczność finansowania przez gminę nie tylko kosztów budowy, ale również fazy eksploatacji zasobu socjalnego.

Z przytoczonych argumentów wynika, iż optymalnym sposobem rozwiązania problemu braku wystarczającej liczby lokali socjalnych w gminie jest realizacja budownictwa komunalnego, a nie socjalnego. Rozwiązując problem ilościowy, wskazane byłoby, aby gminy spojrzały na problem efektywności gospodarowa-

nia zasobem mieszkaniowym nieco szerzej. W przypadku tworzenia programu budownictwa komunalnego należy go zintegrować z programem zamian mieszkań oraz z problemem odszkodowań. Realizując budownictwo komunalne, można rozpocząć na większą skalę zarządzanie najmem poprzez lepsze dopasowanie najemców do zajmowanego lokalu pod względem powierzchniowym, jakościowym, lokalizacyjnym.

3. Efekty zastosowania zintegrowanego modelu programu budownictwa komunalnego z programem zamiany mieszkań

Wzorcowy model zarządczy wypracował Zarząd Komunalnych Zasobów Lokalowych w Poznaniu. W 2009 roku uruchomiono Program Budownictwa Komunalnego, zakładając pozyskiwanie średniorocznie około 100 mieszkań komunalnych. Jednocześnie w tym samym roku uruchomiono Biuro Zamiany Mieszkań, które wdrożyło system zamiany mieszkań w celu racjonalnego wykorzystania mieszkaniowego zasobu miasta Poznania, a także zasiedla nowe budynki powstające w wyniku działania Programu Budownictwa Komunalnego. Zwalniane przez najemców mieszkania, po weryfikacji technicznej i lokalizacyjnej, włączane są do zasobu socjalnego i zwiększają pulę mieszkań socjalnych. Gmina wskazuje następnie lokale socjalne wierzycielom wyroków eksmisyjnych, zmniejszając tym samym kwoty wypłacanych odszkodowań z tytułu niewskazywania lokalu socjalnego. Mechanizm zamiany mieszkań komunalnych stanowi także narzędzie zapobiegania zadłużaniu się najemców zmuszonych do opłacania stawek czynszowych przekraczających ich możliwości finansowe. Oferta zamiany mieszkania komunalnego na lokal nowo wybudowany skierowana jest do tej części najemców, którzy nie mają zaległości czynszowych i zainteresowani są podwyższeniem jakości zamieszkania, przy zdolności do ponoszenia wyższych kosztów utrzymania mieszkania¹⁴.

W wyniku wdrożenia w Poznaniu zintegrowanego programu zarządczego Zbuduj – Zamień – Zaoszczędź osiągnięto w latach 2010-2012 (stan na wrzesień 2012 roku) wymierne efekty, a mianowicie:

- wybudowano 184 mieszkania komunalne;
- w wyniku dokonanych zamian odzyskano w starym zasobie 105 lokali, z czego na lokale socjalne przekształcono 85 lokali;

¹⁴ Uchwała Rady Miasta Poznania z dnia 13 października 2009 r. nr LXI/841/V/2009 w sprawie zasad wynajmowania lokali wchodzących w skład mieszkaniowego zasobu miasta Poznania.

- do Biura Zamiany Mieszkań od czerwca 2009 roku do czerwca 2012 roku zgłoszono do zamiany 1554 lokale, przeprowadzono 391 zamian lokali, dokonano przy zamianie spłaty zadłużenia na kwotę 1,64 mln zł, zagospodarowano 98 pustostanów, odzyskano 126 lokali, które przeznaczono na lokale socjalne;
- ustalono stawkę czynszu w nowym zasobie w oparciu o kartę punktową w przedziale 6,90-8,20 PLN za m²;
- zwiększono liczbę realizowanych wyroków sądowych z prawem do lokalu socjalnego z 6 eksmisji wykonanych w 2009 roku do 82 eksmisji w 2012 roku;
- zahamowano wzrost wypłat odszkodowań wierzycielom wyroków eksmisyjnych o około 3 mln PLN¹⁵.

Z przytoczonego zestawienia wynika, że realizacja budownictwa komunalnego rozwiązuje wiele obszarów problemowych gospodarowania mieszkaniowym zasobem gminy, zwiększając efektywność zarządzania. Ponadto proces inwestycyjny, pomimo kapitałochłonności, przyczynia się do zmniejszenia sumarycznych kwot wypłacanych odszkodowań wierzycielom gminy z budżetu miasta.

4. Koszty realizacji inwestycji budownictwa komunalnego

Oddzielnym zagadnieniem dotyczącym realizacji budownictwa komunalnego są koszty wybudowania 1 m² lokalu. Sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych w latach 2010-2012 była dla gmin optymalna z punktu widzenia realizacji inwestycji mieszkaniowych. Z powodu nadpodaży inwestycji deweloperskich, niewielkiego popytu efektywnego na mieszkania, malejących cen mieszkań, ograniczenia liczby nowych projektów wdrażanych przez deweloperów, gminy w przetargu uzyskiwały bardzo niską cenę na realizację inwestycji, przy jednoczesnym ogromnym zainteresowaniu przetargami ze strony deweloperów mieszkaniowych.

Paradoksalnie niekorzystna dla deweloperów sytuacja na rynku nieruchomości mieszkaniowych jest najlepszym czasem dla gmin na realizację inwestycji mieszkaniowych. W Poznaniu średni koszt wybudowania 1 m² mieszkania ko-

¹⁵ Zbuduj – Zamień – Zaoszczędź (Zmniejszenie wartości odszkodowań wypłacanych przez miasto Poznań właścicielom prywatnych kamienic poprzez program budowy i zamiany mieszkań komunalnych). Konkurs „Samorządowy Lider Zarządzania 2012 – Usługi Techniczne”, Związek Miast Polskich. Miasto Poznań za realizację tego zintegrowanego programu zostało laureatem konkursu.

munalnego w 2012 roku nie przekraczał 2000 PLN netto¹⁶ i wynosił, w zależności od inwestycji, od 1693 PLN do 1896 PLN netto¹⁷, przy średnich cenach mieszkań deweloperskich w Poznaniu na rynku pierwotnym na poziomie 6110 zł z VAT w IV kwartale 2012 roku¹⁸. Dla porównania – inwestycje zrealizowane w latach 2006-2009 generowały koszt netto wybudowanego budynku od 2685 PLN/m² do 3864 PLN/m².

Podsumowanie

Zwiększenie efektywności zarządzania mieszkaniowym zasobem gminy nie jest możliwe w miastach bez realizacji średniookresowego programu budownictwa komunalnego. Jest to w zasadzie jedyny sposób na zwiększenie liczby realizowanych wyroków eksmisyjnych, przy jednoczesnej możliwości restrukturyzacji wcześniej zawartych umów najmu na lokale w mieszkaniowym zasobie gminy. Dzięki budownictwu komunalnemu można zatem osiągnąć następujące sumaryczne efekty: zwiększenie skali zaspokojenia potrzeb mieszkaniowych poprzez zwiększenie zasobu lokali komunalnych i socjalnych, polepszenie jakości zasobów mieszkaniowych gminy, zwiększenie atrakcyjności architektonicznej ulicy, dzielnicy, pozyskanie lokali pozbawionych barier architektonicznych dla osób niepełnosprawnych, zwiększenie przychodów czynszowych, zmniejszenie kwot wypłaconych odszkodowań i przyspieszenie realizacji wyroków sądowych z prawem do lokali socjalnych, zwiększenie skali zamian lokali i osiągnięcie lepszego dopasowania najemców do powierzchni, lokalizacji, standardu lokalu, możliwość wyburzeń budynków o największym poziomie zużycia technicznego.

¹⁶ Na podstawie danych udostępnionych w lutym 2013 r. przez Zarząd Komunalnych Zasobów Lokalowych w Poznaniu.

¹⁷ Inwestycje realizowane na gruncie gminy, w oparciu o powtarzalny projekt gminy, budynek bez balkonów, bez podpiwniczenia, ale z urządzoną łazienką pod klucz, podłogami w całym lokalu, piecem kuchennym, bez kosztów dokumentacji, przygotowania i zagospodarowania terenu, infrastruktury. Koszt netto całości inwestycji wahał się od 1748 PLN/m² do 2487 PLN/m² wybudowanego lokalu komunalnego.

¹⁸ Rynek mieszkaniowy w Polsce IV kwartał 2012 r. REAS, s. 3.

Literatura

Wydawnictwa zwarte

Kemeny J.: From Public Housing to the Social Market. Routledge, London 1995.

Akty prawne

Ustawa z dnia 21 czerwca 2001 r. o ochronie praw lokatorów, mieszkaniowym zasobie gminy i o zmianie kodeksu cywilnego. Dz.U. z 2001 r., nr 71, poz. 733 z późn. zm.

Ustawa z dnia 8 grudnia 2006 r. o finansowym wsparciu tworzenia lokali socjalnych, mieszkań chronionych, noclegowni i domów dla bezdomnych. Dz.U. z 2006 r., nr 251, poz. 1844 z późn. zm.

Uchwała nr XX/203/2004 Rady Miejskiej w Murowanej Goślinie z dnia 13 września 2004 r. w sprawie wieloletniej umowy obejmującej gospodarowanie komunalnym zasobem lokalowym gminy Murowana Goślina.

Uchwała Rady Miasta Poznania z dnia 13 października 2009 r. nr LXI/841/V/2009 w sprawie zasad wynajmowania lokali wchodzących w skład mieszkaniowego zasobu miasta Poznania.

Strony internetowe

Bank Danych Lokalnych, Główny Urząd Statystyczny, www.stat.gov.pl.

Inne

Przebudowa i adaptacja (zmiana sposobu użytkowania) budynku pokoszarowego przy ul. Dąbrowskiego i Kościuszki w Ełku na budynek mieszkalny wielorodzinny. Konkurs „Samorządowy Lider Zarządzania 2012 – Usługi Techniczne”, Związek Miast Polskich.

Realizacja umowy na wieloletnie zarządzanie i realizację inwestycji budowlanych komunalnym zasobie lokalowym. Konkurs „Samorządowy Lider Zarządzania 2012 – Usługi Techniczne”, Związek Miast Polskich.

Rynek mieszkaniowy w Polsce, IV kwartał 2012 r. REAS.

Strategia Mieszkalnictwa Miasta Katowice na lata 2010-2020.

Zbuduj – Zamień – Zaoszczędź (Zmniejszenie wartości odszkodowań wypłacanych przez miasto Poznań właścicielom prywatnych kamienic poprzez program budowy i zamiany mieszkań komunalnych). Konkurs „Samorządowy Lider Zarządzania 2012 – Usługi Techniczne”, Związek Miast Polskich.

MUNICIPAL BUILDING AS INVESTMENTS INCREASING THE EFFECTIVENESS OF THE MANAGEMENT OF THE COMMUNE HOUSING STOCK

Summary

One of the basic human needs is shelter. The goal of this paper is to analyze the possible ways to meet the housing needs of the poor and evicted. The article pointed out a model strategic objectives and directions of activities that municipalities use to achieve the objective of meeting the housing needs model. From the point of view of economic efficiency and social justice should be pursued municipal building rather than social. Municipal construction increases the efficiency of housing stock management

Jan Konowalczuk,

Tomasz Ramian

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

POTRZEBY INFORMACYJNE INWESTORÓW W PROCESIE PODEJMOWANIA DECYZJI INWESTYCYJNYCH NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI – PROPOZYCJA SYSTEMATYKI DANYCH

Wprowadzenie

W gospodarce rynkowej uznaje się, że podejmowanie decyzji inwestycyjnych powinno odbywać się racjonalnie i w sposób zobiektywizowany, co nabiera szczególnego znaczenia przy inwestycjach rzeczowych o dużej wartości. Oznacza to, że decyzja o realizacji, rezygnacja lub odłożenie inwestycji w czasie ma się opierać na wiarygodnie określonych kryteriach. Świadome i do pewnego stopnia sformalizowane podejmowanie decyzji inwestycyjnych cechuje profesjonalnych inwestorów, takich jak duże przedsiębiorstwa czy fundusze inwestycyjne.

Rozważania podjęte w niniejszym artykule dotyczą przede wszystkim inwestycji bezpośrednich, związanych z nabywaniem różnorodnych praw do nieruchomości lub uzyskiwaniem kontroli nad nieruchomością poprzez nabycie spółki – właściciela nieruchomości.

Celem artykułu jest sformułowanie propozycji usystematyzowania informacji i danych wykorzystywanych w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości.

Artykuł jest w części wynikiem badań statutowych przeprowadzonych w Katedrze Inwestycji i Nieruchomości Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, dotyczących barier informacyjnych rozwoju rynku nieruchomości¹.

¹ Bariery informacyjne rozwoju rynku nieruchomości. Polska na tle wybranych krajów. III ETAP BADAŃ (badania statutowe). Kierownik projektu: T. Ramian, zespół: H. Henzel, J. Konowalczuk, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska, T. Bolek, A. Maszczyk. Maszynopis niepublikowany, Katowice 2012.

1. Informacje i dane w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości z uwzględnieniem kryteriów optymalnego sposobu użytkowania

Dla celów prowadzonych badań przyjęto następującą, szeroką definicję potrzeb informacyjnych inwestorów na rynku nieruchomości, w świetle której „są to informacje i dane niezbędne do podjęcia rozważnej i przemyślanej decyzji inwestycyjnej”.

Problem dotyczy zakresu informacji i danych o nieruchomości i jej otoczeniu potrzebnych do dokonywania obiektywnego wyboru najkorzystniejszego sposobu użytkowania danej nieruchomości². Potrzeby informacyjne mogą być uświadomione lub nie, ponieważ duża część uczestników rynku nieruchomości nie ma wiedzy pozwalającej na dogłębną znajomość i rozumienie mechanizmów rynkowych.

Zgodnie z założonym celem, przeprowadzone w dalszej części rozważania odnoszą się w głównej mierze do nieruchomości inwestycyjnych, chociaż wiele elementów analizy ma charakter uniwersalny i może być zastosowanych do każdego rodzaju nieruchomości.

Dla podjęcia decyzji inwestycyjnej dotyczącej rzeczowej inwestycji w nieruchomość komercyjną podstawowe znaczenie ma ustalenie wysokości dochodów (różnych kategorii) wraz z oceną ryzyka ich uzyskiwania oraz wartości nieruchomości w momencie nabywania i wychodzenia z inwestycji. Założenia przyjmowane do rachunku inwestycyjnego muszą wynikać z pogłębionej analizy czynników determinujących dochody (stawki czynszowe, wydatki operacyjne, pustostany itd.) dla nieruchomości podobnych z uwzględnieniem wyników analizy popytu i podaży (w tym nieruchomości konkurencyjnych). To samo dotyczy cen i czynników wpływających na ceny nieruchomości oraz ryzyko rozpatrywanych wariantów.

W tym kontekście można przyjąć następujące założenia co do postulowanego sposobu uporządkowania informacji i danych gromadzonych, przetwarzanych i wykorzystywanych w procesie decyzyjnym:

² Na gruncie teorii występują różnice pomiędzy abstrakcyjnymi pojęciami dane i informacje. Dane to nieobrobione (surowe) liczby i fakty odzwierciedlające jakiś jeden aspekt rzeczywistości. Informacja natomiast to dane przetworzone w sposób mający jakieś znaczenie. Jednak w praktyce są one stosowane zamiennie i z perspektywy profesjonalnego inwestora (i niniejszej publikacji) ich rozróżnianie nie ma istotnego znaczenia.

1. Analiza przedinwestycyjna będzie się odnosiła do czynników wpływających na dochód/ceny/ryzyko w rozbiciu na obszary wskazane w punkcie 2. Analizowane będą czynniki fizyczne, techniczne, prawne, ekonomiczne i inne.
2. Potrzebne jest wyraźne rozdzielenie obszarów analizy na nieruchomość, jej sąsiedztwo – najbliższe otoczenie, lokalny rynek nieruchomości, otoczenie dalsze – np. województwo i cała gospodarka. Pomimo wyraźnego rozdzielenia nieruchomości i jej otoczenia, uwzględnia się w przedstawionej propozycji także pogłębioną analizę nieruchomości jako element przedinwestycyjnego *due diligence*.
3. Ważne jest dynamiczne rozpatrywanie parametrów analizy – to znaczy ujmowanie danych aktualnych, przedstawianie trendów i prognoz parametrów rynkowych, ale także analiza danych historycznych.
4. Uwzględnienie podstawowych kryteriów optymalnego sposobu użytkowania nieruchomości, a więc weryfikacja inwestycji nieruchomościowej pod kątem zgodności z prawem, wykonalności technicznej i opłacalności finansowej³.

Koncepcja najkorzystniejszego (optymalnego) sposobu użytkowania nieruchomości jest jednym z fundamentów wyceny nieruchomości, będąc częścią szerszej definicji i interpretacji wartości rynkowej. Jest to przede wszystkim podstawowa zasada ekonomiczna dotycząca najefektywniejszego wykorzystania dobra rzadkiego, jakim są nieruchomości. Musi być to sposób technicznie możliwy, zgodny z prawem, mający uzasadnienie rynkowe (popyt), wykonalny finansowo (generujący odpowiednio wysokie dochody lub dający wystarczająco wysoki wzrost ceny) i w rezultacie dający maksymalną produktywność (wartość)⁴. W obszarze wyceny nieruchomości koncepcja OSU odnosi się przede wszystkim do definicji wartości rynkowej, ale jest również akceptowana przy określaniu wartości godziwej⁵. Wskazuje się też, że analiza optymalnego sposobu użytkowania jest ważnym elementem analizy i oceny wariantów rozwoju nieruchomości inwestycyjnych przy wyborze strategii zarządzania wartością nieruchomości⁶.

³ Koncepcja *the highest and best use* opisywana w literaturze z zakresu wyceny nieruchomości i standardach zawodowych, np. The Appraisal of Real Estate. Thirteenth Edition. Appraisal Institute, Chicago 2008; Wycena nieruchomości. Wydanie polskie. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczników Majątkowych, Warszawa 2000; T. Ramian: Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w wycenie nieruchomości. W: Zarządzanie finansami. Red. dr hab. prof. Uniwersytetu Szczecińskiego D. Zarzecki. Szczecin 2009.

⁴ Precyzyjniej najwyższą wartość pozostałościową gruntu.

⁵ E. Kucharska-Stasiak: Najkorzystniejszy sposób użytkowania jako warunek obiektywizacji rynku. W: Inwestycje i nieruchomości. Wyzwania XXI wieku. Red. A. Nalepka. Wydawnictwo UE, Kraków 2011, s. 250.

⁶ K. Śmietana: Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w zarządzaniu wartością nieruchomości inwestycyjnych. W: Inwestycje i nieruchomości..., op. cit., s. 250.

Optymalny sposób użytkowania pozwala na powiązanie fizycznych, prawnych, technicznych i lokalizacyjnych cech nieruchomości z popytem rynkowym i opłacalnością finansową. Nieruchomość przy stałości w miejscu (nieprzenaszalności) charakteryzuje względna mobilność w zakresie możliwych sposobów zagospodarowania. Cecha ta powoduje, że na różne sposoby użytkowania będzie inny popyt, inne grupy użytkowników i różne ceny⁷. Identyfikacja i analiza cech rynkowych nieruchomości, zwana analizą produktywności, pozwala na zdefiniowanie rynku właściwego dla tej nieruchomości. Analiza stanu pozwala na zbadanie atrybutów nieruchomości przesądzających o jej atrakcyjności rynkowej w zakresie specyficznych usług, które świadczy i potrzeb, które zaspokaja⁸.

W tabeli 1 zaprezentowano zakres systematycznego analizowania danych dotyczących nieruchomości i rynku, w którym funkcjonuje. Poza testami optymalnego sposobu użytkowania dodatkowo uwzględniono uzasadnienie rynkowe dla analizowanego wariantu. Symbolami x zaznaczono te obszary, które są najbardziej istotne dla czterech wskazanych kryteriów. Zaprezentowana tablica jest dwuwymiarowa, ale faktycznie trzeba byłoby uwzględnić jeszcze trzeci wymiar odnoszący się do czasu, którego dane dotyczą, z podziałem na dane historyczne, aktualne i prognostyczne.

Tabela 1

Postulowana struktura informacji i danych o nieruchomości i rynku nieruchomości

Zakres analizy/ parametr	Nieruchomość	Najbliższe sąsiedztwo – otoczenie	Rynek lokalny: konkurencja i popyt	Otoczenie dalsze – województwo	Gospodarka kraju
Techniczna (fizyczna) wykonalność inwestycji	x	x			
Zgodność z prawem	x	x	x	x	x
Uzasadnienie rynkowe		x	x		
Wykonalność finansowa	x	x	x	x	x
Pozanieruchomościowe aspekty <i>due diligence</i>					

W kompleksowej analizie przedinwestycyjnej (*due diligence*) inwestorzy biorą także pod uwagę elementy wykraczające poza nieruchomość i rynek nieruchomości, np. dotychczasowe doświadczenia z deweloperem, optymalizację podatkową, efekty synergiczne.

⁷ J. Konowalczuk, T. Ramian: Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w badaniach rynku nieruchomości. W: Inwestycje i nieruchomości..., op. cit., s. 257.

⁸ S.F. Fanning: Market Analysis for Real Estate. Concepts and Applications in Valuation and Highest and Best Use. Appraisal Institute, Chicago 2005.

2. Analiza potrzeb informacyjnych inwestorów na rynku nieruchomości

Pod koniec 2011 roku, w ramach szerszych badań w Katedrze Inwestycji i Nieruchomości Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach⁹, przeprowadzone zostały badania ankietowe profesjonalistów działających na rynku nieruchomości z podziałem na pośredników, zarządców, deweloperów i rzeczoznawców majątkowych. Miały one na celu identyfikację i ocenę parametrów opisujących nieruchomość i rynek nieruchomości, które są ważne i wykorzystywane przy wykonywaniu wycen i analiz rynkowych¹⁰. Wybrane parametry rynkowe zostały zweryfikowane i ocenione co do ich znaczenia, źródeł pozyskiwania tych danych, dostępności i kosztu pozyskania informacji oraz oceny aktualności i wiarygodności informacji. Badania te nie były jednak kierowane bezpośrednio do inwestorów, tylko do wspomnianych profesjonalistów obsługujących rynek nieruchomości, z których usług często korzystają inwestorzy.

Dla potrzeb zidentyfikowania parametrów analizy branych pod uwagę przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości przeanalizowano badania dotyczące czynników uwzględnianych w analizach *due diligence* wykonywanych przez inwestorów instytucjonalnych (funduszy) w USA¹¹. Na tej podstawie wyszczególniono kilkadziesiąt parametrów z podziałem na kategorie: charakterystyki nieruchomości, ekonomiczne, finansowe, rynkowe, prawne, inwestycyjne i związane z uczestnikami projektu (deweloperem, sprzedającym, pożyczkobiorcą). Należy nadmienić, że wskazane czynniki mają charakter dynamiczny, wraz z rozwojem rynku dochodzą nowe kategorie, a także waga (znaczenie) poszczególnych czynników zmienia się z czasem. W tabeli 2 zaprezentowano czynniki uwzględniane przez inwestorów instytucjonalnych w analizach *due diligence* dotyczących inwestycji rzeczowych na rynku nieruchomości.

⁹ Bariery informacyjne rozwoju rynku nieruchomości. Polska na tle wybranych krajów. II ETAP BADAŃ (badania statutowe). Kierownik projektu: H. Henzel, zespół: J. Konowalczyk, T. Ramian, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska, T. Bolek, A. Maszczyk. Maszynopis niepublikowany, Katowice 2011.

¹⁰ J. Konowalczyk, T. Ramian: Potrzeby i bariery informacyjne rynku nieruchomości z perspektywy wyceny nieruchomości w Polsce. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Scientific Council of the „Journal of the Polish Real Estate Scientific Society”, vol. 20, nr 2. Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Olsztyn 2012.

¹¹ S. Roulac: Institutional Real Estate Investing Processes, Due Diligence Practices and Market Conditions. „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2000, Vol. 6, No. 4.

Tabela 2

Czynniki uwzględniane w analizie *due diligence* inwestorów instytucjonalnych

Kategoria	Czynnik
1	2
Charakterystyka nieruchomości	Lokalizacja
	Jakość najemców
	Wizja lokalna w nieruchomości
	Stan budynku
	Jakość budowli
	Pozycja konkurencyjna nieruchomości na rynku
	Dostępność komunikacyjna i bliskość głównych dróg
	Możliwości rozbudowy (rozwoju) nieruchomości
	Architektura obiektu
Ocena dewelopera	Wcześniejsze doświadczenia z deweloperem/pożyczkobiorcą
	Audyt sprawozdań finansowych dewelopera/pożyczkobiorcy
	Ocena zdolności wytwórczych
	Status zobowiązań finansowych związanych z projektem
	Ocena rynkowych wyników innych projektów dewelopera
Ekonomiczne	Popyt uzasadniony siłą lokalnej gospodarki
	Dostępność kapitału
	Stan i perspektywy warunków gospodarczych
	Polityka i regulacje podatkowe
	Krajowy rynek nieruchomości
	Inflacja
Finansowe	Aktualny poziom wypełnienia (zajęcia)
	Finansowe aspekty jakości najemców
	Spodziewane (planowane) przyszłe dochody
	Wskaźnik pokrycia długu DCR
	Koszty przed wynajęciem nieruchomości
	Finansowe warunki najmu
	Wskaźnik LTV
	Historyczne wyniki finansowe danej nieruchomości
	Stopa kapitalizacji
	Udogodnienia i wymagania najemców
	ROE
	Kary i warunki rozwiązania umów najmu
	Analiza wrażliwości
	Cena w przeliczeniu na m ² p.u.
	BeP (próg rentowności)
	Potencjał wzrostu wartości
	Wymagana stopa zwrotu IRR
	Przewidywany okres inwestycji
	Szacowana wartość przyszła (rezydualna)
	Koszt odtworzenia
	Wielkość inwestycji

cd. tabeli 2

1	2
Inwestycyjne	Przekonanie co do jakości danej inwestycji
	Jakość i kompleksowość informacji dostarczonych przez interesariuszy(dewelopera/pożyczkodawcę/sprzedawcę)
	Typ inwestycji
	Wiedza rynkowa
	Reputacja interesariuszy(dewelopera/pożyczkodawcy/sprzedawcy)
	Wcześniejsze doświadczenia na tym rynku
	Rodzaj nieruchomości
	Wcześniejsze doświadczenia z deweloperem/pożyczkobiorcą
Prawne	Raporty środowiskowe
	Analiza tytułu prawnego do nieruchomości
	Dokumenty kredytowe
	Raporty dotyczące gleby
	Pozwolenia na budowę i użytkowanie
	Dokumentacja budowlana
Rynkowe	Czynsze dla nieruchomości podobnych (porównawczych)
	Poziom pustostanów – dane aktualne i trend w danym segmencie rynku
	Stawki czynszu – dane aktualne i trend na rynku
	Warunki umów najmu i concessions dla nieruchomości konkurencyjnych
	Poziom pustostanów – dane aktualne i trend na rynku
	Znajomość (doświadczenie) na danym rynku
	Stawki czynszu – dane aktualne i trend w danym segmencie rynku
	Ceny transakcyjne dla nieruchomości podobnych
	Nowe nieruchomości konkurencyjne
	Nowe budownictwo – trendy rynkowe
	Ograniczenia dla powstawania nowych obiektów
	Ograniczona dostępność gruntów
	Ekspansja rynkowa spółki i decyzje o zmianach lokalizacji

Źródło: S. Roulac: Institutional Real Estate Investing Processes, Due Diligence Practices and Market Conditions. „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2000, Vol. 6, No. 4, s. 402-404.

W celu szczegółowego zaprezentowania potrzeb informacyjnych inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku nieruchomości wykorzystano dane zawarte w dwóch poprzednich tabelach, rezygnując z mało istotnych w tym przypadku kategorii czynników związanych z deweloperem i czynników inwestycyjnych. W ten sposób powstał przykładowy format analizowania danych uwzględniający zakres przestrzenny i kryteria optymalnego sposobu użytkowania nieruchomości (tabela 3).

Tabela 3

Potrzeby informacyjne inwestorów

Zakres Analizy/ parametr	Nieruchomość	Najbliższe sąsiedztwo – otoczenie	Rynek lokalny: konkurencja i popyt	Otoczenie dalsze – woje- wództwo	Gospodarka kraju
1	2	3	4	5	6
Technicz- na (fizycz- na) wyko- nalność inwestycji	– Lokalizacja – Stan budynku – Jakość budowli – Architektura – Możliwość rozbu- dowy – Jakość najemców – Dostępność komu- nikacyjna – Zużycie technicz- ne i funkcjonalne	– Dostępność komu- nikacyjna i bliskość głównych tras komu- nikacyj- nych	– Pozycja kon- kurencyjna nieruchomości na rynku – Zużycie techniczne i funkcjonalne nieruchomości konkurencyj- nych		
Zgodność z prawem	– Raporty środowi- skowe – Analiza tytułu prawnego do nieruchomości – Raporty dotyczące gleby – Pozwolenia na budowę i użytko- wanie – Dokumentacja budowlana	– Raporty środowi- skowe	– Dokumenty kredytowe	– Regulacje prawne wydawane na szczeblu wojewódz- kim	– Regulacje prawne wyda- wane na szcze- blu krajowym

cd. tabeli 3

1	2	3	4	5	6
Wykonalność finansowa	– Aktualny poziom wypełnienia (zajęcia powierzchni) – Finansowe aspekty jakości najemców – Spodziewane (planowane) przyszłe dochody – Wskaźnik pokrycia długu DCR – Koszty przed wynajęciem nieruchomości – Finansowe warunki najmu – Wskaźnik LTV – Historyczne wyniki finansowe danej nieruchomości – Stopa kapitalizacji – Udogodnienia i wymagania najemców – ROE – Kary i warunki rozwiązania umów najmu – Analiza wrażliwości – Cena w przeliczeniu na m² p.u. – BeP (próg rentowności) – Potencjał wzrostu wartości – Wymagana stopa zwrotu IRR – Przewidywany okres inwestycji – Szacowana wartość przyszła (rezydualna) – Koszt odtworzenia – Wielkość inwestycji		– Czynsze dla nieruchomości podobnych (porównawczych) – Poziom pustostanów – dane aktualne i trend w danym segmencie rynku – Warunki umów najmu dla nieruchomości konkurencyjnych – Stawki czynszu – dane aktualne i trend w danym segmencie rynku – Ceny transakcyjne dla nieruchomości podobnych – Nowe nieruchomości konkurencyjne – Nowe budownictwo – trendy rynkowe – Ograniczenia dla powstawania nowych obiektów – Ograniczona dostępność gruntów – Ekspansja rynkowa spółki i decyzje o zmianach lokalizacji	– Stawki czynszu – dane aktualne i trend na rynku – Poziom pustostanów – dane aktualne i trend na rynku	– Stawki czynszu – dane aktualne i trend na rynku – Poziom pustostanów – dane aktualne i trend na rynku

Z analizy stanu prawnego nieruchomości wynikają główne wnioski w zakresie możliwości (i ograniczeń) użytkowania nieruchomości w stanie aktualnym i przy planowanym rozwoju, a także, jaki jest okres użytkowania nieruchomości

(ograniczony, nieograniczony) i czy występują lub wystąpią wydatki związane z kwestiami prawnymi (np. rozwiązanie umów najmu). W analizie opłacalności wynika z tego zakładany okres ekonomicznego użytkowania nieruchomości w stanie aktualnym i możliwości zmian sposobu użytkowania. Analiza stanu techniczno-użytkowego i sąsiedztwa nieruchomości pozwala na określenie wszystkich rodzajów zużycia nieruchomości – technicznego, funkcjonalnego i ekonomicznego (strategicznego), co z jednej strony wpływa na poziom przewidywanych stawek czynszowych, a z drugiej na wydatki związane z ewentualnym przeciwdziałaniem (koszty remontów i podobne). Analiza finansowych parametrów nieruchomości jest podstawą do sporządzenia projekcji finansowej, oszacowania wartości i wskaźników opłacalności inwestycji.

Zmiany otoczenia dotyczą zarówno lokalizacji – zmiany w najbliższym sąsiedztwie i dalszej odległości, jak i otoczenia ekonomicznego zarówno rynku lokalnego, jak i całej gospodarki. Mogą one wpływać pozytywnie lub negatywnie na wartość nieruchomości. W przypadku zmian negatywnych występuje spadek wartości nieruchomości spowodowany zużyciem zewnętrznym i funkcjonalnym. Negatywne skutki fizycznej stałości nieruchomości mogą być osłabiane przez względną „mobilność” sposobów użytkowania, przy czym możliwości te są tym mniejsze, im bardziej specjalistyczna jest dana funkcja.

Podsumowanie

Rynek nieruchomości jest opisywany dużą liczbą parametrów technicznych, ekonomicznych, prawnych i finansowych, które w różnorodny sposób są kategoryzowane. Kwestia ta dotyczy zarówno sfery badań naukowych, jak i analiz praktycznych wykonywanych przez profesjonalistów.

Trudno wskazać jeden najlepszy sposób porządkowania danych rynkowych, natomiast przedstawiona propozycja systematyzowania danych w ujęciu trzech wymiarów jest kompleksowa i elastyczna. Zaprezentowany układ gromadzenia i analizowania danych może być modyfikowany poprzez dodatkowe uszczegółowienia lub zagregowany w zakresie obszaru analizy i kategorii danych. Może także odnosić się do grup nieruchomości (zespołów).

Literatura

- Appraising Residential Properties. Appraisal Institute, Chicago 2007.
- Bariery informacyjne rozwoju rynku nieruchomości. Polska na tle wybranych krajów. III ETAP BADAŃ (badania statutowe). Kierownik projektu: T. Ramian, zespół: H. Henzel, J. Konowalczyk, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska, T. Bolek, A. Maszczyk. Maszynopis niepublikowany, Katowice 2012.
- Bariery informacyjne rozwoju rynku nieruchomości. Polska na tle wybranych krajów. II ETAP BADAŃ (badania statutowe). Kierownik projektu: H. Henzel, zespół: J. Konowalczyk, T. Ramian, K. Śmietana, M. Wilczek, E. Zagórska, T. Bolek, A. Maszczyk. Maszynopis niepublikowany, Katowice 2011.
- Fanning S.F.: Market Analysis for Real Estate. Concepts and Applications in Valuation and Highest and Best Use. Appraisal Institute, Chicago 2005.
- International Valuation Standards 2005, 2007. IVSC, London.
- Konowalczyk J., Ramian T.: Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w badaniach rynku nieruchomości. W: Inwestycje i nieruchomości. Wyzwania XXI wieku. Red. A. Nalepka. Wydawnictwo UE, Kraków 2011.
- Konowalczyk J., Ramian T.: Potrzeby i bariery informacyjne rynku nieruchomości z perspektywy wyceny nieruchomości w Polsce. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości, Scientific Council of the „Journal of the Polish Real Estate Scientific Society”, vol. 20, nr 2. Towarzystwo Naukowe Nieruchomości, Olsztyn 2012.
- Kucharska-Stasiak E.: Najkorzystniejszy sposób użytkowania jako warunek obiektywizacji rynku. W: Inwestycje i nieruchomości. Wyzwania XXI wieku. Red. A. Nalepka. Wydawnictwo UE, Kraków 2011.
- Powszechne Krajowe Zasady Wyceny 2008 (PKZW 2008). Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa, www.pfva.com.pl, Standard KSWP 1 „Wartość rynkowa i wartość odtworzeniowa”.
- Ramian T.: Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w wycenie nieruchomości. W: Zarządzanie finansami. Red. dr hab. prof. Uniwersytetu Szczecińskiego D. Zarzecki. Szczecin 2009.
- Roulac S.: Institutional Real Estate Investing Processes, Due Diligence Practices and Market Conditions. „Journal of Real Estate Portfolio Management” 2000, Vol. 6, No. 4.
- Śmietana K.: Koncepcja optymalnego sposobu użytkowania w zarządzaniu wartością nieruchomości inwestycyjnych. W: Inwestycje i nieruchomości. Wyzwania XXI wieku. Red. A. Nalepka. Wydawnictwo UE, Kraków 2011.
- The Appraisal of Real Estate. Appraisal Institute, Chicago 2008.

Wycena nieruchomości. Wydanie polskie. Polska Federacja Stowarzyszeń Rzeczoznawców Majątkowych, Warszawa 2000.

INVESTORS' INFORMATION NEEDS IN DECISION-MAKING PROCESS ON REAL ESTATE MARKET – THE PROPOSAL OF DATA SYSTEMATIZATION

Summary

Rational and objective investment decision making in real estate market must be based on credible defined criteria, which require the use of different data and information.

The article contains the author's proposal how to systematize the information and data used in the real estate investment decision making process. The data are systematized in a three-dimensional arrangement taking into account the spatial extent of the analysis (area), four criteria of the highest and best use of property and time (current, historical and projected data).

The article is a part of the statutory research carried out at the Department of Investment and Real Estate at the University of Economics in Katowice, concerning information barriers of real estate market development.

NABYWANIE NIERUCHOMOŚCI W POLSCE PRZEZ CUDZOZIEMCÓW W LATACH 2007-2011

Wprowadzenie

Zauważalny wzrost obecności obcokrajowców w naszym otoczeniu może wiązać się w bliższej lub dalszej przyszłości z chęcią nabycia przez nich nieruchomości w Polsce. Celem artykułu jest analiza zmian w poziomie nabywania nieruchomości przez cudzoziemców na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w latach 2007-2011 oraz próba określenia przyczyn zachodzących trendów. Wykorzystano w tym celu dane publikowane w corocznych sprawozdaniach ministra spraw wewnętrznych z realizacji ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców. Ustawa o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców jest aktem prawnym o typowo reglamentacyjnym charakterze, mającym na celu ochronę przed możliwością niekontrolowanego wykupu, głównie ziemi, przez obcokrajowców¹. Ma ona tym samym istotne znaczenie gospodarcze. Z jednej strony bowiem wprowadzane są liberalne przepisy w zakresie możliwości inwestowania w Polsce przez zagraniczne podmioty gospodarcze, natomiast z drugiej strony ustawa zawiera określone ograniczenia w zakresie nabywania nieruchomości (w tym gruntów), które w wielu przypadkach mogą stanowić podstawę działalności gospodarczej.

Zasadniczy cel artykułu wymusza jedynie skrótowe potraktowanie takich zagadnień, jak zakres podmiotowy ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców, czyli zagadnienia statusu cudzoziemca funkcjonujące w obowiązującym stanie prawnym, pojęcie własności i użytkowania wieczystego nieruchomości, zdarzenia i czynności cywilnoprawnych powodujących nabycie nieruchomości przez cudzoziemców, nabywanie udziałów lub akcji spółek handlowych

¹ Ustawa z dnia 24 marca 1920 r. o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców. Dz.U. z 2004 r., nr 167, poz. 1758 z późn. zm.; Ustawa z dnia 13 czerwca 2003 r. o cudzoziemcach. Dz.U. z 2011 r., nr 264, poz. 1573 z późn. zm., art. 2.

będących właścicielami bądź użytkownikami wieczystymi nieruchomości na terytorium Polski oraz przywileje, jakie płyną z uregulowań ustawowych dla pewnych grup cudzoziemców². Zaledwie zasygnalizowane zostaną funkcje oraz istota zezwolenia lub promesy na nabycie nieruchomości jako decyzji administracyjnej, a także warunki, jakie musi spełniać wniosek o udzielenie zezwolenia na nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców.

W ustawie o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców nie zdefiniowano pojęcia nieruchomości, dlatego rozumiana ona będzie zgodnie z ogólnie obowiązującymi przepisami prawa³.

1. Status cudzoziemca w świetle ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców

Treść pojęcia „cudzoziemiec” nie jest jednakowa; również poszczególne akty prawne posługują się odmiennymi terminami: cudzoziemiec, nierezydent czy podmiot zagraniczny. Wynika to z faktu, że cudzoziemskość danego podmiotu jest oceniana na podstawie różnych kryteriów. Jednak najczęściej ustawodawca, definiując pojęcie cudzoziemca, odwołuje się do kryterium obywatelstwa⁴. Zgodnie z ustawą o cudzoziemcach⁵, cudzoziemcem jest każdy, kto nie posiada obywatelstwa polskiego. Ustawa ta reguluje sytuację prawną cudzoziemców w Polsce w sposób szeroki i pełny, a co za tym idzie, należałoby definicję cudzoziemca ujętą w tej ustawie traktować jako definicję podstawową, mającą uniwersalny charakter⁶. Definicja ta nie znajduje jednakże zastosowania do określenia zagranicznej osoby prawnej, bowiem reguluje ona jedynie zagadnienia dotyczące osób fizycznych. Za osobę prawną będącą cudzoziemcem należy uznać podmiot posiadający siedzibę za granicą.

² J. Kawecka-Pysz: *Nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców*. Kraków 2004, s. 42; F. Harwich: *Nabywanie nieruchomości w Polsce przez cudzoziemców*. Bydgoszcz 2010, s. 30.

³ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93 z późn. zm.; Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali. Dz.U. z 2000 r., nr 80, poz. 903 z późn. zm., art. 2, art. 46; *Nieruchomości w Polsce: pośrednictwo i zarządzanie*. Red. W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurek, B. Rogatko. Warszawa-Kraków 2007, s. 48; R. Niemczyk: *Gospodarka i obrót nieruchomościami*. Warszawa 2009, s. 14; E. Kucharska-Stasiak: *Nieruchomość w gospodarce rynkowej*. Warszawa 2006, s. 15; S. Rudnicki: *Własność nieruchomości*. Warszawa 2007, s. 76.

⁴ J. Kawecka-Pysz: *Op. cit.*, s. 42.

⁵ Ustawa z dnia 13 czerwca 2003 r. o cudzoziemcach. Dz.U. z 2011 r., nr 264, poz. 1573 z późn. zm., art. 2.

⁶ J. Kawecka-Pysz: *Op. cit.*, s. 45.

Zgodnie z ostatnią nowelizacją ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców, cudzoziemcem jest⁷:

- osoba fizyczna, która nie posiada obywatelstwa polskiego,
- osoba prawna mająca siedzibę poza granicami RP,
- utworzona zgodnie z ustawodawstwem państw obcych i niemająca osobowości prawnej, a mająca siedzibę za granicą spółka osób fizycznych bez obywatelstwa polskiego lub osób prawnych z siedzibami za granicą,
- osoba prawna i spółka handlowa, która nie ma osobowości prawnej, posiada siedzibę na terytorium RP i jest kontrolowana bezpośrednio lub pośrednio przez osoby lub spółki wcześniej wymienione⁸.

Oznacza to, że cudzoziemcami są osoby fizyczne posiadające obywatelstwo państwa obcego (obywatele państw obcych), lecz pod warunkiem, że nie legitymują się równocześnie obywatelstwem polskim, ponieważ zgodnie z prawem polskim obywatel polski nie może być równocześnie uznawany za obywatela innego państwa⁹, a co za tym idzie, osoba fizyczna będąca obywatelem państwa obcego, a jednocześnie posiadająca obywatelstwo polskie, nie jest cudzoziemcem. Cudzoziemcami są również osoby fizyczne nieposiadające obywatelstwa żadnego państwa, czyli apatrydzy (bezpaństwowcy) oraz osoby fizyczne, których obywatelstwa nie można ustalić.

Do tej grupy należy również zaliczyć byłych polskich obywateli, czyli osoby fizyczne, które na mocy istniejących przepisów zrzekły się obywatelstwa¹⁰.

⁷ Ustawa o nabywaniu nieruchomości, op. cit., art. 1, ust. 2.

⁸ Problematyka obecności cudzoziemców w polskim życiu gospodarczym poruszana jest m.in. w ustawie z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej. Dz.U. z 1999 r., nr 101, poz. 1178, art. 4 oraz art. 6. Ustawa uchylona 21 sierpnia 2004 r.; ustawie z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej. Dz.U. z 2010 r., nr 220, poz. 1447 z późn. zm., art. 5; ustawie z dnia 20 kwietnia 2004 r. o promocji zatrudnienia i instytucjach rynku pracy. Dz.U. z 2008 r., nr 69, poz. 415 z późn. zm., art. 2 ust. 1 pkt 7. Różnorodność przykładowo przedstawionych definicji świadczy o tym, że nie można skonstruować uniwersalnej definicji cudzoziemca dla potrzeb całego systemu prawnego. Podstawy prawne kształtujące sytuację cudzoziemca w Polsce – jako że należą do różnych dziedzin prawa – nie tworzą też spójnego układu. Tak więc na prawo o cudzoziemcach składają się przepisy prawne o bardzo różnej treści merytorycznej i należące do dziedzin prawa posługujących się odmienną metodą regulacji. Por. J. Jagielski: Status prawny cudzoziemca w Polsce. Warszawa 1997, s. 11.

⁹ Ustawa z dnia 15 lutego 1962 r. o obywatelstwie polskim. Dz.U. z 2000 r., nr 28, poz. 353 z późn. zm., art. 2. Ustawa uchylona 15 sierpnia 2012 r. Obecne brzmienie art. 3: „Obywatel polski posiadający równocześnie obywatelstwo innego państwa ma wobec RP takie same prawa i obowiązki jak osoba posiadająca wyłącznie obywatelstwo polskie”. Dz.U. z 2012 r., poz. 161.

¹⁰ Utrata obywatelstwa polskiego. Obywatel polski, który zrzeka się obywatelstwa polskiego, traci obywatelstwo polskie po uzyskaniu zgody Prezydenta RP na zrzeczenie się obywatelstwa polskiego. Ustawa o obywatelstwie polskim, art. 46. Por. I. Wereśniak-Masri: Nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców w Polsce. Komentarz. Warszawa 2011, s. 17.

Od momentu zrzeczenia się polskiego obywatelstwa osoby te są uważane za cudzoziemców.

2. Cudzoziemiec jako osoba prawna oraz nieposiadająca osobowości prawnej spółka mająca siedzibę za granicą

W myśl ustawy status cudzoziemca mają wszelkie osoby prawne prawa obcego¹¹. Podmiotowy zakres ujęty w ustawie obejmuje nie tylko spółki handlowe posiadające osobowość prawną, lecz także spółdzielnie, stowarzyszenia, fundacje, Kościoły i związki wyznaniowe. Jest to jednak uzależnione od prawa państwa siedziby regulującego kwestie posiadania bądź braku osobowości prawnej¹².

W przypadku postępowania o wydanie zezwolenia na nabycie nieruchomości osobie prawnej mającej siedzibę za granicą czynności ustalające należy rozpocząć od zlokalizowania siedziby tego podmiotu, bowiem tylko wtedy (przy zastosowaniu prawa tego państwa) możliwe będzie stwierdzenie, czy podmiot ten jest osobą prawną¹³. Skoro zgodnie z obowiązującą w Polsce normą status osoby prawnej oceniany jest wedle prawa jej siedziby, a położenie siedziby przesądza o uznaniu danego podmiotu za cudzoziemca w rozumieniu przepisów wewnętrznych, należy uznać, że kryterium to jest analogiczne do kryterium obywatelstwa, wedle którego ustawa definiuje cudzoziemskość osób fizycznych¹⁴.

O statusie cudzoziemca w przypadku spółek prawa obcego, które nie posiadają osobowości prawnej, przesądza fakt, że udziałowcami spółki są cudzoziemcy (osoby fizyczne nieposiadające polskiego obywatelstwa bądź osoby prawne z siedzibą za granicą)¹⁵. Rozszerzenie definicji cudzoziemca o tę kategorię podmiotów było konieczne dla zapewnienia jednakowej sytuacji wszystkim podmiotom zagranicznym posiadającym zdolność nabywania praw, a tym samym nieruchomości na terenie RP¹⁶.

W tym miejscu należy również wspomnieć o innych podmiotach z siedzibą za granicą, które nie posiadają osobowości prawnej, ale również nie są spółkami,

¹¹ Nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców – aspekty prawne i negocjacyjne. Red. C. Herma. Warszawa 2002, s. 24.

¹² I. Wereśniak-Masri: Op. cit., s. 21.

¹³ Ustawa z dnia 4 lutego 2011 r. Prawo prywatne międzynarodowe. Dz.U. z 2011 r., nr 80, poz. 432, art. 17, ust. 1. Osoba prawna podlega prawu państwa, w którym ma siedzibę.

¹⁴ J. Kawecka-Pysz: Op. cit., s. 49.

¹⁵ Nabywanie nieruchomości..., op. cit., s. 25.

¹⁶ J. Kawecka-Pysz: Op. cit., s. 49.

jednak zgodnie z prawem obcym mają zdolność prawną i mogą nabywać nieruchomości. Są to różnego rodzaju podmioty zorganizowane (zrzeszenia, fundusze), w stosunku do których przepisy ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców należy stosować w drodze analogii¹⁷.

3. Cudzoziemiec jako osoba prawna i spółka handlowa nieposiadająca osobowości prawnej mająca siedzibę na terytorium RP

Ostatnią grupą cudzoziemców, jaką wymienia ustawa, są kontrolowane osoby prawne oraz spółki handlowe nieposiadające osobowości prawnej, mające siedzibę na terytorium RP. Wynika z tego, że statusem cudzoziemca posługują się osoby prawne prawa polskiego, w tym spółki kapitałowe, jak również spółki osobowe prawa polskiego, o ile są kontrolowane bezpośrednio lub pośrednio przez osoby fizyczne nieposiadające obywatelstwa polskiego, osoby prawne z siedzibą za granicą oraz nieposiadające osobowości prawnej spółki z siedzibą za granicą.

W tym przypadku cudzoziemskość osoby prawnej prawa polskiego, w tym spółek kapitałowych oraz spółek handlowych prawa polskiego, rozstrzyga kryterium kontrolowania. Ustawodawca sprecyzował kryterium kontroli w odniesieniu do spółek handlowych¹⁸, lecz kwestia kontrolowania innych osób prawnych pozostaje otwarta i wymaga każdorazowo analizy statusu prawnego takiej osoby¹⁹.

Ocena, czy dana spółka uznana zostanie za kontrolowaną, a tym samym będzie podlegała przepisom ustawy, należy do organu wydającego zezwolenie na nabycie nieruchomości. Musi on dokonać przeglądu wielu okoliczności dotyczących samej działalności spółki i faktycznego jej funkcjonowania. Dodatkowo trzeba wspomnieć, że do zakwalifikowania danej spółki jako kontrolowanej konieczna będzie, w niektórych przypadkach, ocena obcego prawa, czyli prawa, według którego spółka została powołana i w oparciu o które działa spółka dominująca²⁰. Za cudzoziemca będą uważane również wszystkie spółki przez nią kon-

¹⁷ I. Wereśniak-Masri: Op. cit., s. 22.

¹⁸ W przypadku spółki handlowej za kontrolowaną uważa się spółkę, w której cudzoziemiec lub cudzoziemcy dysponują bezpośrednio lub pośrednio powyżej 50% głosów na zgromadzeniu wspólników lub na walnym zgromadzeniu, także jako zastawnik, użytkownik lub na podstawie porozumień z innymi osobami. Ustawa o nabywaniu nieruchomości..., op. cit., art. 1, ust. 3.

¹⁹ Nabywanie nieruchomości..., op. cit., s. 25.

²⁰ J. Kawecka-Pysz: Op. cit., s. 52.

trolowane i również wobec nich będą stosowane wszystkie przepisy ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców²¹.

4. Nabywanie nieruchomości oraz akcji lub udziałów przez cudzoziemców

Za najczęstszy sposób nabywania nieruchomości przez cudzoziemców należy uznać „nabycie nieruchomości na podstawie umowy”, czyli w wyniku dwustronnej czynności prawnej, jaką jest zawarcie umowy²². Do dwustronnych czynności prawnych, na podstawie których następuje przeniesienie prawa własności nieruchomości, zaliczamy²³: umowę sprzedaży, umowę zamiany, umowę darowizny, umowę dożywocia, umowę zawartą w celu wykonania zapisu testamentowego, polecenie testamentowe, umowę w związku z budową nieruchomości na cudzym gruncie, umowę wniesienia aportu do spółki przez udziałowców, umowę przeniesienia własności domu jednorodzinnego na rzecz członka spółdzielni mieszkaniowej.

Do zawarcia takich umów wymagane jest złożenie oświadczenia woli zarówno przez nabywającego nieruchomość – w tym przypadku cudzoziemca – jak również przez zbywcę nieruchomości. Aby zawarta umowa rzeczowa, czyli umowa rozporządzająca przeniesienie własności nieruchomości, była obowiązująca, cudzoziemiec, w momencie jej podpisania, musi posiadać zezwolenie. W innym przypadku czynność taką uważa się za nieważną (chyba że nabycie nieruchomości następuje z uwzględnieniem wyłączenia bądź zwolnienia z obowiązków wynikających z ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców). Podpisanie ostatecznej umowy rzeczowej powinno nastąpić na terenie naszego kraju w obecności notariusza bądź, jeśli okoliczności wymagają podpisania umowy rozporządzającej również poza granicami Polski, umowa taka musi zostać uwierzytelniona przez polskie przedstawicielstwo dyplomatyczne bądź urząd konsularny²⁴. Cudzoziemiec może nabyć nieruchomość położoną na terenie Polski na podstawie konstytucyjnego orzeczenia sądowego²⁵ lub na podstawie decyzji administracyjnej. Z taką sytuacją mamy do czynienia, gdy cudzoziemiec będący użyt-

²¹ J.J. Skoczylas, E. Szlęzak: *Cywilnoprawny obrót nieruchomościami przez cudzoziemców*. Warszawa 2010, s. 45.

²² J. Ignatowicz: *Op. cit.*, s. 82.

²³ F. Hartwich: *Op. cit.*, s. 70.

²⁴ J.J. Skoczylas, E. Szlęzak: *Op. cit.*, s. 175.

²⁵ J. Kawecka-Pysz: *Op. cit.*, s. 55.

kownikiem wieczystym nieruchomości położonej na terytorium Polski zwróci się do organu administracyjnego z wnioskiem o przekształcenie prawa użytkowania wieczystego w prawo własności do nieruchomości.

Nabycie może też nastąpić z mocy prawa. Oznacza to zaistnienie takiej sytuacji faktycznej, z którą norma prawna wiąże przejście prawa własności nieruchomości z mocy samego prawa. Poza nabywaniem nieruchomości przez cudzoziemców w drodze czynności prawnych pomiędzy żyjącymi, ustawa o nabywaniu nieruchomości daje możliwość nabycia nieruchomości w drodze czynności prawnych na wypadek śmierci. Przykładem takiego nabycia jest nabycie w drodze dziedziczenia zarówno ustawowego, jak i testamentowego.

Innym przykładem nabycia nieruchomości z mocy prawa jest nabycie w ramach włączenia nieruchomości do majątku wspólnego małżonków, czyli cudzoziemiec nabywa nieruchomość z mocy ustawy w sytuacji, gdy nabywcą nieruchomości jest jego małżonek posiadający obywatelstwo polskie, a nieruchomość będzie stanowić majątek wspólny małżonków. Nabyciem z mocy prawa będzie również nabycie własności nieruchomości przez zasiedzenie, czyli z chwilą, gdy posiadacz samoistny nieruchomości nabywa własność tej nieruchomości z mocy prawa po upływie czasu określonego w ustawie²⁶. Innym rodzajem nabycia nieruchomości z mocy prawa będzie nabycie nieruchomości w drodze egzekucji. Takie prawo przysługuje cudzoziemcom – bankom, będącym wierzycielem hipotecznym nabywającym własność nieruchomości w drodze postępowania egzekucyjnego²⁷.

Ustawodawca wyróżnia dwie podstawowe czynności dotyczące akcji lub udziałów: objęcie i nabycie²⁸. Dokonując takiego podziału, miał on na myśli sposób pozyskania nieruchomości. Pierwszy to sposób pierwotny – poprzez objęcie udziałów lub akcji na etapie tworzenia spółki lub w wyniku podwyższania kapitału zakładowego. Drugi to sposób pochodny – poprzez nabycie, czyli przeniesienie na inny podmiot praw z udziałów lub akcji już istniejących²⁹.

Z treści ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców wynika, że konieczne jest uzyskanie zezwolenia na nabycie udziałów lub akcji w spółce handlowej z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Przepis ten dotyczy oczywiście spółek, które są właścicielami bądź użytkownikami wieczystymi nieruchomości położonych na terytorium naszego kraju. Zezwolenie jest wymagane zarówno na nabycie udziałów lub akcji, na ich objęcie, jak i na dokonanie każdej

²⁶ J.J. Skoczylas, E. Szlęzak: Op. cit., s. 185.

²⁷ Ibid., s. 192.

²⁸ Kwestie nabywania i obejmowania udziałów lub akcji spółek regulują przepisy kodeksu spółek handlowych.

²⁹ J.J. Skoczylas, E. Szlęzak: Op. cit., s. 213.

innej czynności prawnej w stosunku do udziałów lub akcji³⁰. Ustawa zobowiązuje cudzoziemca do uzyskania zezwolenia na nabycie bądź objęcie udziałów lub akcji, gdy w chwili takiej czynności spółka handlowa stanie się spółką kontrolowaną³¹, czyli stanie się cudzoziemcem.

Drugim przypadkiem, w którym cudzoziemiec jest zobowiązany do uzyskania zezwolenia na nabycie bądź objęcie udziałów lub akcji, jest sytuacja, w której cudzoziemiec jest zainteresowany udziałami lub akcjami spółki kontrolowanej, czyli spółki będącej cudzoziemcem, a on sam nie jest w tej spółce ani udziałowcem, ani akcjonariuszem. Należy w tym miejscu zaznaczyć, że inne czynności prawne dotyczące udziałów lub akcji spółki kontrolowanej mogą odbywać się bez zezwolenia³².

Ustawa jednocześnie wspomina, że przedstawione obie sytuacje wymagające uzyskania zezwolenia nie obejmują przypadków, gdy do nabycia udziałów bądź akcji spółki dojdzie na rynku regulowanym, czyli np. na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Wyłączeniu od obowiązku uzyskania zezwolenia podlegają również takie przypadki jak³³:

- nabycie udziałów lub akcji spółki, która jest właścicielem lub wieczystym użytkownikiem samodzielnego lokalu mieszkalnego,
- nabycie udziałów lub akcji spółki, która jest właścicielem lub wieczystym użytkownikiem samodzielnego lokalu użytkowego o przeznaczeniu garażowym,
- nabycie udziałów lub akcji spółki, która jest właścicielem nieruchomości niezabudowanej do 0,4 ha na obszarze miast.

Wprowadzenie przez ustawodawcę konkretnych ograniczeń na nabycie bądź objęcie udziałów lub akcji spółek ma przede wszystkim zabezpieczyć przed wszelkiego rodzaju przypadkami obejścia ustawy. Ma również umożliwić organom naczelnym państwa nadzór nad przejmowaniem przez cudzoziemców kontroli nad spółkami posiadającymi swoje siedziby na terytorium Polski, które stały

³⁰ Ustawa o nabywaniu nieruchomości..., op. cit., art. 3e, ust. 1.

³¹ Spółka kontrolowana, w której cudzoziemiec lub cudzoziemcy dysponują bezpośrednio lub pośrednio powyżej 50% głosów na zgromadzeniu wspólników lub na walnym zgromadzeniu, także jako zastawnik, użytkownik lub na podstawie porozumień z innymi osobami.

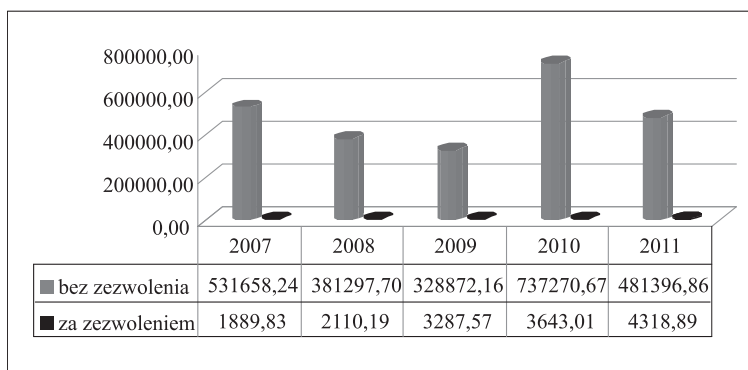
³² Ustawa o nabywaniu nieruchomości..., op. cit., art. 3e, ust. 2.

³³ J.J. Skoczylas, E. Szlęzak: Op. cit., s. 216. Podkreślenia wymaga również fakt, iż obowiązek uzyskania zezwolenia na nabycie bądź objęcie udziałów lub akcji spółki będącej właścicielem lub wieczystym użytkownikiem nieruchomości nie dotyczy cudzoziemców będących obywatelami lub przedsiębiorcami państw Europejskiego Obszaru Gospodarczego albo Konfederacji Szwajcarskiej. Cudzoziemcy ci mogą nabywać bez ograniczeń nieruchomości oraz udziały lub akcje spółek, poza nieruchomościami rolnymi i leśnymi.

się właścicielami lub użytkownikami wieczystymi nieruchomości usytuowanych na terenie naszego kraju w następstwie różnych czynności prawnych³⁴.

5. Nabywanie nieruchomości oraz akcji lub udziałów przez cudzoziemców na terenie Polski w latach 2007-2011

Przepisy ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców obligują ministra spraw wewnętrznych do złożenia Sejmowi do 31 marca corocznego sprawozdania z realizacji tej ustawy za rok ubiegły. Elementy, jakie obligatoryjnie powinny znaleźć się w tym dokumencie to: informacje o liczbie udzielonych zezwoleń, rodzaju i obszarze oraz terytorialnym rozmieszczeniu nieruchomości, których one dotyczą, a także o liczbie decyzji odmawiających udzielenia zezwolenia. Co roku do ministra spraw wewnętrznych wpływa wiele wniosków o udzielenie zezwolenia na nabycie nieruchomości, udziałów i akcji w spółkach będących właścicielem bądź użytkownikiem wieczystym nieruchomości położonych w Polsce. Można wśród nich wyodrębnić te, które dotyczą nabycia nieruchomości, jak też wnioski dotyczące nabycia lub objęcia udziałów bądź akcji, co zostało przedstawione na rys. 1.



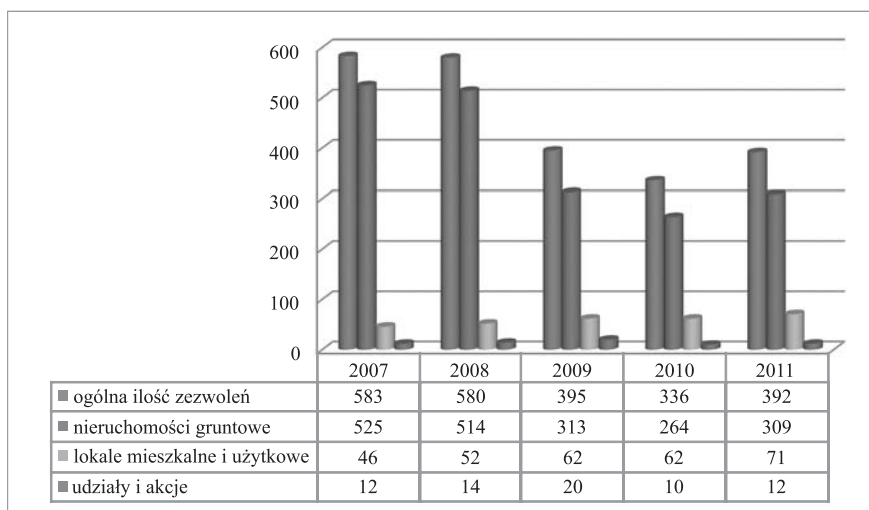
Rys. 1. Złożone wnioski o udzielenie zezwolenia na nabycie nieruchomości, udziałów lub akcji w latach 2007-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań ministra spraw wewnętrznych z realizacji ustawy z dnia 24 marca 1920 r. o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców w latach 2007-2011.

³⁴ Zagadnieniami, które zostały pominięte w tekście są: wyłączanie spod reglamentacji uzyskiwanych zezwoleń, zwolnienia cudzoziemców od obowiązku uzyskania zezwolenia, a także procedura związana z udzielaniem zezwoleń na nabywanie nieruchomości oraz akcji lub udziałów przez cudzoziemców. Zostały one szeroko omówione w cytowanych już pracach: F. Hartwich: Op. cit., s. 88 i s. 114; I. Wereśniak-Masri: Op. cit., s. 108; J. Kawecka-Pysz: Op. cit., s. 78; J. Skoczylas, E. Szlęzak: Op. cit., s. 134.

Rozstrzygnięcia administracyjne ministra spraw wewnętrznych dotyczą³⁵: zezwoleń na nabycie nieruchomości gruntowych, lokali, udziałów i akcji, promes, decyzji odmownych, decyzji zmieniających, decyzji umarzających postępowanie, decyzji uchylających w trybie wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy, decyzji utrzymujących w mocy decyzje zaskarżone przez stronę w trybie wniosku o ponowne rozpatrzenie sprawy, postanowienia (m.in. o zawieszeniu i podjęciu zawieszonego postępowania albo o przedłużeniu terminu na wniesienie sprzeciwu przez ministra rolnictwa i rozwoju wsi).

W ramach wydanych zezwoleń można wyróżnić: zezwolenia na nabycie nieruchomości, zezwolenia na nabycie lokalu mieszkalnego bądź użytkowego oraz zezwolenia na nabycie akcji lub udziałów, co zaprezentowano na rys. 2.



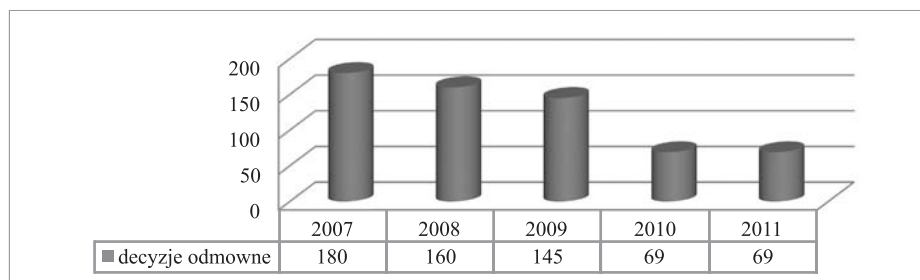
Rys. 2. Sprawy zakończone wydaniem zezwolenia na nabycie nieruchomości oraz udziałów lub akcji w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

Nie każdy złożony wniosek kończy się decyzją pozytywną – w latach 2007-2011 minister spraw wewnętrznych wydał łącznie 623 decyzje odmawiające udzielenia cudzoziemcom zezwolenia na nabycie nieruchomości, lokali, udziałów i akcji, co prezentuje rys. 3. Decyzje odmawiające wydania zezwolenia oparte zostały na przesłankach zarówno procesowych, jak i materialno-prawnych. W sprawozdaniach wskazano na trzy zasadnicze przyczyny decyzji odmownych, a mianowicie:

³⁵ Sprawozdanie MSW 2011 r., s. 27.

- niewykazanie przez cudzoziemców ich silnych i trwałych więzi z Polską,
- niedostarczenie przez cudzoziemców koniecznych informacji i dokumentów, co uniemożliwiało ministrowi ustalenie okoliczności faktycznych dających podstawę do wydania zezwolenia,
- w 141 przypadkach powodem wydania decyzji odmownej było negatywne stanowisko ministra rolnictwa i rozwoju wsi, jako przyczynę zgłoszonych sprzeciwów wskazano, że udzielenie zgody nie leży w interesie polskiego rolnictwa.



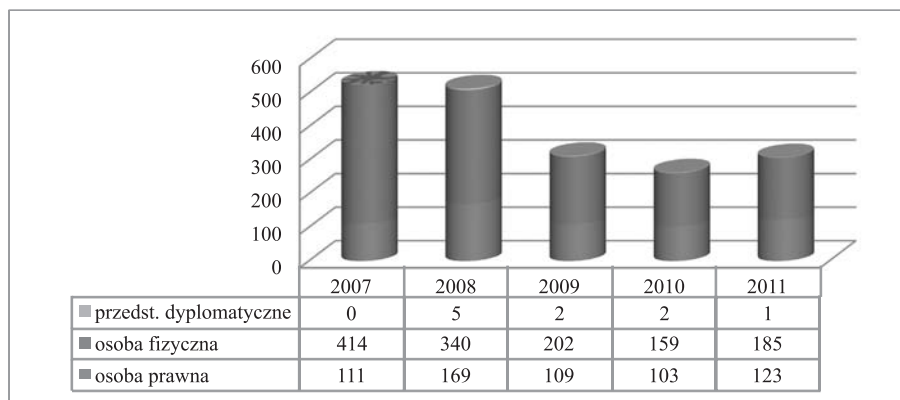
Rys. 3. Decyzje odmowne w sprawie nabycia nieruchomości przez cudzoziemców wydane w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

Z przedstawionych danych wynika, że w latach 2007-2011 cudzoziemcy złożyli łącznie 3674 wnioski o wydanie zezwolenia, w tym 3562 wnioski dotyczyły nieruchomości, a 112 udziałów lub akcji. Cudzoziemcy uzyskali łącznie 2286 zezwoleń, z czego 1925 dotyczyło nieruchomości gruntowych, 293 lokali mieszkaniowych i użytkowych, a niespełna 68 zezwoleń wydano na nabycie udziałów lub akcji w spółkach posiadających nieruchomości w Polsce. Można zauważyć, że zarówno w przypadku liczby złożonych wniosków, jak i liczby wydanych zezwoleń mamy do czynienia z tendencją spadkową.

5.1. Nabywanie nieruchomości gruntowych, w tym rolnych i leśnych

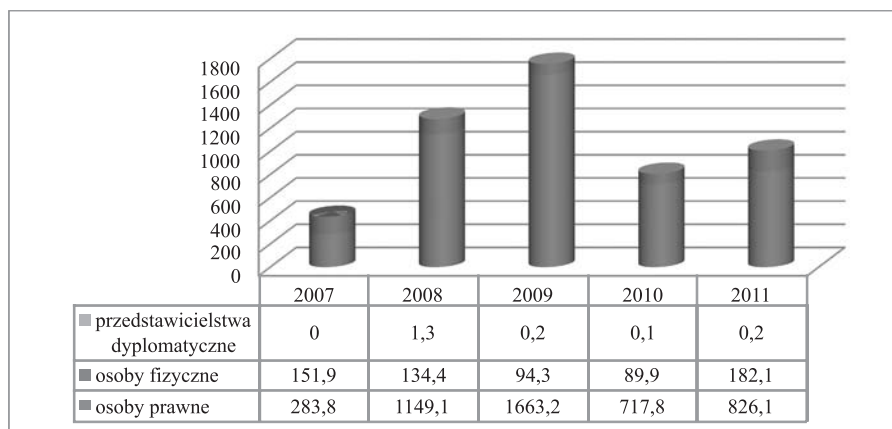
Przepisy ustawy dotyczą nabywania przez cudzoziemców prawa własności lub prawa użytkowania wieczystego nieruchomości, a zatem prezentowane są łącznie dane dotyczące obu tych form nabycia nieruchomości (rys. 4).



Rys. 4. Wydane zezwolenia na nabycie nieruchomości gruntowych w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

Jak wynika z danych przedstawionych na rys. 4, obrót nieruchomościami gruntowymi z udziałem cudzoziemców w analizowanym okresie miał tendencję spadkową. Liczba udzielonych zezwoleń na nabycie nieruchomości gruntowych spadła z 525 wydanych w 2007 roku do 309 wydanych w 2011 roku.

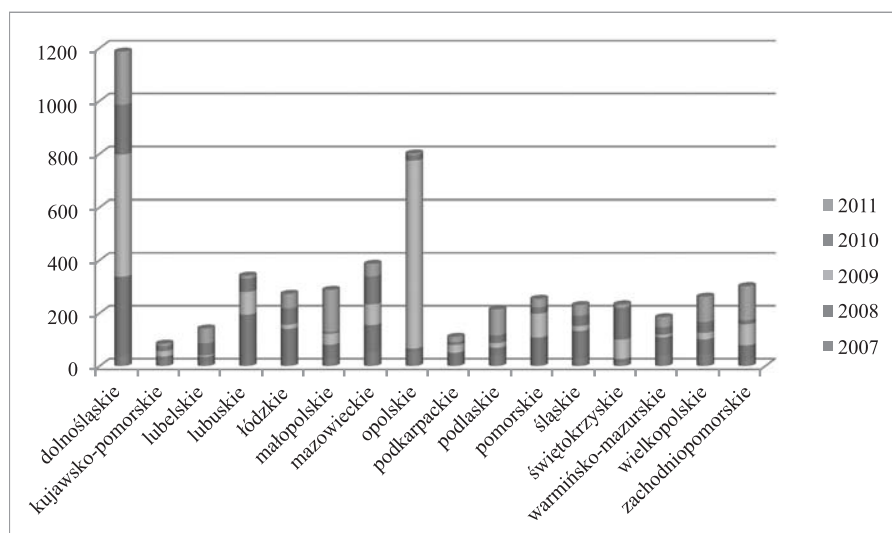


Rys. 5. Powierzchnia nieruchomości gruntowych objętych zezwoleniami na nabycie nieruchomości wydanyymi w latach 2007-2011 (w ha)

Źródło: Ibid.

Z rys. 4 oraz 5 wynika, że w latach 2007-2011 cudzoziemcy uzyskali łącznie 1925 zezwoleń na nabycie nieruchomości gruntowych o łącznej powierzchni 5294,4 ha. Osoby fizyczne otrzymały 1300 zezwoleń na łączną powierzchnię 652,6 ha nieruchomości, natomiast osoby prawne otrzymały 615 zezwoleń na na-

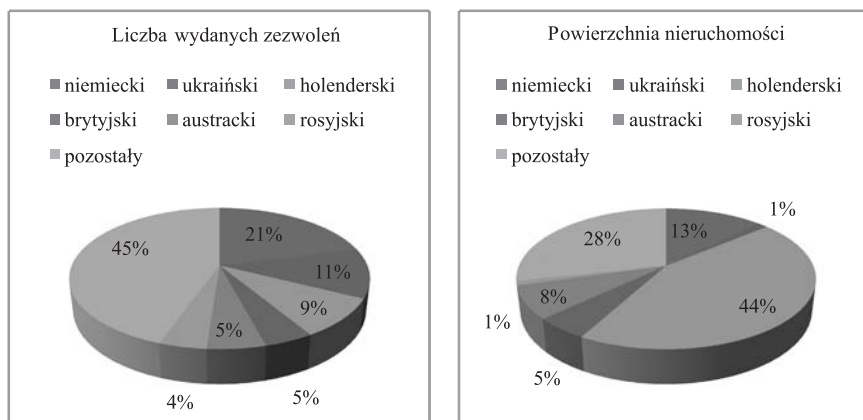
bycie nieruchomości o łącznej powierzchni 4640 ha, co stanowi 88% ogółu nabywanych nieruchomości gruntowych. Przedstawicielstwa dyplomatyczne uzyskały zaledwie 10 zezwoleń na nabycie nieruchomości o łącznej powierzchni równej zaledwie 1,8 ha.



Rys. 6. Transakcje dokonane na rynku nieruchomości gruntowych na podstawie zezwoleń (powierzchnia nieruchomości w ha wg województw) w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

Jak wynika z danych przedstawionych na rys. 6, w badanych latach cudzoziemcy uzyskali zgodę na nabycie nieruchomości gruntowych o łącznej powierzchni 5294,4 ha. Najbardziej zainteresowani byli nieruchomościami gruntowymi położonymi w województwach: dolnośląskim, gdzie nabyli nieruchomości gruntowe o łącznej powierzchni 1186,26 ha (co stanowi 22,4% ogółu nabytych nieruchomości gruntowych) oraz opolskim, gdzie nabyli nieruchomości gruntowe o łącznej powierzchni 801,42 ha (co stanowi 15,1% ogółu nabytych nieruchomości gruntowych). Można również zauważyć, że największe zainteresowanie gruntami położonymi w województwie opolskim przypadło na 2009 rok, kiedy to cudzoziemcy nabyli nieruchomości gruntowe o powierzchni 708,17 ha.

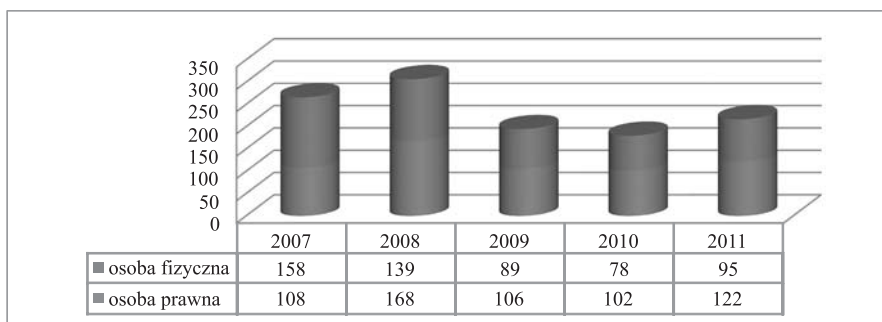


Rys. 7. Struktura wydanych zezwoleń oraz powierzchni nieruchomości gruntowych ze względu na zaangażowany kapitał obcy (w %)

Źródło: Ibid.

Biorąc pod uwagę liczbę wydanych zezwoleń, podmioty niemieckie należy uznać za zdecydowanie dominujące. Na 1915 z ogólnej liczby zezwoleń udzielonych osobom fizycznym i prawnym na nabycie nieruchomości gruntowych w latach 2007-2011, 21% zezwoleń otrzymały podmioty niemieckie. Kapitał holenderski dominował natomiast w odniesieniu do powierzchni nieruchomości objętych zezwoleniem – 2333,21 ha, co stanowi ok. 44% powierzchni wszystkich nieruchomości, co do których wydano zezwolenie w latach 2007-2011.

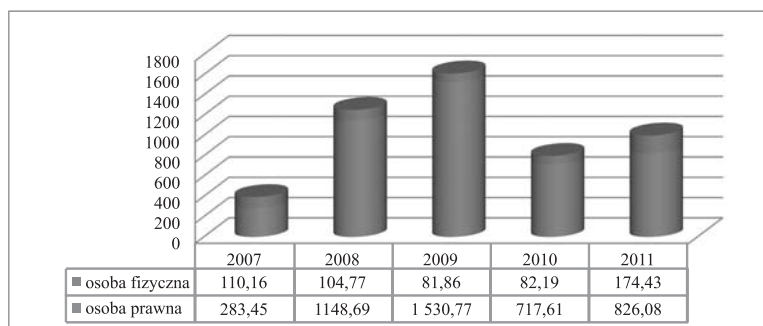
Zezwolenia na nabycie nieruchomości rolnych i leśnych obejmują nieruchomości stanowiące grunty rolne oraz leśne. Ze względu na mieszany charakter części użytków gruntowych istnieje konieczność umieszczenia tych gruntów w jednym zestawieniu.



Rys. 8. Wydane zezwolenia na nabycie nieruchomości rolnych i leśnych w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

Jak wynika z rys. 8, tendencja w liczbie wydawanych zezwoleń jest malejąca. Najwięcej zezwoleń wydano w roku 2008, bo aż 307, natomiast najmniej w 2010 roku – tylko 180. Osoby fizyczne w badanym okresie otrzymały łącznie 559 zezwoleń, a osoby prawne 606 zezwoleń na zakup nieruchomości (gruntów) rolnych i leśnych.

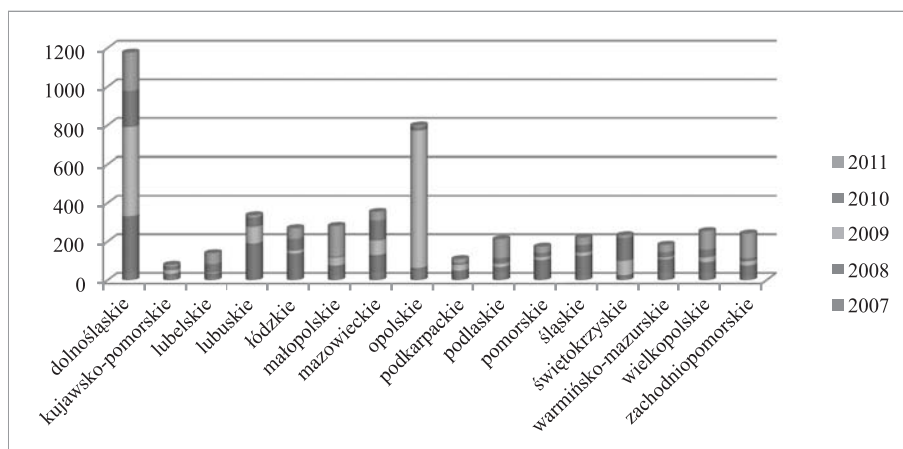


Rys. 9. Powierzchnia nieruchomości rolnych i leśnych objętych zezwoleniami na nabycie nieruchomości wydanyymi w latach 2007-2011 (w ha)

Źródło: Ibid.

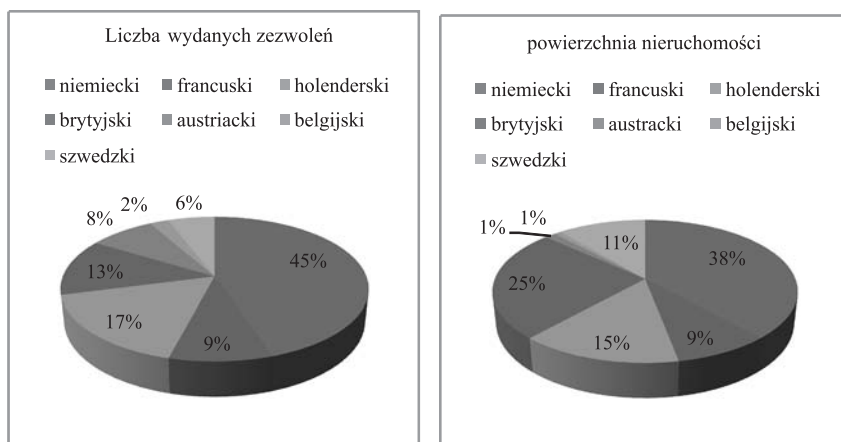
W latach 2007-2011 cudzoziemcy nabyli nieruchomości rolne i leśne o ogólnej powierzchni 5060,01 ha, z czego osoby fizyczne nabyły grunty o powierzchni 553,41 ha, a osoby prawne 4506,60 ha, co stanowi 89% ogólnej powierzchni nabytych nieruchomości rolnych i leśnych. Z rys. 8 wynika, że liczba wydanych zezwoleń osobom fizycznym i prawnym jest bardzo zbliżona, jednak na rys. 9 widać, że, biorąc pod uwagę powierzchnię nieruchomości, to głównie osoby prawne były zainteresowane nabyciem dużych obszarów terenów rolnych i leśnych.

Jak wynika z danych przedstawionych na rys. 10, w badanych latach cudzoziemcy uzyskali zgodę na nabycie nieruchomości rolnych i leśnych o łącznej powierzchni 5060,01 ha. Najbardziej zainteresowani byli nieruchomościami rolnymi i leśnymi położonymi w województwach: dolnośląskim, gdzie nabyli nieruchomości rolne i leśne o łącznej powierzchni 1176,25 ha (co stanowi 23,2% ogółu nabytych nieruchomości rolnych i leśnych) oraz opolskim, gdzie zmieniły właściciela nieruchomości gruntowe o łącznej powierzchni 798,48 ha (co stanowi 15,8% ogółu nabytych nieruchomości rolnych i leśnych).



Rys. 10. Transakcje dokonane na rynku nieruchomości rolnych i leśnych na podstawie zezwoleń (powierzchnia nieruchomości w ha według województw) w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.



Rys. 11. Struktura wydanych zezwoleń oraz powierzchni nieruchomości rolnych i leśnych ze względu na zaangażowany kapitał obcy (w ha)

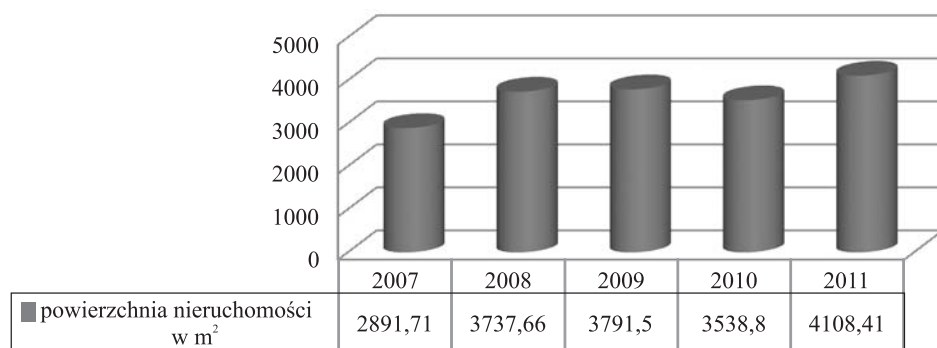
Źródło: Ibid.

Biorąc pod uwagę dane przedstawione na rys. 11 widać, że w liczbie wydanych zezwoleń podmioty niemieckie są zdecydowanie dominujące. W ramach 1165 zezwoleń udzielonych na nabycie nieruchomości rolnych i leśnych w latach 2007-2011, aż 45% zezwoleń uzyskały podmioty niemieckie. Kapitał niemiecki dominował także w odniesieniu do powierzchni nieruchomości nabytych za zezwoleniem – było to 38% wszystkich nieruchomości rolnych i leśnych nabytych za zezwoleniem.

Należy tu wspomnieć, że „okres przejściowy” na nabycie na własność nieruchomości o charakterze rolnym bądź leśnym przez obywateli lub przedsiębiorców państw EOG przewiduje do 1 maja 2016 roku obowiązek wystąpienia tych podmiotów do ministra spraw wewnętrznych o wydanie zezwolenia.

5.2. Nabywanie nieruchomości lokalowych

Cudzoziemcy byli również zainteresowani zakupem lokali użytkowych oraz samodzielnych lokali mieszkalnych na terenie Polski. W większości przypadków występującymi o udzielenie zezwolenia na nabycie lokalu były osoby fizyczne.

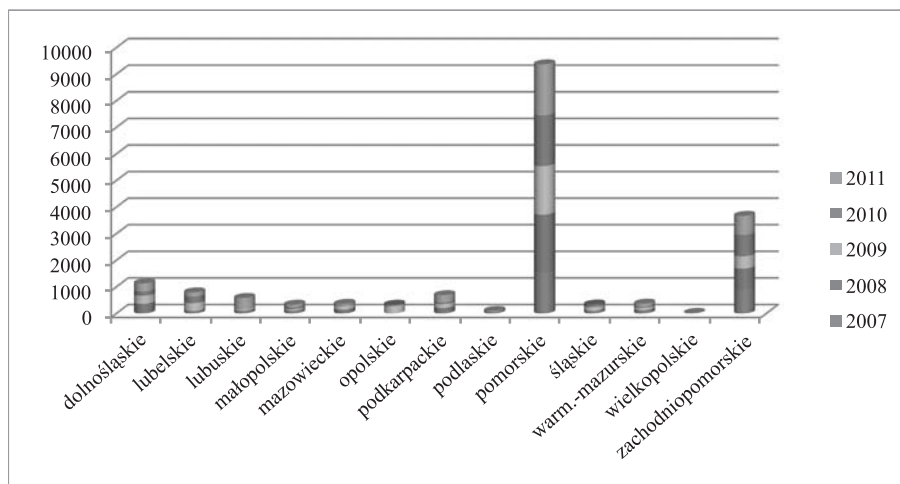


Rys. 12. Powierzchnia lokali objętych zezwoleniami na nabycie nieruchomości wydanymi w latach 2007-2011 (w m²)

Źródło: Ibid.

Jak wynika z danych przedstawionych na rys. 12, obrót nieruchomościami lokalowymi z udziałem cudzoziemców w analizowanym okresie wykazywał lekką tendencję wzrostową. Liczba wydanych zezwoleń wzrosła z 46 w 2007 roku do 71 w 2011 roku; wzrosła również powierzchnia lokali, na które wydano zezwolenia, z 2891,70 m² do 4108,40 m².

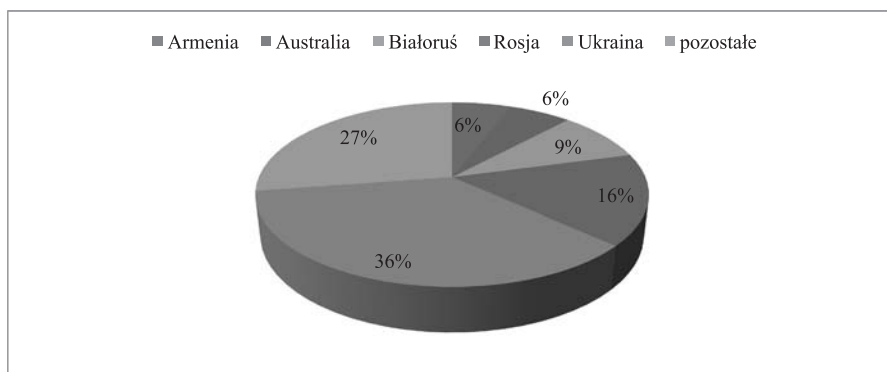
Liczy na rys. 13 wskazują, że największym zainteresowaniem cudzoziemców cieszyły się lokale położone w województwie pomorskim – łącznie 9367,75 m². Warto zauważyć, że w każdym z lat powierzchnia lokali nabytych na terenie Pomorza była bardzo zbliżona. Cudzoziemcy byli również zainteresowani lokalami na terenach województwa zachodniopomorskiego.



Rys. 13. Transakcje dokonane na rynku nieruchomości lokalowych na podstawie zezwoleń (powierzchnia nieruchomości wg województw) w latach 2007-2011(w m²)

Źródło: Ibid.

Wśród cudzoziemców zainteresowanych zakupem lokali na terenie Polski dominowali obywatele Ukrainy – rys. 14 – którzy otrzymali 112 zezwoleń na nabycie lokali o łącznej powierzchni 6476,25 m², co stanowiło 36% łącznej powierzchni lokali nabytych na terenie naszego kraju; obywatele Rosji otrzymali 49 zezwoleń na nabycie lokali o powierzchni 2682,20 m². Lokalami na terenie Polski byli również zainteresowani w dużym stopniu obywatele Białorusi, Australii oraz Armenii.

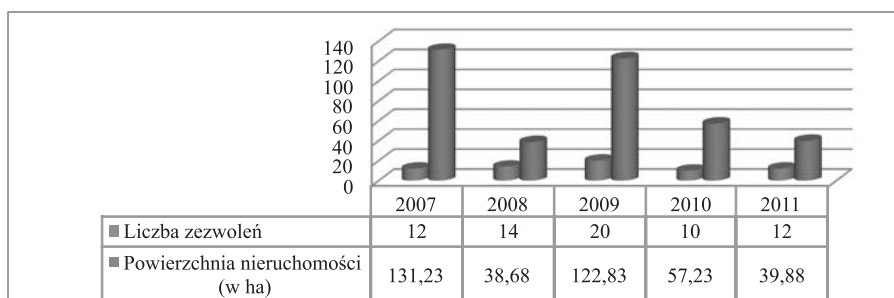


Rys. 14. Struktura powierzchni nieruchomości lokalowych ze względu na zaangażowany kapitał obcy (w m²)

Źródło: Ibid.

5.3. Nabywanie udziałów lub akcji spółek handlowych

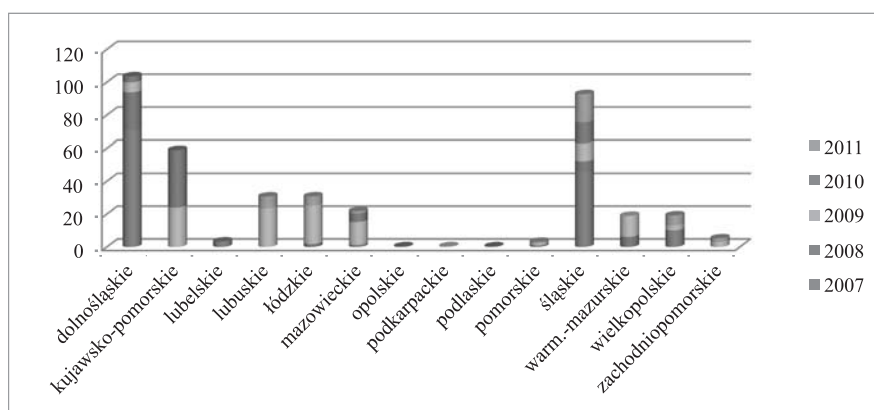
Skutkiem zniesienia obowiązku uzyskania zezwolenia na nabycie bądź objęcie udziałów lub akcji w spółkach będących właścicielami lub użytkownikami wieczystymi nieruchomości na terenie Polski na rzecz obywateli i przedsiębiorców państw członkowskich EOG (zgodnie z unijną zasadą swobody przepływu kapitału) było małe zainteresowanie uzyskaniem zezwoleń dla takich transakcji – w badanym okresie wydano takich zezwoleń zaledwie 68, co przedstawiono na rys. 15.



Rys. 15. Wydane zezwolenia oraz powierzchnia nieruchomości gruntowych w ha wynikająca z wydanych zezwoleń na nabycie lub objęcie udziałów i akcji w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

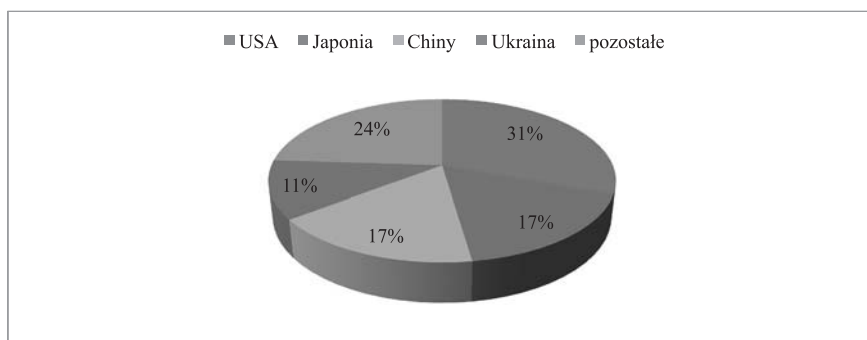
W latach 2007-2011 cudzoziemcy uzyskali zezwolenia na nabycie udziałów lub akcji spółek będących właścicielami bądź użytkownikami wieczystymi nieruchomości gruntowych o ogólnej powierzchni 389,85 ha.



Rys. 16. Transakcje dokonane na rynku udziałów i akcji spółek na podstawie zezwoleń (powierzchnia nieruchomości w ha wg województw) w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

W badanych latach (rys. 16) cudzoziemcy najbardziej zainteresowani byli nabyciem udziałów bądź akcji spółek będących właścicielami bądź użytkownikami wieczystymi nieruchomości gruntowych położonych w województwach: dolnośląskim, gdzie nabyli udziały lub akcje spółek posiadających nieruchomości gruntowe o łącznej powierzchni 103,57 ha (co stanowi 26,5% ogółu nabytych udziałów lub akcji) oraz śląskim – łączna powierzchnia to 92,78 ha (co stanowi 23,8% ogółu nabytych udziałów lub akcji). Można również zauważyć, że największe zainteresowanie udziałami lub akcjami spółek posiadających nieruchomości gruntowe położone w województwie dolnośląskim i śląskim przypadło na 2007 rok.



Rys. 17. Struktura nabywanych udziałów lub akcji spółek z uwzględnieniem kapitału obcego w latach 2007-2011 (powierzchnia nieruchomości gruntowych w ha)

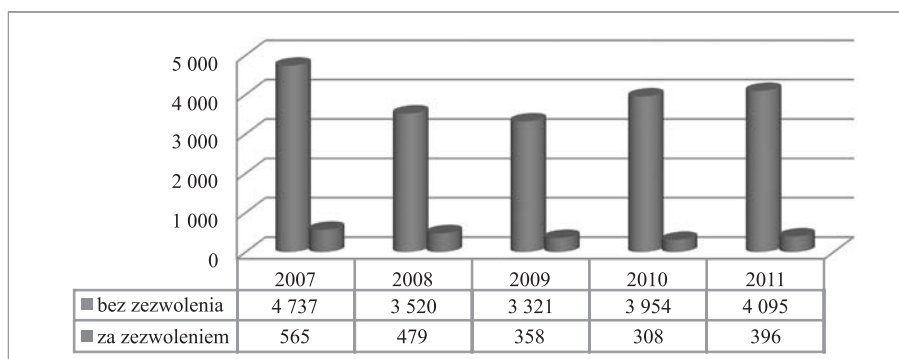
Źródło: Ibid.

Na rys. 17 wyraźnie widać, że wśród nabywców udziałów bądź akcji spółek będących właścicielami bądź użytkownikami wieczystymi nieruchomości gruntowych dominuje kapitał amerykański, którego obywatele nabyli udziały lub akcje spółek posiadających 119,35 ha nieruchomości gruntowych.

5.4. Nabywanie nieruchomości na podstawie udzielonych zezwoleń i bez zezwolenia

Biorąc pod uwagę fakt, iż obrót nieruchomościami przez cudzoziemców na polskim rynku nieruchomości odbywa się również bez konieczności uzyskania zezwolenia na nabycie nieruchomości, nie można zakończyć prowadzonej analizy bez porównania aktywności cudzoziemców niepodlegających obowiązkowi rezydentacyjnemu wynikającemu z przepisów ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców.

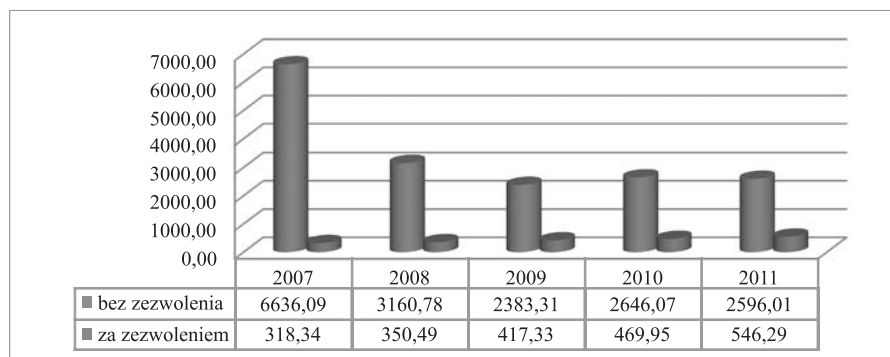
Transakcje nabycia nieruchomości przez cudzoziemca przeprowadzone bez konieczności uzyskania zezwolenia podlegają wpisowi do „rejstru nieruchomości, udziałów i akcji nabytych lub objętych przez cudzoziemców bez zezwolenia” prowadzonego przez ministra spraw wewnętrznych.



Rys. 18. Liczba wpisów do rejestrów dotycząca nieruchomości gruntowych nabytych na podstawie zezwolenia i bez obowiązku uzyskania zezwolenia w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

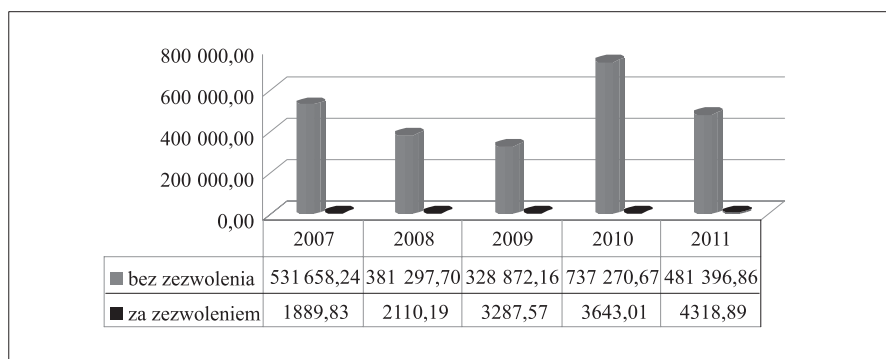
Liczba wpisów do rejestru transakcji przeprowadzonych na podstawie zezwolenia w stosunku do liczby transakcji zawartych bez obowiązku uzyskania zezwolenia jest niewielka i wynosi zaledwie 10,7% ogółu transakcji przeprowadzonych na polskim rynku nieruchomości z udziałem cudzoziemców (rys. 18).



Rys. 19. Powierzchnia nieruchomości gruntowych nabytych przez cudzoziemców na podstawie zezwolenia i bez obowiązku uzyskania zezwolenia w latach 2007-2011(w ha)

Źródło: Ibid.

Na rys. 19 wyraźnie widać, że biorąc pod uwagę powierzchnię nieruchomości, w przeważającym stopniu, bo aż w 88% zostały nabyte bez zezwolenia. Pomędzy 2007 a 2011 rokiem można również zauważyć znaczny spadek zainteresowania nabyciem polskich nieruchomości gruntowych – spadek ten wyniósł ponad 50%.



Rys. 20. Powierzchnia nieruchomości lokalowych nabytych przez cudzoziemców na podstawie zezwolenia i bez obowiązku uzyskania zezwolenia w latach 2007-2011 (w m²)

Źródło: Ibid.

Z danych przedstawionych na rys. 20 wynika, że większość lokali została nabyta przez cudzoziemców bez zezwolenia. Zgodnie bowiem z art. 8 ustawy o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców nabycie samodzielnego lokalu mieszkalnego nie wymaga uzyskania zezwolenia. Najwięcej nieruchomości ze względu na powierzchnię lokali cudzoziemcy nabyli w 2010 roku – stanowiło to blisko 30% nabytych nieruchomości w całym pięcioletnim okresie.

Podsumowanie

Analizując przedstawione dane można zauważyć, że liczba składanych wniosków oraz wydawanych zezwoleń w badanym okresie diametralnie spada. Przyczynami tego spadku mogą być: fakt przystąpienia Polski w 2004 roku do Unii Europejskiej oraz dokonanie w tym samym roku zmian w ustawie o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców. Od dnia przystąpienia Polski do Unii obywatele EOG nie są zobowiązani do uzyskania zezwolenia na nabycie nieruchomości, z wyjątkiem nieruchomości rolnych i leśnych, na zakup których muszą mieć zezwolenie do 2016 roku. Tak więc można stwierdzić, że nie doszło do zmniejszenia

szenia zainteresowania cudzoziemców nabyciem polskich nieruchomości, a spadła jedynie liczba transakcji wymagających wydania zezwolenia.

Biorąc pod uwagę zarówno nabycie nieruchomości na podstawie zezwolenia, jak również nabycie bez zezwolenia można zauważyć, że tendencje w nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców na terytorium Polski utrzymują się na stabilnym poziomie. Polska, jako jedno z państw Unii Europejskiej, staje się coraz bardziej atrakcyjnym i stabilnym miejscem inwestycji gospodarczych. Należy jednak zauważyć, iż kryzys na światowych rynkach inwestycyjnych, który miał miejsce w 2008 roku, mógł być również przyczyną spadku o ok. 50% nabytych powierzchni nieruchomości gruntowych.

W analizowanym okresie największe zainteresowanie nabyciem nieruchomości w Polsce dotyczy podmiotów z EOG. Grupa tych cudzoziemców dominowała zarówno pod względem liczby otrzymanych zezwoleń, jak również pod względem powierzchni nabytych nieruchomości gruntowych, w tym rolnych i leśnych.

W przypadku zakupu nieruchomości lokalowych z wymaganym zezwoleniem najwięcej lokali na terenie Polski nabyli obywatele Ukrainy. Po zakończeniu okresu przejściowego obowiązującego na nabycie „drugiego domu” w 2010 roku odnotowano też 55% wzrostu nabycia nieruchomości lokalowych, których głównymi nabywcami były podmioty EOG.

Nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców podlega w Polsce reglamentacji. Nie jest to jednak ewenement, gdyż prawie każde państwo dąży do zapewnienia sobie możliwości decydowania o oddawaniu nieruchomości w ręce obcokrajowców, a co najmniej zapewnienia sobie możliwości kontroli nad obrotem nieruchomościami z udziałem cudzoziemców. Jest to nierozzerwalnie związane z suwerenną władzą państwa na jego terytorium i dążeniem do zapewnienia integralności terytorialnej, a także ochroną własnych obywateli.

Polska, podpisując Traktat Akcesyjny UE, zobowiązała się dostosować swoje unormowania prawne w zakresie nabywania nieruchomości przez podmioty pochodzące z państw członkowskich EOG do ustaleń przyjętych w tym Traktacie. Efektem tego są większe uprawnienia i możliwości przysługujące grupie tych podmiotów w zakresie nabywania nieruchomości w Polsce. W ciągu badanych lat Polska uważana była przez cudzoziemców za kraj stabilny i atrakcyjny dla inwestycji gospodarczych. Odrębną kategorią podmiotów zainteresowanych zakupem nieruchomości są przedstawiciele polskiej emigracji, którzy przed laty wyruszyli na zachodnie rynki pracy w poszukiwaniu lepszych warunków bytowych, a obecnie powracają do Polski na stałe lub rekreacyjnie.

Literatura

- Hartwich F.: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez cudzoziemców. Bydgoszcz 2010.
- Jagielski J.: Status prawny cudzoziemca w Polsce. Warszawa 1997.
- Kawecka-Pysz J.: Nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców. Kraków 2004.
- Kucharska-Stasiak E.: Nieruchomość w gospodarce rynkowej. Warszawa 2006.
- Nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców – aspekty prawne i negocjacyjne. Red. C. Herma. Warszawa 2002.
- Niemczyk R.: Gospodarka i obrót nieruchomościami. Warszawa 2009.
- Nieruchomości w Polsce: pośrednictwo i zarządzanie. Red. W.J. Brzeski, D. Cichoń, K. Jurek, B. Rogatko. Warszawa-Kraków 2007.
- Rudnicki S.: Własność nieruchomości. Warszawa 2007.
- Skoczyła J.J., Szlęzak E.: Cywilnoprawny obrót nieruchomościami przez cudzoziemców. Warszawa 2010.
- Wereśniak-Masri I.: Nabywanie nieruchomości przez cudzoziemców w Polsce. Komentarz. Warszawa 2011.
- Ustawa z dnia 13 czerwca 2003 r. o cudzoziemcach. Dz.U. z 2011 r., nr 264, poz. 1573 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny. Dz.U. z 1964 r., nr 16, poz. 93 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 24 marca 1920 r. o nabywaniu nieruchomości przez cudzoziemców. Dz.U. z 2004 r., nr 167, poz. 1758 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 15 lutego 1962 r. o obywatelstwie polskim. Dz.U. z 2000 r., nr 28, poz. 353 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 19 listopada 1999 r. Prawo działalności gospodarczej. Dz.U. z 1999 r., nr 101, poz. 1178.
- Ustawa z dnia 4 lutego 2011 r. Prawo prywatne międzynarodowe. Dz.U. z 2011 r., nr 80, poz. 432.
- Ustawa z dnia 20 kwietnia 2004 r. o promocji zatrudnienia i instytucjach rynku pracy. Dz.U. z 2008 r., nr 69, poz. 415 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej. Dz.U. z 2010 r., nr 220, poz. 1447 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 24 czerwca 1994 r. o własności lokali. Dz.U. z 2000 r., nr 80, poz. 903 z późn. zm.

TRANSACTIONS OF REAL ESTATES PURCHASES BY FOREIGN CITIZENS IN POLAND IN 2007-2011

Summary

The purpose of the paper is to perform analysis of changes in level of real estates' purchases by foreign citizens in Poland in 2007-2011. Moreover the author tries to describe origins of trends in this statistics. The basis for analysis is data published in yearly Report of Ministry of Interior concerning fulfillment of the act on purchases of real estates by foreign citizens. The act establishes protective measures in order to control especially purchases of ground plots by foreign citizens. On one hand it is observed that liberal regulations concerning investments by foreign entities are implemented in Poland and on the other hand the act includes specified limitations to purchases of real estates (including ground plots) that in some situations can become the basis for economic activity.

EWOLUCJA POZIOMU I STRUKTURY KOSZTÓW UTRZYMANIA MIESZKAŃ NA PRZYKŁADZIE POLSKI

Wprowadzenie

Posiadanie mieszkania jest jedną z najważniejszych potrzeb każdego człowieka. Zaspokaja ono nie tylko potrzeby niższego rzędu, jak potrzeba bezpieczeństwa, ale również coraz częściej służy do zapewnienia realizacji potrzeb wyższego rzędu. Ludzie od wieków odczuwali konieczność posiadania mieszkania, które ma szczególne znaczenie dla każdej rodziny – nie tylko jako miejsce schronienia, ale również przestrzeń, w której rozwijają się stosunki rodzinne.

W ostatnich latach nastąpił nie tylko wzrost liczby potrzeb zaspokajanych przez mieszkania, ale również zmiana modelu i struktury gospodarstw domowych. Zmiany w modelu rodziny wpływają nie tylko na zmiany w koncepcjach zagospodarowania i użytkowania powierzchni mieszkaniowych, ale również w strukturze wydatków związanych z utrzymaniem i wyposażeniem mieszkań¹. Zaspokojenie kompleksu potrzeb z nimi związanych stanowi istotne miejsce w budżecie gospodarstw domowych².

1. Wzrost standardu mieszkaniowego Polaków

Rozwój budownictwa mieszkaniowego spowodował wzrost liczby mieszkań. Przede wszystkim związane jest to z przyrostem ludności, któremu powinien odpowiadać przyrost substancji mieszkaniowej dla prawidłowego rozwoju mia-

¹ H. Gawron: Potrzeby mieszkaniowe klientów na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania (na przykładzie Poznania). UE w Poznaniu, Poznań 2012, s. 38.

² J. Łaszek: Sektor nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju. SGH w Warszawie, Warszawa 2004, s. 17.

sta³. Stan zasobów mieszkaniowych można ocenić na podstawie liczby mieszkań, powierzchni użytkowej, liczby izb czy kubatury budynków itp. Porównując bieżące dane mieszkaniowe z latami poprzednimi można bez trudu zauważyć, jak znacznie zmienił się stan zasobów mieszkaniowych w Polsce. Poprawił się też standard mieszkaniowy. Standard mieszkaniowy można określić na podstawie takich cech statystycznych jak: wiek zasobów mieszkaniowych, wielkość oraz wyposażenie mieszkań w instalacje itp.

Wiek mieszkań w Polsce systematycznie się poprawia. Na podstawie wyników Narodowego Spisu Powszechnego Ludności i Mieszkań z 2011 roku, mieszkania w budynkach, które zostały wybudowane po 1944 roku, stanowiły w 2011 roku już około 75% wszystkich mieszkań. Zmalała w stosunku do ogółu mieszkań o 1,4% w porównaniu do 2002 roku liczba mieszkań wybudowanych przed 1918 rokiem. Stanowią one jednak nadal 9% ogółu mieszkań. Mieszkania wybudowane w latach 1918-1944 to około 11,48% ogółu zasobów mieszkaniowych. Największy odsetek (24%) w strukturze mieszkań w 2011 roku stanowiły mieszkania wybudowane w latach 1945-1970. Na podstawie wyników spisu powszechnego z 2011 roku można stwierdzić, że większość zasobów mieszkaniowych to mieszkania wybudowane w okresie powojennym. Następuje ciągle poprawa ich stanu. Nowe mieszkania (do 20 lat) stanowią jedynie około 9% ogółu zasobów. Analizując standard mieszkaniowy, można brać również pod uwagę inne ich elementy, jak np. przeciętna liczba izb w jednym mieszkaniu. Wskaźnik ten wzrósł do 3,69 izby na mieszkanie w 2010 roku, podczas gdy w roku 1960 wynosił średnio 2,46 izby. Jednocześnie zmniejsza się też przeciętna liczba osób przypadająca na 1 mieszkanie, co ukazuje tabela 1.

Tabela 1

Zmiany standardu mieszkaniowego w Polsce w latach 1960-2010

Lata	Przeciętnie:				
	Liczba izb na 1 mieszkanie	Pow. użytkowa 1 mieszkania	Pow. użytkowa na 1 osobę	Liczba osób na 1 mieszkanie	Liczba osób na 1 izbę
1960	2,46	-	-	4,08	1,66
1970	2,87	50,7	12,9	3,94	1,37
1878	3,15	53,9	14,7	3,66	1,16
1988	3,39	59,1	17,1	3,46	1,02
1995	3,61	58,7	18,5	3,46	0,96
2000	3,48	61,3	19,0	3,22	0,94
2002	3,48	61,7	19,4	3,18	0,91
2010	3,69	69,3	23,2	2,99	0,81

Źródło: Roczniki Statystyczne GUS z lat 1960-2010, Warszawa.

³ A. Sobczak: Standard mieszkaniowy i jego rola w procesie dzietności ludności miejskiej w Polsce. AE w Poznaniu, Poznań 1993, s. 27.

Standard mieszkaniowy w miastach w Polsce ulega stopniowej poprawie. Jest to związane z budowaniem nowych mieszkań oraz modernizacją budynków wybudowanych wcześniej. Jednak analizując wyniki Narodowego Spisu Powszechnego Ludności i Mieszkań z 2011 roku i porównując sytuację mieszkaniową ludności w mieście i na wsi, zdecydowanie gorzej wypada wieś, pomimo znacznej poprawy od 1989 roku. Należy również wziąć pod uwagę, że wzrost liczby izb w mieszkaniu oraz przeciętnej powierzchni użytkowej na 1 osobę doprowadził do poprawy standardu mieszkaniowego, ale z drugiej strony spowodował też wzrost kosztów utrzymania mieszkań.

2. Wzrost standardu mieszkaniowego a wzrost kosztów utrzymania i wyposażenia mieszkań i zmiana ich struktury

Wydatki mieszkaniowe stanowią istotną część wydatków ponoszonych przez gospodarstwa domowe. W celu określenia wzrostu kosztów utrzymania i wydatków na wyposażenie mieszkania porównano takie koszty w latach 1996 i 2011.

W poniższej analizie w pierwszej kolejności porównano przeciętne miesięczne wydatki gospodarstw domowych na 1 osobę związane z utrzymaniem mieszkania w zależności od zajmowanego stanowiska pracy. Jak z niej wynika, wyróżniają się gospodarstwa emerytów i rencistów. Koszty mieszkania w wydatkach na towary konsumpcyjne i usługi są w tej grupie osób najwyższe. Przeciętnie wielkość tych kosztów wyniosła w 2011 roku około 26-28% wydatków na towary i usługi konsumpcyjne ogółem i wzrosła w stosunku do 1996 roku w przypadku rencistów o około 6%. Najniższe koszty ponosiły z kolei gospodarstwa domowe rolników oraz osób pracujących na stanowiskach nierobotniczych, gdzie koszty mieszkania przypadające na 1 osobę w gospodarstwie domowym stanowiły około 19% wydatków na towary konsumpcyjne i usługi. Różnice pomiędzy wielkością kosztów mieszkaniowych przypadających na 1 osobę w poszczególnych gospodarstwach domowych związane są z przeciętną wielkością mieszkania przypadającą na 1 osobę oraz liczbą osób je zamieszkujących. Gospodarstwa domowe emerytów i rencistów są zazwyczaj mniejsze. Większe jest wtedy obciążenie spowodowane wydatkami stałymi przypadającymi na mieszkanie. Z kolei wyższe wydatki osób pracujących na własny rachunek wynikają zazwyczaj z większych dochodów i posiadania większych mieszkań (np. domów jednorodzinnych).

Koszty utrzymania mieszkania związane z opłatą czynszu w kosztach utrzymania i wyposażenia mieszkania we wszystkich grupach pracowniczych kształtu-

ją się na podobnym poziomie i wynoszą ok. 13-15%. Jedynym wyjątkiem są koszty utrzymania mieszkań rolników, które stanowiły w 2011 roku zaledwie 2,68% wydatków ogółem. Duże różnice występują w kosztach energii elektrycznej (która zazwyczaj stanowi przeciętnie 50% w wydatkach mieszkaniowych) oraz w kosztach wyposażenia mieszkania. Największy jest udział energii elektrycznej w kosztach utrzymania gospodarstw emerytów i rencistów oraz rolników. Z kolei wydatki związane z wyposażeniem mieszkania są stosunkowo niskie w przypadku emerytów i rencistów.

Porównując ogólny udział wydatków mieszkaniowych w wydatkach ogółem w roku 2011 do 1996 roku, można zauważyć tendencję wzrostową. Wszystkie z analizowanych wydatków mieszkaniowych wzrosły, a w szczególności koszty energii elektrycznej. Jednakże udział kosztów mieszkaniowych w wydatkach na towary konsumpcyjne i usługi konsumpcyjne maleje, oprócz grupy emerytów i rencistów.

cd. tabeli 2

Koszty mieszkania + wyposażenia mieszkania (w PLN/miesiąc)	1996	88,48	89,18	74,51	117,76	60,06	63,39	105,41	110,44	46,04
	2011	259,39	242,64	196,06	300,41	171,61	290,11	318,97	329,43	276,40
Koszty mieszkania w wydatkach na towary i usługi konsumpcyjne ogółem	1996	22,27%	21,89%	21,86%	21,93%	17,50%	17,42%	18,41%	25,02%	19,62%
	2011	21,64%	19,98%	21,52%	18,82%	18,69%	19,42%	26,42%	26,10%	28,07%
Koszty utrzymania (czynsz) w kosztach mieszkania i wyposażenia mieszkania	1996	10,40%	12,79%	13,88%	11,46%	0,58%	0,14%	8,73%	11,00%	17,55%
	2011	14,56%	15,45%	13,97%	16,65%	2,68%	13,27%	12,99%	12,65%	14,66%
Nośniki energii w kosztach mieszkania i wyposażenia mieszkania	1996	42,55%	38,93%	41,20%	36,12%	40,06%	40,91%	35,39%	50,61%	46,50%
	2011	47,89%	45,08%	49,03%	41,88%	51,98%	46,35%	53,85%	53,46%	55,77%
Wyposażenie mieszkania w kosztach mieszkania i wyposażenia mieszkania	1996	15,55%	16,23%	15,30%	17,37%	18,23%	18,19%	21,57%	12,00%	12,68%
	2011	18,91%	20,29%	17,98%	22,16%	22,78%	21,76%	15,64%	16,18%	13,05%
Ogółem udział kosztów mieszkania wraz z wyposażeniem w wydatkach na towary usługi konsumpcyjne ogółem	1996	26,37%	26,13%	25,81%	26,54%	21,40%	21,29%	23,48%	28,43%	22,47%
	2011	26,69%	25,06%	26,24%	24,18%	24,20%	24,82%	31,32%	31,13%	32,28%

Źródło: Budżety gospodarstw domowych w 1996 i 2011 r., GUS, Warszawa.

Warto też porównać wydatki gospodarstw domowych na cele mieszkaniowe w zależności od liczby osób w gospodarstwach domowych. Można tutaj zaobserwować spadek ogółu wydatków oraz wydatków na mieszkanie przypadających na 1 osobę wraz ze wzrostem liczby osób w gospodarstwie domowym. W przypadku gospodarstw jednoosobowych koszty związane z mieszkaniem stanowiły ok. 28% wydatków na towary konsumpcyjne i usługi konsumpcyjne, z kolei w gospodarstwach 6-osobowych wydatki te stanowiły ok. 20%. Wzrost liczby osób w gospodarstwie domowym powoduje spadek kosztów mieszkaniowych w przeliczeniu na 1 osobę.

Emeryci i renciści, najczęściej mieszkający samotnie bądź w gospodarstwach 2-osobowych, ponoszą znaczne wyższe koszty utrzymania mieszkania. Przydzielone im niegdyś mieszkania są obecnie dla nich za duże i za drogie⁴. Z kolei w przypadku rolników, gdzie często w jednym domu mieszka kilka pokoleń i liczba osób w gospodarstwie domowym jest znacznie wyższa, koszt utrzymania mieszkania przypadający na 1 osobę jest niższy.

⁴ M. Szyszka: *Polityka rodzinna w Polsce 1990-2004*. Wydawnictwo KUL, Lublin 2008, s. 187-188.

Tabela 3
Wydatki mieszkaniowe w latach 1996 i 2011 w zależności od liczby osób w gospodarstwie domowym

	Gospodarstwa domowe ogółem	GOSPODARSTWA DOMOWE WG LICZBY OSÓB					
		1-osobowe	2-osobowe	3-osobowe	4-osobowe	5-osobowe	6-osobowe i więcej
Przeciętne miesięczne wydatki na 1 osobę w gospodarstwach domowych (w PLN)	1996 351,00	577,79	487,01	399,57	328,86	266,45	220,11
Przeciętne miesięczne wydatki na 1 osobę w gospodarstwach domowych na towary konsumpcyjne i usługi konsumpcyjne ogółem (w PLN) w tym:	2011 1015,12	1647,9	1370,54	1744,03	904,62	720,62	574,76
	1996 335,55	545,69	458,95	381,47	316,73	257,82	212,12
	2011 971,83	1542,69	1282,44	1099,08	879,7	704,32	562,98
Wypożyczenie mieszkania (w PLN/miesiąc)	1996 13,76	20,49	19,27	16,01	13,16	11,18	7,41
	2011 49,05	72,47	68,22	54,53	44,66	34,49	26,37
Koszty mieszkania (w PLN/miesiąc). Do nich należą m.in.:	1996 74,72	163,10	117,64	84,23	65,27	50,23	37,82
	2011 210,34	431,27	297,96	216,27	168,84	136,06	111,21
Oplaty na rzecz właścicieli oraz inne usługi związane z zamieszkaniem (w PLN/miesiąc)	1996 9,20	27,92	14,53	11,50	7,99	5,09	2,18
	2011 37,76	108	56,33	38,68	27,09	17,4	10,68
Zimna woda łącznie z usługami kanalizacyjnymi (w zł/miesiąc)	1996 3,49	6,59	4,93	4,21	3,47	2,47	1,39
	2011 22,33	38,77	30,58	23,7	19,28	15,76	11,88
Nośniki energii (w PLN/miesiąc)	1996 37,65	89,97	62,07	41,85	30,96	24,59	18,87
W tym:	2011 124,21	243,1	176,08	126,08	99,14	83,9	72,64
Energia elektryczna i gaz (w PLN/miesiąc)	1996 15,57	30,99	22,15	17,22	13,95	11,75	9,50
	2011 68,03	119,58	92,5	71,55	57,47	49,84	39,35
Energia ciepła (w PLN/miesiąc)	1996 12,15	31,82	19,17	15,11	11,70	6,46	2,74
	2011 23,77	69,35	37,64	25,85	16,47	8,84	4,26
Opal (w PLN/miesiąc)	1996 9,92	27,17	20,76	9,52	5,31	6,38	6,63
	2011 32,41	54,18	35,94	28,67	25,2	25,22	29,03
Koszty mieszkania + wyposażenia mieszkania (w zł/miesiąc)	1996 88,48	183,59	136,91	100,24	78,43	61,41	45,23
	2011 259,39	503,74	366,18	270,80	213,50	170,55	137,58
Koszty mieszkania w wydatkach na towary i usługi konsumpcyjne ogółem	1996 22,27%	29,89%	25,63%	22,08%	20,61%	19,48%	17,83%
	2011 21,64%	27,96%	23,23%	19,68%	19,19%	19,32%	19,75%
Koszty utrzymania (czynsz) w kosztach mieszkania i wyposażenia mieszkania	1996 10,40%	15,21%	10,61%	11,47%	10,19%	8,29%	4,82%
	2011 14,56%	21,44%	15,38%	14,28%	12,69%	10,20%	7,76%
Nośniki energii w kosztach mieszkania i wyposażenia mieszkania	1996 42,55%	49,01%	45,34%	41,75%	39,47%	40,04%	41,72%
	2011 47,89%	48,26%	48,09%	46,56%	46,44%	49,19%	52,80%
Wypożyczenie mieszkania w kosztach mieszkania i wyposażenia mieszkania	1996 15,55%	11,16%	14,07%	15,97%	16,78%	18,21%	16,38%
	2011 18,91%	14,39%	18,63%	20,14%	20,92%	20,22%	19,17%
Ogółem udział kosztów mieszkania wraz z wyposażeniem w wydatkach na towary i usługi konsumpcyjne ogółem	1996 26,37%	33,64%	29,83%	26,28%	24,76%	23,82%	21,32%
	2011 26,69%	32,65%	28,55%	24,64%	24,27%	24,21%	24,44%

Źródło: Budżety gospodarstw domowych w 1996 i 2011 r., GUS, Warszawa.

3. Poziom kosztów utrzymania zasobów mieszkaniowych w Polsce w porównaniu z innymi krajami

Standard mieszkaniowy Polaków jest ciągle znacznie niższy niż w krajach wysoko rozwiniętych. Można więc też oczekiwać, że koszty utrzymania i wydatki na wyposażenie mieszkania są w wymienionej grupie krajów znacznie wyższe, jednak zależą one również od innych zmiennych mających wpływ na koszty mieszkaniowe, jak: model rodziny, poziom dochodów bądź też rodzaj własności.

Porównując sytuację mieszkaniową w Polsce na tle innych krajów można stwierdzić, że na 1000 mieszkańców przypada około 310 mieszkań i jest to najgorszy wynik w krajach Europy Środkowo-Wschodniej. Przykładowo nawet w Rumunii na 1000 mieszkańców przypada około 390 mieszkań. Znacznie lepiej wygląda sytuacja, biorąc pod uwagę liczbę nowych mieszkań. W Polsce w roku 2009 wynosiła ona 4,2 mieszkania na 1000 mieszkańców, podczas gdy we wspomnianej Rumunii tylko 1,5 mieszkania. Z analizy danych Eurostatu⁵ z 2009 roku wynika, że prawie połowa (41,8%) mieszkańców 27 krajów Unii Europejskiej mieszkała w domach wielorodzinnych – najwięcej na Litwie, w Hiszpanii i Estonii. Z kolei w Słowenii, na Węgrzech i w Rumunii ponad 60% mieszkańców zamieszkiwało domy jednorodzinne wolnostojące. W Polsce prawie połowa mieszkańców (47,8%) zamieszkuje mieszkania w domach wielorodzinnych, a prawie tyle samo mieszka w domach jednorodzinnych. W 2009 roku 17,7% ludności Unii Europejskiej zamieszkiwało przeludnione mieszkania, przy czym najwyższy wskaźnik był w krajach Europy Wschodniej (Łotwa – 57,7%, Rumunia – 55,3%). W Polsce wskaźnik ten wyniósł 49,1% w 2009 roku. Porównując sytuację osób, które dysponują dochodem w wysokości 60% mediany krajowej, wskaźnik przeludnienia wśród tych osób dla UE-27 wynosił 30%. Porównując wskaźniki deprivacji (wskaźnik ukazujący odsetek osób, które żyją w warunkach przeludnienia oraz ich mieszkania cechuje jeden z elementów deprivacji mieszkaniowej) w Unii Europejskiej wynosił on 5,9% w 2009 roku. Najwyższy był w Rumunii i na Łotwie. W Polsce wskaźnik deprivacji wynosił 15,2%.

Na podstawie danych statystycznych dotyczących kosztów utrzymania mieszkań w wybranych krajach można odnotować znaczne różnice w udziale kosztów utrzymania i wyposażenia w stosunku do całości wydatków ludności (tabela 4).

⁵ http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Housing_statistics/pl.

Tabela 4

Koszty utrzymania mieszkania i wyposażenie w wybranych krajach

		% ogółu wydatków w cenach bieżących		
Kraj	Lata	Koszty mieszkania i nośnika energii	Koszty wyposażenie mieszkania	Udział łącznie kosztów mieszkania, nośników energii i kosztów wyposażenia mieszkania w ogóle wydatków
Austria	2000	19,4	7	26,4
	2010	21,6	6,6	28,2
Belgia	2000	23,4	6,5	29,9
	2010	24,0	5,9	29,9
Białoruś	2000	5,6	3,2	8,8
	2008	9,9	5,0	14,9
Bułgaria	2000	23,6	3,5	27,1
	2005	20,0	4,0	24,0
Dania	2000	26,6	5,8	32,4
	2010	29,8	5,4	35,2
Finlandia	2000	24,7	4,8	29,5
	2010	26,9	5,4	32,3
Francja	2000	23,1	6,0	29,1
	2010	25,5	5,8	31,3
Irlandia	2000	17,8	7,2	25,0
	2008	22,3	6,1	28,4
Niemcy	2000	22,9	7,9	30,8
	2010	24,6	6,2	30,8
POLSKA	2000	20,5	4,4	24,9
	2010	24,1	4,5	28,6
Portugalia	2000	13,0	7,0	20,0
	2009	15,6	6,1	21,7
Rep. Czeska	2000	21,0	5,3	26,3
	2010	26,8	5,4	32,2
Słowenia	2000	19,0	5,9	24,9
	2010	19,0	6,4	25,4
Szwecja	2000	27,5	4,4	31,9
	2010	26,9	5,2	32,1
Ukraina	2001	9,3	3,1	12,4
	2007	11,8	3,9	15,7
Wlk. Brytania	2000	17,9	6,0	23,9
	2010	23,9	5,1	29

Źródło: Rocznik statystyki międzynarodowej. GUS 2012, s. 205-206⁶, tabl. 5 (103). Spożycie indywidualne w sektorze gospodarstw domowych (ceny bieżące).

⁶ „Średnia dla UE-27 maskuje znaczne różnice występujące między państwami członkowskimi: na jednym końcu skali znalazł się szereg państw członkowskich, w których do gospodarstw domowych o wydatkach mieszkaniowych przekraczających 40% ich dochodu do dyspozycji należał

Na podstawie danych z tabeli 4 można stwierdzić, jakie różnice występują w udziale kosztów związanych z mieszkaniem i jego wyposażeniem w wydatkach ogółem gospodarstw domowych poszczególnych państw europejskich. Można zauważyć znaczny udział tych kosztów w państwach skandynawskich oraz w krajach wysoko rozwiniętych, gdzie stanowią one ok. 30% wszystkich wydatków. Z kolei w państwach wschodniej Europy koszty te są znacznie niższe i np. na Ukrainie czy Białorusi stanowią około 15%. Jednocześnie w przypadku Białorusi zauważalny jest istotny wzrost udziału tych kosztów w 2009 roku w stosunku do 2000 roku (wzrost o blisko 100%).

Można zakładać, że koszty utrzymania i wyposażenia mieszkań są zależne od wielkości i charakteru gospodarstw domowych oraz wieku ludności. Takie współzależności próbowano ustalić na przykładzie wydatków mieszkaniowych gospodarstw domowych w Niemczech.

Biorąc pod uwagę podział społeczeństwa Niemiec na osoby samotne, pary bez dzieci oraz pary z dziećmi – koszty utrzymania mieszkania w wydatkach konsumpcyjnych ogółem (podobnie jak w Polsce) najwyższe są w przypadku osób samotnych i wynoszą 46%, a biorąc pod uwagę koszty mieszkania wraz z jego wyposażeniem w wydatkach ogółem, pochłaniają one ponad 50% ogólnych wydatków. Jest to znaczna różnica w porównaniu z gospodarstwami domowymi w Polsce, gdzie koszty te wynosiły odpowiednio 22% i 27%. Analogicznie jak w Polsce, wraz ze wzrostem liczby osób w gospodarstwie domowym, ogólnie koszty utrzymania mieszkania rosną, jednak ich udział w wydatkach ogółem spada – do ok. 37% w przypadku par z dziećmi w Niemczech (tabela 5).

Z kolei analizując koszty mieszkania w Niemczech w zależności od wieku, zauważyć można wzrost kosztów oraz ich udziału w wydatkach ogółem wraz ze wzrostem wieku osób w gospodarstwie domowym.

względnie niewielki odsetek ludności; dotyczy to zwłaszcza Cypru (2,4%), Francji (3,4%), Malty (3,5%), Luksemburga (3,7%), Słowenii (3,9%), Irlandii (4,0%), Estonii i Finlandii (w obu przypadkach 4,4%). Z drugiej strony prawie jedna czwarta ludności Danii (24,4%) i Grecji (22,1%) przeznaczala na wydatki mieszkaniowe powyżej 40% swojego dochodu ekwiwalentnego do dyspozycji, co jest wynikiem wyraźnie wyższym od stwierdzonego w Zjednoczonym Królestwie (16,3%) i Rumunii (15,5%), zajmujących pod tym względem kolejne miejsca”; http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Housing_statistics/pl#Wi.C4.99cej_informacji_z_Eurostatu.

Tabela 5

Wydatki mieszkaniowe w Niemczech w zależności od wielkości gospodarstw domowych (EUR/miesiąc)

Wydatki konsumpcyjne	Średnio	Samotni	Pary bez dzieci	Pary z dziećmi
Wydatki konsumpcyjne ogółem w gospodarstwie domowym	2168	1416	2547	2998
Koszty mieszkania	738	657	822	925
Koszty utrzymania (czynsz)	586	510	646	739
Koszty energii elektrycznej	142	131	162	172
Wyposażenie mieszkania	118	78	158	175
Koszty mieszkania i wyposażenia	856	735	980	1100
Koszty mieszkania w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	34,04%	46,40%	32,27%	30,85%
Koszty utrzymania (czynsz) w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	27,03%	36,02%	25,36%	24,65%
Energia elektryczna w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	6,55%	9,25%	6,36%	5,74%
Wyposażenie mieszkania w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	5,44%	5,51%	6,20%	5,84%
Udział kosztów mieszkania z wyposażeniem w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	39,48%	51,91%	38,48%	36,69%

Źródło: Dane dotyczące społeczeństwa i państwa na stronie Statistisches Bundesamt Deutschland, <https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/SocietyState/SocietyState.html>.

Tabela 6

Wydatki mieszkaniowe w Niemczech w zależności od wieku (EUR/miesiąc)

Wydatki konsumpcyjne	Średnio	25-35	35-45	45-55	55-65	65-70	70-80	Pow. 80
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Wydatki konsumpcyjne ogółem w gospodarstwie domowym	2168	1822	2743	2395	2204	2079	1946	1698
Koszty mieszkania	738	596	765	777	757	739	732	699
Koszty utrzymania (czynsz)	586	488	617	617	599	586	566	542
Koszty energii elektrycznej	142	102	137	151	148	143	150	147
Wyposażenie mieszkania	118	103	128	136	128	101	93	80
Koszty mieszkania i wyposażenia	856	699	893	913	885	840	825	779
Koszty mieszkania w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	34,04%	32,71%	27,89%	32,44%	34,35%	35,55%	37,62%	41,17%

cd. tabeli 6

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Koszty utrzymania (czynsz) w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	27,03%	26,78%	22,49%	25,76%	27,18%	28,19%	29,09%	31,92%
Energia elektryczna w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	6,55%	5,60%	4,99%	6,30%	6,72%	6,88%	7,71%	8,66%
Wypożyczenie mieszkania w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	5,44%	5,65%	4,67%	5,68%	5,81%	4,86%	4,78%	4,71%
Udział kosztów mieszkania z wyposażeniem w wydatkach konsumpcyjnych ogółem	39,48%	38,36%	32,56%	38,12%	40,15%	40,40%	42,39%	45,88%

Źródło: Ibid.

Podsumowanie

Sytuacja mieszkaniowa w Polsce ulega ciągłej poprawie. Zwiększa się powierzchnia mieszkań, liczba izb oraz powierzchnia mieszkania przypadająca na jednego mieszkańca. Poprawia się również standard mieszkaniowy poprzez budowanie nowych oraz remontowanie starych zasobów mieszkaniowych. Coraz więcej mieszkań wyposażonych jest we wszystkie podstawowe instalacje, jakie powinny się w nich znajdować. Wraz ze wzrostem standardu mieszkaniowego można zaobserwować wzrost kosztów utrzymania mieszkań. W ostatnich latach, pomimo wzrostu przychodów ogółem na 1 osobę w gospodarstwie domowym, koszty utrzymania mieszkań systematycznie rosną i pochłaniają coraz więcej ogólnych wydatków na towary konsumpcyjne i usługi. Jednocześnie należy zauważyć, że w Polsce w porównaniu do krajów wysoko rozwiniętych o znacznie wyższym standardzie mieszkaniowym koszty utrzymania mieszkania nie należą do najwyższych.

Literatura

- Gawron H.: Potrzeby mieszkaniowe klientów na lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych i sposoby ich zaspokajania (na przykładzie Poznania). UE w Poznaniu, Poznań 2012.
- Łaszek J.: Sektor nieruchomości mieszkaniowych w Polsce. Stan i perspektywy rozwoju. SGH w Warszawie, Warszawa 2004.
- Sobczak A.: Standard mieszkaniowy i jego rola w procesie dzietności ludności miejskiej w Polsce. AE w Poznaniu, Poznań 1993.
- Szyszka A.: Polityka rodzinna w Polsce 1990-2004. Wydawnictwo KUL, Lublin 2008.
- Witryna internetowa Głównego Urzędu Statystycznego: www.stat.gov.pl.
- Witryna internetowa Europejskiego Urzędu Statystycznego: www.epp.ec.europa.eu.

EVOLUTION OF LEVEL AND STRUCTURE OF HOUSING COSTS (on the example of Poland)

Summary

Having a place to live is one of the most important human needs. Nowadays, we are observing changes in family model and housing standard, which determine the size of households' expenditure on living conditions. More and more often people spend most of their incomes on maintaining their dwellings.

The aim of the article is to present how the housing standard was changing in Poland over the years and how it influenced the volume of households' housing expenditure depending on job career and household size in Poland. Furthermore, the author presents a comparison of housing costs in Poland and other countries.

III PRZEDSIĘBIORSTWO NA RYNKU INWESTYCYJNYM

Małgorzata Jaworek,

Marcin Kuzel

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

AKTYWNOŚĆ INWESTYCYJNA NAJWIĘKSZYCH PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

Wprowadzenie

Według jednego z najważniejszych paradygmatów zarządzania, głównym celem przedsiębiorstwa jest maksymalizacja jego wartości¹. Aby generować bogactwo dla właścicieli, przedsiębiorstwo musi się rozwijać². Rozwój ten wyraża się m.in. przez wzrost poziomu technicznego, ilościowy oraz jakościowy wzrost produkcji, poprawę efektywności gospodarowania, ekspansję eksportową, wzrost kwalifikacji pracowników, poprawę warunków pracy czy powiększanie majątku. Rozwój jest warunkiem koniecznym przetrwania przedsiębiorstwa³. Jednym,

¹ Z neoklasycznego punktu widzenia wszystkie decyzje podejmowane przez przedsiębiorstwa mają na celu maksymalizację bogactwa akcjonariuszy. S. Sudarsanam: Fuzje i przejęcia. WIG-Press, Warszawa 1998, s. 14.

² Przy czym przez rozwój przedsiębiorstwa należy rozumieć długotrwały i ukierunkowany proces przeobrażeń zarówno ilościowych, jak i jakościowych, właściwie przekształcających strukturę wewnętrzną i formę działania przedsiębiorstwa. A. Michalak: Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce. WN PWN, Warszawa 2007, s. 20.

³ Sama egzystencja, która nie jest nastawiona na rozwój, prowadzi do obumierania przedsiębiorstwa, a w konsekwencji do jego upadku. M. Marcinkowska: Kształtowanie wartości firmy. WN PWN, Warszawa 1999, s. 18.

często najważniejszym sposobem realizacji rozwoju, gwarantującym jednocześnie przetrwanie przedsiębiorstwa, są inwestycje⁴. Inwestowanie jest dla każdego przedsiębiorstwa obiektywną koniecznością. Funkcjonowanie podmiotów w warunkach globalnej konkurencji, zwłaszcza w długim okresie, bez ponoszenia nakładów inwestycyjnych jest niemożliwe. Ważnym problemem badawczym wydaje się zatem odpowiedź na pytanie o aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw.

Celem artykułu jest pomiar aktywności inwestycyjnej największych przedsiębiorstw w Polsce z uwzględnieniem ich struktury własnościowej (podmioty z kapitałem zagranicznym *versus* podmioty bez tego kapitału) oraz odniesienie otrzymanych wyników do działalności ogółu przedsiębiorstw składających bilans. W artykule wykorzystano rankingi 2000 największych przedsiębiorstw w Polsce, publikowane przez dziennik „Rzeczpospolita” oraz informacje zawarte w opracowaniach Głównego Urzędu Statystycznego (GUS). Dokonując pomiaru aktywności inwestycyjnej posłużono się: dwoma wskaźnikami intensywności inwestowania, wskaźnikiem reprodukcji majątku oraz wartościami nakładów inwestycyjnych w przeliczeniu na 1 przedsiębiorstwo i 1 zatrudnionego.

1. Działalność inwestycyjna podmiotów z Listy 2000 największych przedsiębiorstw

Wartość nakładów inwestycyjnych (nabycie wartości niematerialnych i prawnych oraz rzeczowych aktywów trwałych) zrealizowanych przez największe przedsiębiorstwa w Polsce wyniosła w 2009 roku 66,163 bln PLN, a w 2011 roku była równa 67,886 bln PLN. Biorąc pod uwagę liczbę przedsiębiorstw, które w omawianych okresach ujawniły informacje na temat swoich inwestycji, można stwierdzić, że skala działalności inwestycyjnej w 2011 roku była wyższa w porównaniu z rokiem 2009. Wskazuje na to zarówno ogólna wartość nakładów inwestycyjnych, jak również wartości przeciętne w przeliczeniu na 1 przedsiębiorstwo (54,75 mln PLN w porównaniu z 47,84 mln PLN w 2009 roku) oraz na 1 zatrudnionego (50,29 tys. PLN w porównaniu z 46 tys. PLN w 2009 roku). Należy przy tym podkreślić, że większa aktywność inwestycyjna charakteryzowała przedsiębiorstwa bez kapitału zagranicznego, w przypadku których wielkość nakładów inwestycyjnych – w przeciwieństwie do przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym – zdecydowanie wzrosła (tabela 1).

⁴ H. Towarnicka: Strategia inwestycyjna przedsiębiorstw. Wydawnictwo AE im. Oskara Langego, Wrocław 2004, s. 33.

Tabela 1

Wartość nakładów inwestycyjnych, intensywność inwestowania oraz skala reprodukcji majątku największych przedsiębiorstw w Polsce w latach 2009 i 2011

Wyszczególnienie	Największe przedsiębiorstwa ogółem		Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym		Przedsiębiorstwa bez kapitału zagranicznego	
	2009	2011	2009	2011	2009	2011
Ogólna wartość nakładów inwestycyjnych (mln PLN)	66 163 (1383)	67 886 (1240)	31 502 (665)	21 714 (604)	34 661 (718)	41 942 (636)
Wartość nakładów inwestycyjnych przypadająca na 1 przedsiębiorstwo (mln PLN)	47,84 (1383)	54,75 (1240)	47,37 (665)	42,95 (604)	48,27 (718)	65,95 (636)
Wartość nakładów inwestycyjnych w relacji do wielkości zatrudnienia (tys. PLN)	46,00 (527)	50,29 (534)	45,17 (232)	50,05 (250)	46,62 (295)	50,44 (284)
Intensywność inwestowania (1) – relacja nakładów inwestycyjnych do wartości przychodów ze sprzedaży (%)	6,63 (1383)	6,37 (1240)	6,03 (665)	4,62 (604)	7,30 (718)	7,58 (636)
Intensywność inwestowania (2) – relacja nakładów inwestycyjnych do wartości aktywów (%)	7,02 (1364)	6,42 (1232)	7,06 (656)	5,78 (601)	6,99 (708)	6,89 (631)
Skala reprodukcji majątku – relacja nakładów inwestycyjnych do wartości odpisów amortyzacyjnych	1,46 (1353)	1,58 (1181)	1,27 (646)	1,27 (577)	1,68 (707)	1,88 (604)

Uwaga: w nawiasach podano liczbę przedsiębiorstw, w przypadku których dane wymagane do prezentacji omawianych relacji były dostępne i dla których ostatecznie dokonano obliczeń przedstawionych w tabeli.

Źródło: Ranking Polskich Przedsiębiorstw: Lista 2000. „Rzeczpospolita” z 26.10.2010 r. oraz „Rzeczpospolita” z 24.10.2012 r.

Pomimo zwiększenia bezwzględnej wartości nakładów inwestycyjnych w 2011 roku, wskaźniki intensywności inwestowania w grupie największych przedsiębiorstw były niższe w porównaniu z rokiem 2009. Wynika to z faktu, iż zarówno wielkości przychodów ze sprzedaży, jak i wartości aktywów ogółem w badanych przedsiębiorstwach rosły zdecydowanie szybciej niż nakłady inwestycyjne. Wskazuje to na dużą koncentrację przedsiębiorstw na działalności bieżącej i jednocześnie sporą ostrożność w sferze inwestycyjnej, co wynika zapewne ze skutków zawirowań kryzysowych i wciąż niepewnej sytuacji na rynku. Co ciekawe, powyższy wniosek dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, w przypadku których intensywność inwestowania w 2011 roku była wyraźnie niższa niż w przedsiębiorstwach bez tego kapitału. Wskaźniki intensywności inwestowania wyniosły: (1) 7,58% w porównaniu do 4,62% dla przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym oraz (2) 6,89% w porównaniu do 5,78% (tabela 1).

Relacja wartości nakładów inwestycyjnych do amortyzacji (skala reprodukcji majątku) była wyższa w 2011 roku w porównaniu z danymi z roku 2009 (choć wskazać należy, że w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym

w ogóle się nie zmieniała). Ponadto w obydwu okresach i dla wszystkich grup podmiotów wartość wskaźnika kształtowała się na poziomie powyżej 1, co oznacza, że inwestycje realizowane przez największe przedsiębiorstwa w Polsce miały w znacznej części charakter rozwojowy⁵. Opisująca relacja wskazuje przy tym na wyższą aktywność inwestycyjną przedsiębiorstw bez udziału kapitału zagranicznego, dla których wartość omawianego wskaźnika wynosiła w 2011 roku 1,88 w porównaniu z 1,27 w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym (tabela 1). Warto podkreślić, że różnica w kształtowaniu się wartości wskaźnika reprodukcji majątku dla obu grup przedsiębiorstw wynika przede wszystkim z wielkości realizowanych inwestycji, a nie z różnego poziomu odpisów amortyzacyjnych, co mogłoby sugerować niski „stopień utecnicznienia” przedsiębiorstw bez kapitału zagranicznego.

Tabela 2

Wartość nakładów inwestycyjnych, intensywność inwestowania oraz skala reprodukcji majątku największych przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym w Polsce w latach 2009 i 2011

Wyszczególnienie	Największe przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego:					
	pełnym		większościowym		mniejszościowym	
	2009	2011	2009	2011	2009	2011
Ogólna wartość nakładów inwestycyjnych (mln PLN)	11 798 (427)	9078 (403)	8329 (118)	6760 (93)	11 375 (120)	5876 (108)
Wartość nakładów inwestycyjnych przypadająca na 1 przedsiębiorstwo (mln PLN)	27,63 (427)	22,53 (403)	70,58 (118)	72,69 (93)	94,79 (120)	93,57 (108)
Wartość nakładów inwestycyjnych w relacji do wielkości zatrudnienia (tys. PLN)	39,93 (150)	34,85 (155)	56,49 (47)	79,94 (50)	44,32 (35)	52,88 (45)
Intensywność inwestowania (1) – relacja nakładów inwestycyjnych do wartości przychodów ze sprzedaży (%)	3,93 (427)	3,21 (403)	8,16 (118)	8,22 (93)	9,44 (120)	5,63 (108)
Intensywność inwestowania (2) – relacja nakładów inwestycyjnych do wartości aktywów (%)	6,28 (420)	4,91 (401)	7,25 (117)	6,48 (93)	7,89 (119)	6,30 (107)
Skala reprodukcji majątku – relacja nakładów inwestycyjnych do wartości odpisów amortyzacyjnych	1,17 (417)	1,10 (385)	1,15 (114)	1,05 (91)	1,53 (115)	1,72 (101)

Uwaga: w nawiasach podano liczbę przedsiębiorstw, w przypadku których dane wymagane do prezentacji omawianych relacji były dostępne i dla których ostatecznie dokonano obliczeń przedstawionych w tabeli.

Źródło: Ibid.

⁵ Wartość wskaźnika powyżej 1 oznacza, że mamy do czynienia z inwestycjami rozwojowymi, natomiast wartość poniżej 1 wskazuje na dekapitalizację, czyli uszczuplenie majątku w ujęciu księgowym. Wskaźnik równy 1 będzie z kolei oznaczał jedynie proste odtworzenie posiadanego majątku. E. Mączyńska: Inwestycje i restrukturyzacja potencjału technicznego przedsiębiorstw (wyniki badań). W: Inwestycje w procesie transformacji gospodarki Polski 1990-1999. Red. W. Karaszewski. UMK, Toruń 2000, s. 56.

Wśród podmiotów z kapitałem zagranicznym najwyższą aktywnością inwestycyjną w 2011 roku charakteryzowały się przedsiębiorstwa z większościowym udziałem obcego kapitału, a najmniejszą te w pełni zależne od inwestorów zagranicznych. Potwierdzają to przede wszystkim wskaźniki intensywności inwestowania, ale także wartość nakładów inwestycyjnych w przeliczeniu na 1 zatrudnionego⁶. Wartość nakładów inwestycyjnych przypadająca na 1 przedsiębiorstwo oraz wskaźnik reprodukcji majątku były natomiast najwyższe w przypadku przedsiębiorstw z mniejszościowym udziałem kapitału zagranicznego. Warto też wskazać, że przedsiębiorstwa z tej ostatniej grupy charakteryzował największy stopień aktywności inwestycyjnej w 2009 roku (tabela 2).

2. Działalność inwestycyjna ogółu przedsiębiorstw w Polsce w latach 2004-2011⁷

W latach 2004-2008 przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym charakteryzowały się wyższą intensywnością inwestowania, mierzoną zarówno stosunkiem nakładów inwestycyjnych na środki trwałe do przychodów z całokształtu działalności (1), jak i nakładów inwestycyjnych na środki trwałe do wartości aktywów (2).

W pierwszych pięciu latach analizy wskaźnik intensywności inwestowania (1) dla przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym wynosił średnio 5,24%. W kolejnych dwóch latach wskaźnik obniżał się. W ostatnim roku analizy – 2011 – wyniósł 3,98%. W przedsiębiorstwach z kapitałem wyłącznie polskim poziom omawianego wskaźnika w latach 2004-2008 był niższy niż w przedsiębiorstwach z kapitałem zagranicznym, natomiast w kolejnych latach polskie przedsiębiorstwa charakteryzowały się wyższą intensywnością inwestowania. W 2011 roku analizowany wskaźnik dla tej grupy przedsiębiorstw wyniósł 4,38% i był wyższy o 0,4 punktu procentowego w porównaniu do wskaźnika obliczonego dla podmio-

⁶ Ogólna wartość nakładów inwestycyjnych nie będzie tu brana pod uwagę z uwagi na diametralne różnice w liczebności podmiotów w analizowanych grupach (tabela 2).

⁷ Pomiaru aktywności inwestycyjnej przedsiębiorstw ujętych w statystyce GUS dokonano, wykorzystując nieco zmodyfikowane wskaźniki intensywności inwestowania. Modyfikacja wynikała z faktu, iż GUS nie podaje informacji o wartości przychodów ze sprzedaży dla przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego, ani informacji dotyczących nakładów inwestycyjnych na aktywa trwałe dla przedsiębiorstw składających bilans. W związku z tym do obliczenia wskaźników intensywności inwestowania dla przedsiębiorstw objętych statystyką GUS wykorzystano: nakłady inwestycyjne na środki trwałe oraz przychody z całokształtu działalności.

tów z kapitałem zagranicznym (tabela 3). Sytuacja kształtuje się zatem podobnie jak w przypadku największych przedsiębiorstw w Polsce – w tej grupie podmioty z wyłącznie polskim kapitałem uzyskały wyższy poziom wskaźnika intensywności inwestowania (1), zarówno w roku 2009, jak i w 2011⁸.

Tabela 3

Intensywność inwestowania przedsiębiorstw w Polsce w latach 2004-2011

Wyszczególnienie	Lata							
	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
(1) – relacja nakładów inwestycyjnych na środki trwałe do wartości przychodów z całokształtu działalności (%)								
Przedsiębiorstwa ogółem	4,22	4,12	4,63	5,26	5,16	4,66	4,40	4,26
Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym	3,98	3,73	4,39	5,55	5,69	5,14	5,13	4,69
Przedsiębiorstwa bez kapitału zagranicznego	4,38	4,38	4,79	5,07	4,82	4,32	3,94	3,96
(2) – relacja nakładów inwestycyjnych na środki trwałe do wartości aktywów (%)								
Przedsiębiorstwa ogółem	5,19	4,94	5,55	6,54	6,42	5,97	5,56	5,57
Przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym	5,14	4,61	5,46	6,91	7,50	7,01	6,65	6,43
Przedsiębiorstwa bez kapitału zagranicznego	5,22	5,15	5,61	6,30	5,78	5,32	4,90	5,00

Źródło: GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2011 roku. Warszawa 2012, s. 57; GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2010 roku. Warszawa 2011, s. 57; GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2009 roku. Warszawa 2010, s. 57; GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2008 roku. Warszawa 2009, s. 53; GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2007 roku. Warszawa 2008, s. 53; GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2006 roku. Warszawa 2007, s. 57; GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2005 roku. Warszawa 2006, s. 44; GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2004 roku. Warszawa 2005, s. 43; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2011 roku. Warszawa 2012, s. 24, 50, 120, 170; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2010 roku. Warszawa 2011, s. 20, 46, 116, 166; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2009 roku. Warszawa 2010, s. 20, 46, 116, 166; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2008 roku. Warszawa 2009, s. 20, 40, 92, 132; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2007 roku. Warszawa 2008, s. 20, 40, 92, 132; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2006 roku. Warszawa 2007, s. 20, 40, 92, 132; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2005 roku. Warszawa 2006, s. 14, 30, 76, 110; GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2004 roku. Warszawa 2005, s. 14, 30, 76, 110.

W odniesieniu do wskaźnika intensywności inwestowania (2), w pierwszych pięciu latach analizy przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym uzyskiwały lepsze wyniki. W latach 2004-2008 dla tej grupy podmiotów średnioroczny poziom wskaźnika wyniósł 6,90%, natomiast dla przedsiębiorstw z kapitałem wyłącznie

⁸ Niestety, nie można porównywać samych wielkości wskaźnika dla przedsiębiorstw objętych statystyką GUS i największych przedsiębiorstw w Polsce z uwagi na fakt występowania różnic w ich konstrukcji (zob. przypis 7). Trzeba mieć ponadto na uwadze, że wartości wskaźnika obliczone na podstawie danych GUS są zaniżone w porównaniu do jego wartości dla największych przedsiębiorstw w Polsce.

polskim 5,46%. W roku 2009 wartość wskaźnika była na podobnym poziomie w obu grupach przedsiębiorstw – w podmiotach z kapitałem zagranicznym wynosiła 5,46%, a w podmiotach z kapitałem polskim 5,61%. W latach 2009-2011 lepsze wyniki w zakresie wskaźnika intensywności inwestowania (2) wykazywały przedsiębiorstwa z kapitałem polskim. Warto ponadto zwrócić uwagę na fakt, iż w przedsiębiorstwach z kapitałem zagranicznym w badanym okresie poziom wskaźnika obniżył się, natomiast w grupie przedsiębiorstw z kapitałem polskim uległ podwyższeniu (tabela 3).

Porównując otrzymane wyniki z wynikami w grupie największych przedsiębiorstw w Polsce należy stwierdzić, że sytuacja kształtowała się podobnie w 2011 roku, w którym największe przedsiębiorstwa w Polsce z kapitałem rodzimym charakteryzowały się wyższą intensywnością inwestowania (2). Natomiast w 2009 roku, w przeciwieństwie do ogółu przedsiębiorstw, w grupie największych podmiotów w Polsce wyższy poziom wskaźnika wykazywały przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym. Jednak poziom wskaźnika był w obu grupach zbliżony.

Podsumowanie

W ostatnich latach wyższą aktywnością inwestycyjną charakteryzowały się przedsiębiorstwa bez kapitału zagranicznego, co potwierdza zarówno analiza wyników największych przedsiębiorstw w Polsce, jak i ogółu podmiotów objętych statystyką GUS. Ponadto przeprowadzona analiza wskazuje na zróżnicowanie poziomu aktywności inwestycyjnej w zależności od stopnia udziału kapitału zagranicznego. Biorąc pod uwagę, że tradycyjnie wyższa skłonność do inwestowania w podmiotach kontrolowanych przez zagranicznych udziałowców⁹ uległa znacznemu obniżeniu w ostatnich latach, można przypuszczać, że taki stan rzeczy stanowi z jednej strony konsekwencję spowolnienia gospodarczego i „oszczędnościowej” polityki korporacji międzynarodowych, wymuszających niższą skłonność do inwestowania także w swoich zagranicznych filiach, i w większym stopniu wiążących kapitał z krajem macierzystym inwestora (co jest szczególnie widoczne w przedsiębiorstwach z pełnym udziałem kapitału zagranicznego), a z drugiej strony wynika z wyższej aktywności inwestycyjnej coraz silniejszych dużych polskich przedsiębiorstw.

⁹ Na wyższą skłonność do inwestowania w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym zwracali uwagę m.in. E. Mączyńska oraz H. Karaszewska i W. Karaszewski. Zob.: E. Mączyńska: *Op. cit.*, s. 56-57; H. Karaszewska, W. Karaszewski: *Spółki z udziałem zagranicznym w Polsce – płace, wydajność pracy, inwestowanie. W: Inwestycje w procesie transformacji gospodarki Polski...*, *op. cit.*, s. 259-262.

Literatura

- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2004 roku. Warszawa 2005.
- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2005 roku. Warszawa 2006.
- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2006 roku. Warszawa 2007.
- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2007 roku. Warszawa 2008.
- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2008 roku. Warszawa 2009.
- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2009 roku. Warszawa 2010.
- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2010 roku. Warszawa 2011.
- GUS: Bilansowe wyniki podmiotów gospodarczych w 2011 roku. Warszawa 2012.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2004 roku. Warszawa 2005.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2005 roku. Warszawa 2006.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2006 roku. Warszawa 2007.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2007 roku. Warszawa 2008.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2008 roku. Warszawa 2009.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2009 roku. Warszawa 2010.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2010 roku. Warszawa 2011.
- GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w 2011 roku. Warszawa 2012.
- Karaszewska H., Karaszewski W.: Spółki z udziałem zagranicznym w Polsce – płace, wydajność pracy, inwestowanie. w: Inwestycje w procesie transformacji gospodarki Polski 1990-1999. Red. W. Karaszewski. UMK, Toruń 2000.
- Marcinkowska M.: Kształtowanie wartości firmy. WN PWN, Warszawa 1999.
- Mączyńska E.: Inwestycje i restrukturyzacja potencjału technicznego przedsiębiorstw (wyniki badań). W: Inwestycje w procesie transformacji gospodarki Polski 1990-1999. Red. W. Karaszewski. UMK, Toruń 2000.
- Michalak A.: Finansowanie inwestycji w teorii i praktyce. WN PWN, Warszawa 2007.
- Ranking Polskich Przedsiębiorstw: Lista 2000. „Rzeczpospolita” z 26.10.2010 r.
- Ranking Polskich Przedsiębiorstw: Lista 2000. „Rzeczpospolita” z 24.10.2012 r.
- Sudarsanam S.: Fuzje i przejęcia. WIG-Press, Warszawa 1998.
- Towarnicka H.: Strategia inwestycyjna przedsiębiorstw. Wydawnictwo AE im. Oskara Langego, Wrocław 2004.

INVESTMENT ACTIVITY OF THE LARGEST COMPANIES IN POLAND

Summary

The article discusses some issues regarding the investment activity of the largest companies as compared to all companies operating in Poland. In particular, the analysis focuses on comparing investment activity of companies with foreign capital share and those without such capital. The findings in this study are based on the lists of the largest companies published by the Rzeczpospolita daily and the data published by GUS (Central Statistical Office).

Małgorzata Szalucka,

Aneta Szóstek

Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu

WYNIKI FINANSOWE PODMIOTÓW Z KAPITAŁEM ZAGRANICZNYM W LATACH 2000-2011 NA TLE OGÓŁU PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

Wprowadzenie

Zainteresowanie inwestorów zagranicznych Polską jako miejscem lokaty kapitału stale się zwiększa. Znajduje to swoje odzwierciedlenie m.in. w systematycznie rosnącej liczbie przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego, jak i w zwiększaniu ich roli w gospodarce kraju. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) są postrzegane jako ważny czynnik wzrostu gospodarczego. Należy jednak zaznaczyć, że wielopłaszczyznowe skutki BIZ nie zawsze pozwalają na jednoznaczną ocenę wpływu tych inwestycji na wzrost gospodarczy.

Celem niniejszego opracowania jest zaprezentowanie wyników i wybranych wskaźników finansowych spółek z kapitałem zagranicznym na tle ogółu przedsiębiorstw w Polsce w latach 2000-2011. Analiza została przeprowadzona w oparciu o wyniki badań Głównego Urzędu Statystycznego (GUS), który systematycznie od 1994 roku analizuje działalność gospodarczą podmiotów z kapitałem zagranicznym w Polsce. W celu dokonania porównania podmiotów z kapitałem zagranicznym z ogółem przedsiębiorstw w Polsce zawężono obszar analizy do podmiotów o liczbie pracujących 10 i więcej osób. W 2011 roku w badaniu wzięło udział 8465 podmiotów z kapitałem zagranicznym oraz 52 823 ogółu podmiotów gospodarczych prowadzących działalność w Polsce¹.

¹ Badanie przeprowadzono wśród spółek z kapitałem zagranicznym, które złożyły bilans i rachunek zysków i strat na koniec grudnia każdego z analizowanych lat. Badaniem nie objęto podmiotów prowadzących działalność bankową, maklerską, ubezpieczeniową oraz towarzystw inwestycyjnych i emerytalnych, Narodowych Funduszy Inwestycyjnych, szkół wyższych, indywidualnych gospodarstw rolnych, samodzielnych publicznych zakładów opieki zdrowotnej i instytucji kul-

Panuje powszechne przekonanie o wysokiej konkurencyjności przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym. Zgodnie z podstawami teoretycznymi leżącymi u podstaw BIZ wraz z utworzeniem filii zagranicznej następuje nie tylko przepływ środków finansowych, ale przede wszystkim przekazanie całego pakietu zasobów kapitałowych, w tym nowych technologii, rozwiązań organizacyjnych czy umiejętności menedżerskich. To one mają się składać na przewagę własnościową przedsiębiorstwa bezpośredniego inwestowania, której osiągnięcie jest warunkiem koniecznym do zaistnienia BIZ. Pomimo wzrostu aktywności inwestycyjnej w postaci BIZ przedsiębiorstw z krajów rozwijających się, nadal głównymi dawcami kapitału są inwestorzy pochodzący z krajów wysoko rozwiniętych. Tendencja ta jest szczególnie wyraźna w odniesieniu do napływających BIZ do Polski. Pozwala to zakładać, iż powstające w Polsce filie przedsiębiorstw zagranicznych będą cechować się kapitałem trwałym o przeciętnie wyższym poziomie technologii i *know-how* w odniesieniu do kapitału krajowego². Zakładany wyższy poziom technologiczny i organizacyjny przedsiębiorstw zagranicznych powinien znaleźć swoje odzwierciedlenie w lepszym wykorzystaniu potencjału, wyższym poziomie konkurencyjności, a także przełożyć się na wyższą efektywność działania. Dokonana poniżej analiza wyników działalności gospodarczej przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego (ocenie poddano wyniki brutto z działalności, wskaźniki rentowności i płynności) wydaje się potwierdzać postawioną tezę, aczkolwiek nie we wszystkich poddanych analizie aspektach. Badanie wskazuje na zróżnicowanie wyników finansowych spółek z kapitałem zagranicznym zarówno w poddanych analizie latach, jak i w stosunku do ogółu podmiotów gospodarczych w Polsce.

1. Wyniki finansowe podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego na tle ogółu podmiotów gospodarczych

Wynik finansowy brutto to podstawowy wskaźnik informujący o rezultacie prowadzonej przez podmioty działalności gospodarczej. Poddając analizie tę kategorię dla podmiotów z kapitałem zagranicznym można zauważyć, że jego wartość, pomimo dość znacznych fluktuacji, utrzymuje tendencję wzrostową (rys. 1).

tury mających osobowość prawną. Zob. GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w roku 2011. Warszawa 2012, s. 7, 24.

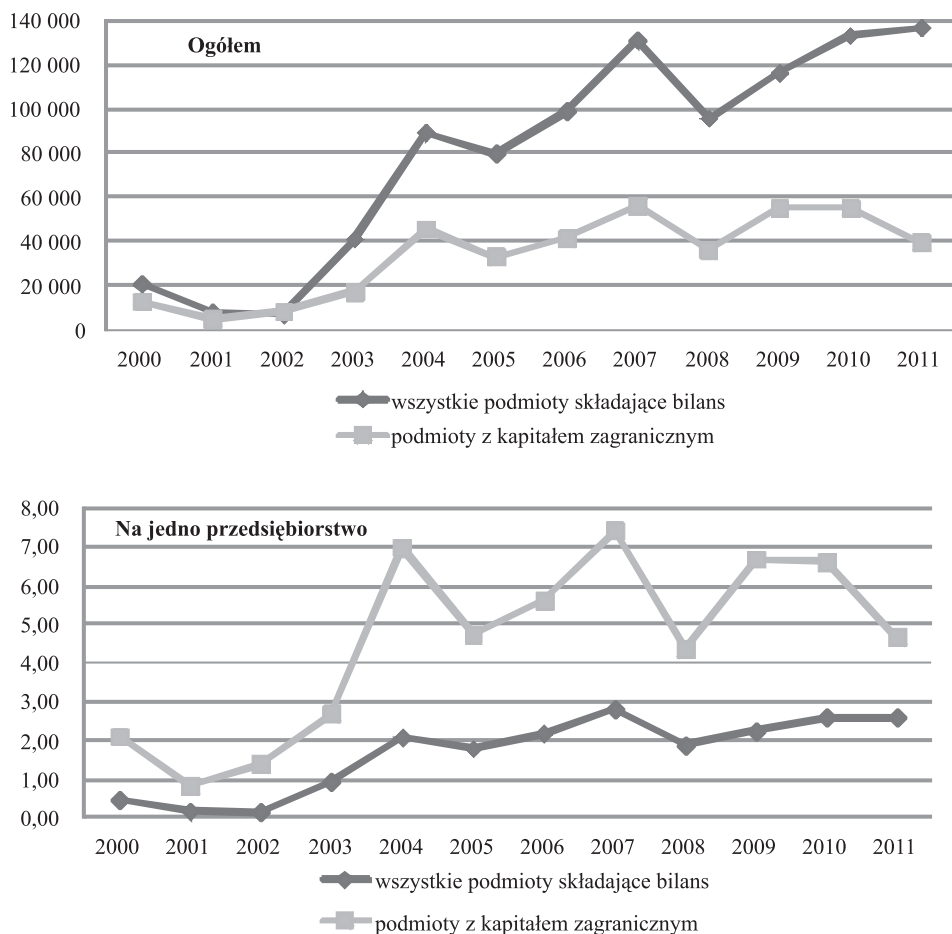
² W. Karaszewski: Przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce w latach 1990-1999. UMK, Toruń 2001, s. 57.

Wynik finansowy brutto podmiotów z kapitałem zagranicznym osiągnął w 2011 roku poziom 39,516,9 mld PLN wobec 12,9348 mld PLN w roku 2000. Najniższy poziom wyniku finansowego brutto w badanym okresie odnotowano w 2001 roku i wyniósł on zaledwie 4,9363 mld PLN. Był on ponad 11-krotnie mniejszy od najlepszego wyniku uzyskanego w 2007 roku, kiedy to przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym wygenerowały zysk na poziomie 56,4762 mld PLN. Podobna sytuacja miała miejsce w przypadku ogółu przedsiębiorstw. Długoterminowa tendencja wzrostowa utrzymywała się z pewnymi wahaniami. Wynik finansowy brutto ogółu przedsiębiorstw w 2011 roku wyniósł 137,1207 mld PLN i był to jego najwyższy poziom w poddanym analizie przedziale czasowym. Był on prawie 20-krotnie wyższy niż w najgorszym roku 2002, kiedy to zysk brutto osiągnął poziom zaledwie 6,9733 mld PLN.

Interesujące jest, iż w 2011 roku wynik finansowy wszystkich podmiotów składających bilans wzrósł o 2,7% w stosunku do roku 2010. Natomiast spółki z kapitałem zagranicznym zanotowały znaczący spadek wyniku brutto, bo aż o 28,3%. Przyczyn tego stanu rzeczy należy upatrywać w tym, że podmioty z kapitałem zagranicznym wypracowały mniejszy przyrost wartości przychodów ogółem niż wszystkie podmioty składające bilans (12,03% *versus* 13,09%) przy jednoczesnym znacząco większym przyroście wartości wskaźnika poziomu kosztów ogółem³. Wskaźnik poziomu kosztów dla podmiotów z kapitałem zagranicznym zwiększył się z poziomu 94,7% w 2010 roku do 96,6% w 2011 roku. Przyrost wskaźnika poziomu kosztów był czterokrotnie wyższy niż w przypadku ogółu podmiotów (2 punkty procentowe *versus* 0,5 punktu procentowego). Wzrost wskaźnika poziomu kosztów dla podmiotów z kapitałem zagranicznym mógł być rezultatem pogłębiającego się ich drenażu finansowego przez przedsiębiorstwa macierzyste w związku z drugą falą kryzysu finansowego i gospodarczego, który szczególnie boleśnie dotknął kilka krajów europejskich i istotnie zagroził strefie euro⁴.

³ Wskaźnik poziomu kosztów to relacja kosztów uzyskania przychodów z całokształtu działalności do przychodów z całokształtu działalności.

⁴ 90,3% kapitału zagranicznego ulokowanego w 2011 roku w Polsce pochodziło z krajów UE. Kapitał o największej wartości ulokowały: Holandia, Niemcy, Francja i Luksemburg. Zob. GUS: Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w roku 2011. Warszawa 2012, s. 52, 53.



Rys. 1. Całkowity oraz średni wynik finansowy brutto spółek z udziałem kapitału zagranicznego na tle wszystkich podmiotów składających bilans w Polsce (w mln PLN)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GUS: Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2000 roku. Warszawa 2001, s. 62; 2002, s. 62; 2003, s. 62; 2004, s. 68; 2005, s. 45; 2006, s. 61; 2007, s. 53; 2008, s. 55; 2009, s. 55; 2010, s. 85; 2011, s. 85, 2012, s. 73.

Obserwowane zmiany z perspektywy średniej wartości wyniku finansowego brutto na przedsiębiorstwo wskazują również na utrzymywanie się wzrostowej tendencji, przy czym nie jest ona pozbawiona okresowych wahań skorelowanych ze zmianą koniunktury w Polsce i na świecie (rys. 1). Zdecydowanie wyższą wrażliwością, i co za tym idzie zmiennością wartości w badanym okresie cechowały się przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym. Co ważne, one również uzyskiwały wyższe poziomy średniej wartości wyniku finansowego brutto

aniżeli ogół przedsiębiorstw. Największa różnica pomiędzy analizowanymi wartościami średnimi miała miejsce w 2007 roku, kiedy to średni wynik finansowy brutto przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym wyniósł 7,42 mln PLN (był to zarazem najwyższy średni wynik finansowy brutto w latach 2000-2011) wobec 2,82 mln PLN w grupie ogółu podmiotów w Polsce. Natomiast najwyższa dynamika wzrostu średniej wartości wyniku finansowego brutto wśród spółek z kapitałem zagranicznym zaobserwowana została w roku 2004, kiedy to średni zysk brutto wzrósł o blisko 160% (w przypadku ogółu podmiotów był to rok 2003 z dynamiką wzrostu na poziomie 460%). Z kolei spadek średniego zysku brutto na przedsiębiorstwo występował w latach 2001, 2005, 2008 oraz 2011, przy czym największy odnotowany został w roku 2001, kiedy to średni wynik finansowy brutto obniżył się o ponad 60%, jednakże w tym przypadku należy mieć na uwadze niską bazę wyjściową zmiennej.

2. Rentowność działalności podmiotów z udziałem kapitału zagranicznego na tle ogółu podmiotów gospodarczych

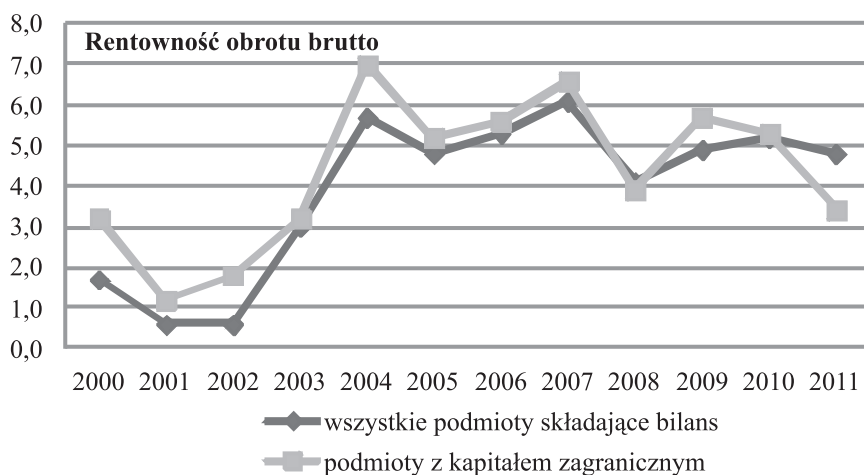
Ważną grupą wskaźników pozwalających na syntetyczną ocenę działalności gospodarczej przedsiębiorstwa są wskaźniki rentowności. Ich istotą jest ukazanie wyniku finansowego w wielkościach względnych poprzez relację jego kwoty bezwzględnej do obrotu lub zaangażowanych zasobów⁵. Dla oceny wyników działalności prowadzonej przez podmioty z kapitałem zagranicznym na tle wszystkich podmiotów sporządzających bilans został wykorzystany wskaźnik rentowności obrotu brutto, informujący, jak osiągnięte przychody przekładały się na zysk brutto, oraz wskaźnik rentowności kapitału własnego, oceniający efektywność zaangażowanego kapitału.

Poziom wskaźnika rentowności obrotu brutto⁶ badanych grup przedsiębiorstw w analizowanym okresie wahał się w granicach 0,6-7,0% (rys. 2). Najniższe wyniki przypadły na okres spowolnienia gospodarczego w Polsce w latach 2001-2002. W 2001 roku wskaźnik osiągnął wartość 0,6% w przypadku ogółu przedsiębiorstw i 1,2% w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym. W kolejnych dwóch latach wartość wskaźnika rosła, osiągając w 2004 roku najwyższą wartość w poddanym analizie okresie w odniesieniu do podmiotów z kapi-

⁵ L. Bednarski: Analiza finansowa w przedsiębiorstwie. Wyd. 5. PWE, Warszawa 2007, s. 103.

⁶ Wskaźnik rentowności obrotu brutto mierzony jako relacja wyniku finansowego brutto do przychodów z całokształtu działalności.

tałem zagranicznym (7,0%). Był to okres dobrej koniunktury gospodarczej, związany z planowaną akcesją Polski w struktury UE, a także ze sprzyjającą sytuacją w gospodarce światowej. W roku 2005 odnotowano spadek wartości wskaźnika, który okazał się znacznie bardziej dotkliwy dla przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym (spadek o 1,8 punktu procentowego wobec 0,9 punktu procentowego dla ogółu zbiorowości). Następne dwa lata to czas dynamicznego wzrostu gospodarczego Polski, jak i całej gospodarki światowej, który znalazł swoje odzwierciedlenie w wynikach finansowych obu grup podmiotów. W 2007 roku wskaźnik rentowności obrotu brutto wyniósł 6,6% w przypadku spółek z kapitałem zagranicznym wobec 6,1% dla całej zbiorowości przedsiębiorstw. Kolejny rok przyniósł silny spadek relacji w stosunku do roku poprzedniego do poziomu 3,9% w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym (zmiana o 2,7 punktu procentowego) i 4,1% dla ogółu spółek (zmiana o 2 punkty procentowe). Słaby wynik był skutkiem przede wszystkim światowego kryzysu finansowego i gospodarczego. Spowolnienie koniunktury gospodarczej w Polsce nie było aż tak wyraźne i można domniemywać, iż miało w tym przypadku mniejszy wpływ na wyniki przedsiębiorstw. Potwierdzają to wyniki osiągnięte przez badane zbiorowości. Znacznie silniejszy spadek wskaźnika odnotowano w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, które naturalnie w większym stopniu są współzależne od międzynarodowych rynków, co powiązane jest z ich większą intensywnością eksportu. Warto również zwrócić uwagę, iż jest to pierwszy rok w poddanym analizie okresie, kiedy to przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym uzyskały gorsze wyniki niż ogół podmiotów. Ale wyniki uzyskane w następnym roku, to jest 2009 pokazały, że podmioty z kapitałem zagranicznym potrafiły szybciej dokonać zmian dostosowujących je do nowych warunków gospodarczych związanych z trwającym kryzysem. Ich wskaźnik rentowności obrotu brutto wzrósł do poziomu 5,7% wobec 4,9% dla ogółu podmiotów. Natomiast kolejny rok przyniósł odmienny kierunek zmian relacji w dwóch badanych grupach. Dla przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym rok 2010 okazał się gorszy niż rok poprzedni, ponieważ spółki uzyskały rentowność na poziomie 5,3% (spadek o 0,4 punktu procentowego). Natomiast ogół badanych przedsiębiorstw w tym samym okresie odnotował wzrost wartości wskaźnika o 0,3 punktu procentowego do poziomu 5,2%. Niekorzystna tendencja spadkowa wskaźnika rentowności brutto dla podmiotów z kapitałem zagranicznym utrzymała się, a nawet pogłębiła w 2011 roku, gdyż wskaźnik ten uzyskał poziom 3,4%, który był zdecydowanie niższy niż poziom wskaźnika dla ogółu przedsiębiorstw (4,8%).



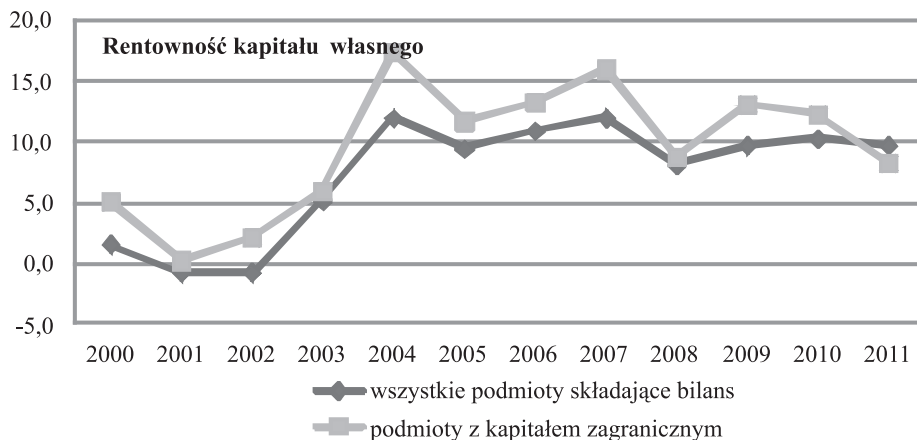
Rys. 2. Poziom rentowność obrotu brutto spółek z udziałem kapitału zagranicznego na tle wszystkich podmiotów składających bilans w Polsce (w %)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: GUS: Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2000 roku. Warszawa 2001, s. 52-53; 2002, s. 52-53; 2003, s. 52-53; 2004, s. 58-59; 2005, s. 54-55; 2006, s. 54-55; 2007, s. 62-63; 2008, s. 64-65; 2009, s. 64-65; 2010, s. 78-79; 2011, s. 78-79; 2012, s. 86-87.

Ważnym w ocenie efektywności działalności przedsiębiorstw jest wskaźnik rentowności kapitału własnego⁷. W poddanej analizie okresie spółki z kapitałem zagranicznym osiągały wyższy poziom rentowności kapitału własnego w porównaniu z ogółem przedsiębiorstw w Polsce (rys. 3). Największa różnica w rentowności pomiędzy badanymi grupami wystąpiła w roku 2004, kiedy to przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym osiągnęły wartość wskaźnika na poziomie 17,4%, natomiast ogół przedsiębiorstw jedynie 12,0%. Rok 2004 był również najlepszym rokiem w analizowanym okresie z punktu widzenia rentowności kapitałów własnych dla podmiotów z kapitałem zagranicznym. Z kolei ogół przedsiębiorstw najlepszy wynik odnotował w latach 2004 i 2007, kiedy to rentowność kapitałów własnych tychże przedsiębiorstw sięgnęła poziomu 12%. Dla przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym najmniej korzystnym okresem okazał się rok 2001, kiedy to wartość relacji spadła do 0,3%. Oznacza to, iż we wszystkich analizowanych latach rentowność kapitałów własnych dla tej grupy przedsiębiorstw była dodatnia. W 2010 roku prezentowanego okresu rentowność kapitałów własnych przedsiębiorstw z udziałem kapitału zagranicznego wyniosła 12,3%, co oznacza spadek o 0,8 punktu procentowego w porównaniu do poprzedniego roku. Była

⁷ Wskaźnik rentowności kapitału własnego określany jako relacja wyniku finansowego netto do wartości kapitału (funduszu) własnego.

ona jednak nadal wyższa niż w przypadku ogółu podmiotów, dla których wskaźnik osiągnął poziom 10,3% wobec 9,7% w roku 2009. Natomiast w 2011 roku wskaźnik rentowności kapitału własnego dla podmiotów z kapitałem zagranicznym uzyskał wartość niższą niż dla ogółu podmiotów (8,3% versus 9,7%) po raz pierwszy w historii badanego okresu. Trendy zmian wartości wskaźnika pokrywają się z kierunkami zmian omówionych powyżej wskaźników rentowności.



Rys. 3. Poziom rentowność kapitału własnego spółek z udziałem kapitału zagranicznego na tle wszystkich podmiotów składających bilans w Polsce (w %)

Źródło: Ibid.

3. Płynność podmiotów z kapitałem zagranicznym na tle ogółu podmiotów

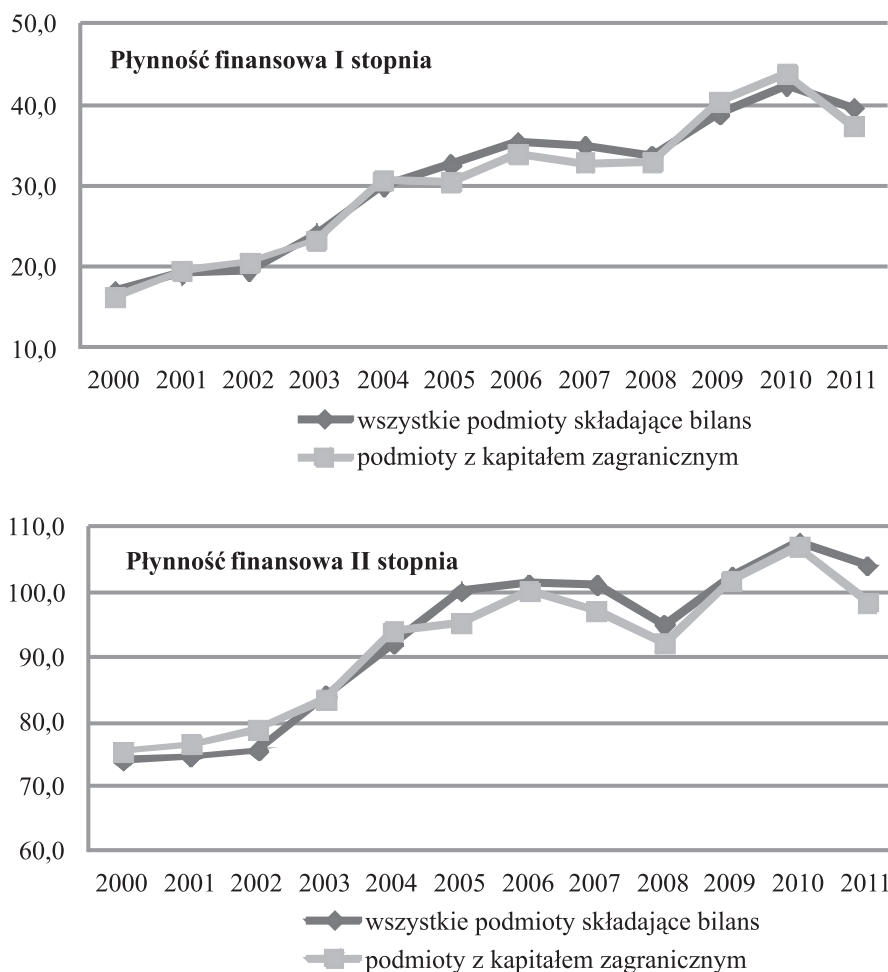
Porównując poziom płynności podmiotów z kapitałem zagranicznym na tle podmiotów ogółem, analizie poddano wskaźnik płynności I stopnia⁸. W początkowych latach analizowanego okresu poziom płynności finansowej I stopnia utrzymywał się na alarmująco niskim poziomie (rys. 4). W roku 2000 spółki z kapitałem zagranicznym średniorocznie były zdolne do natychmiastowego regulowania tylko 16% swoich zobowiązań, podobnie jak podmioty ogółem, których wskaźnik kształtował się na poziomie 17%. W kolejnych latach płynność finan-

⁸ Wskaźnik płynności finansowej I stopnia stanowi relację inwestycji krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych (bez funduszy specjalnych).

sowa obydwu grup przedsiębiorstw systematycznie się poprawiała. Dopiero rok 2005, w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, przyniósł chwilowe zatrzymanie trendu wzrostowego (wartość wskaźnika nieznacznie spadła do poziomu 30%). Jednak już w kolejnym roku nastąpił ponowny jego wzrost do poziomu 34,1%. Obniżenie zdolności podmiotów z kapitałem zagranicznym do natychmiastowego regulowania swoich zobowiązań krótkoterminowych nastąpiło również w roku 2007, kiedy to wskaźnik osiągnął wartość na poziomie 32,9%. W latach 2008-2010 sytuacja przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym poprawiała się istotnie, odnotowały one wtedy najwyższe wyniki w zakresie omawianego wskaźnika, osiągając kolejno poziom 40,4% i 43,9%. Natomiast w przypadku ogółu przedsiębiorstw spadek płynności został odnotowany wyłącznie w latach 2007-2008, kiedy to wartość wskaźnika spadła odpowiednio do poziomu 35,0% i 33,8%. Podobnie jak w przypadku przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym, najwyższa płynność finansowa została zaobserwowana w latach 2009-2010. W 2011 roku omawiany wskaźnik płynności uległ gwałtownemu obniżeniu dla obu badanych grup. Dla podmiotów z kapitałem zagranicznym osiągnął poziom 37,4%, a dla ogółu podmiotów 39,7%. W teorii spotyka się pogląd, że wzrostowy wskaźnik płynności I stopnia powinien wynosić 20%⁹. Wartość poznawcza tego wskaźnika jest mała w sytuacji, gdy podmioty korzystają z możliwości zaciągnięcia kredytów w rachunku bieżącym lub krótkoterminowego przekroczenia salda na tym rachunku. Jeżeli zatem wskaźniki płynności dla badanych grup, poczynwszy od 2003 roku do końca badanego okresu, utrzymywały się powyżej teoretycznie wzorcowego wskaźnika płynności, to można domniemywać, że przedsiębiorstwom tym nie zagraża ryzyko niewypłacalności.

Warto również zwrócić uwagę, iż spółki z udziałem kapitału zagranicznego posiadały zazwyczaj niższą zdolność do regulowania zobowiązań krótkoterminowych aniżeli ogół przedsiębiorstw w Polsce. Największe różnice w stopniu płynności finansowej pomiędzy obiema grupami przedsiębiorstw (na korzyść ogółu podmiotów bilansowych) utrzymywały się w latach 2005-2007 i sięgnęły 2,1 punktu procentowego.

⁹ Interesujące rozważania na temat wzorcowych poziomów wskaźników płynności prezentują Pomykałscy w: B. Pomykałska, P. Pomykałski: *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*. WN PWN, Warszawa 2007, s. 68-75.



Rys. 4. Poziom płynności finansowej I i II stopnia w spółkach z udziałem kapitału zagranicznego na tle wszystkich podmiotów składających bilans w Polsce (w %)

Źródło: Ibid.

Wskaźnik płynności finansowej II stopnia informuje o stopniu pokrycia zobowiązań krótkoterminowych aktywami o dużym stopniu płynności¹⁰. Identyfikacja jak w przypadku wskaźnika płynności I stopnia, w początkowym okresie analizy badane spółki cechowały się relatywnie niskim stopniem płynności finansowej

¹⁰ Wskaźnik płynności finansowej II stopnia obliczany jako stosunek inwestycji krótkoterminowych i należności krótkoterminowych do zobowiązań krótkoterminowych (bez funduszy specjalnych).

(rys. 4). W latach 2000-2002 inwestycje oraz należności krótkoterminowe były w stanie pokryć średnio niecałe 75% zobowiązań krótkoterminowych w przypadku ogółu przedsiębiorstw oraz blisko 77% tych zobowiązań w odniesieniu do podmiotów z kapitałem zagranicznym. Najniższą płynność finansową odnotowano w roku 2000, kiedy to wartość wskaźnika utrzymywała się odpowiednio na poziomie 74,0% oraz 75,4%. W kolejnych latach płynność finansowa obydwóch badanych grup przedsiębiorstw stopniowo rosła przez większość badanego okresu. Jedyny wyjątek stanowiły lata 2007, 2008, 2011. Najwyższą płynność finansową mierzoną omawianym wskaźnikiem przedsiębiorstwa osiągnęły w 2010 roku. Wyniosła ona 107,1% dla podmiotów z kapitałem zagranicznym (101,7% w 2009 roku) oraz 107,6% dla ogółu przedsiębiorstw (wobec 102,4 % w roku poprzednim). W 2011 roku nastąpił gwałtowny spadek omawianego wskaźnika, gdyż dla podmiotów z kapitałem zagranicznym osiągnął on poziom 98,5%, a dla podmiotów ogółem – 104,1%.

Podsumowując analizę wskaźnika płynności II stopnia można stwierdzić, iż z wyjątkiem lat 2000-2002 oraz 2004 i 2011, podmioty z kapitałem zagranicznym cechowały się niższą płynnością finansową, aniżeli ogół przedsiębiorstw w Polsce. Wzorcowa wartość tego wskaźnika powinna oscylować wokół poziomu 1 (100%). Zatem mimo dużej zmienności w badanym okresie, wskaźnik ten dla obu grup analizowanych przedsiębiorstw nie odbiegał znacząco od wartości wzorcowej.

Podsumowanie

Przeprowadzona analiza potwierdza wysunięte przypuszczenia o wyższej efektywności działania spółek z udziałem kapitału zagranicznego niż ogół przedsiębiorstw w Polsce, jednak występujące różnice nie zawsze są tak wyraźne we wszystkich analizowanych aspektach. Interesujące jest, że wnioski sformułowane w wyniku przeprowadzonych ocen we wcześniejszych latach nie znajdują pełnego potwierdzenia w analizie zaprezentowanej w niniejszym artykule. Badania wskazują, iż sytuacja przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym w latach 1990-1999 kształtowała się mniej korzystnie zarówno pod względem uzyskiwanych bezwzględnych wartości, jak i w odniesieniu do ogółu przedsiębiorstw¹¹.

¹¹ W. Karaszewski: Wyniki ekonomiczne spółek z udziałem kapitału zagranicznego w latach 1994-2001 na tle ogółu przedsiębiorstw w Polsce. W: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce. Red. W. Karaszewski. UMK, Toruń 2003, s. 436-444.

Ostatnie dziesięciolecie, w tym w szczególności lata 2004-2007, przyniosły wyraźną poprawę wyników finansowych przedsiębiorstw prowadzących działalność gospodarczą w Polsce. We wszystkich analizowanych relacjach widoczna była tendencja wzrostowa, lecz niepozbawiona okresowych wahań, związanych z trudną sytuacją gospodarczą w Polsce, Unii Europejskiej czy na świecie.

Przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego charakteryzowały się zdecydowanie wyższą średnią wartością zysku brutto przypadającą na jedno przedsiębiorstwo, jednak uzyskane wskaźniki rentowności obrotu, mimo że również korzystniejsze dla podmiotów z kapitałem zagranicznym, nie odbiegały znacząco od wyników przedsiębiorstw ogółem. Wynika to z faktu, że wskaźnik poziomu kosztów kształtował się na podobnym poziomie w obu analizowanych grupach przedsiębiorstw¹². Jedynie w 2011 roku przedsiębiorstwa z kapitałem zagranicznym zanotowały wyższy poziom wskaźnika kosztów, co skutkowało znaczącym spadkiem zarówno wyników finansowych, jak i wskaźników rentowności dla tych podmiotów. Istotne rozpiętości pomiędzy badanymi grupami zaobserwowane zostały w przypadku rentowności kapitału własnego. Korzystniejsze pod tym względem wyniki osiągnęły podmioty z kapitałem zagranicznym, co więcej, rysujące się różnice pomiędzy grupami były zdecydowanie bardziej wyraźne.

Na szczególną uwagę zasługuje stopień płynności finansowej, który w przeciwieństwie do wskaźników rentowności, utrzymywał się z reguły na niższym poziomie dla przedsiębiorstw z kapitałem zagranicznym¹³, jednak niezagrażającym możliwości regulowania zobowiązań, co oznacza bardzo niskie ryzyko niewypłacalności tych podmiotów.

¹² Powyższy wniosek potwierdzają również wyniki badania przeprowadzonego przez M. Jaworek, która w swoim opracowaniu porównywała wyniki finansowe spółek sprywatyzowanych z udziałem kapitału zagranicznego z wynikami spółek sprywatyzowanych z udziałem wyłącznie kapitału polskiego. Wyniki finansowe brutto spółek sprywatyzowanych z kapitałem zagranicznym były zdecydowanie wyższe od podmiotów prywatyzowanych wyłącznie kapitałem polskim, lecz wskaźniki rentowności tych pierwszych były zdecydowanie niższe. Por. M. Jaworek: *Kondycja finansowa przedsiębiorstw sprywatyzowanych z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce*. Acta Universitatis Nicolai Copernici, *Ekonomia* XLII, z. 392, Toruń 2011.

¹³ Interesujący jest fakt, iż w badaniu przeprowadzonym przez M. Jaworek podmioty prywatyzowane kapitałem zagranicznym charakteryzowały się wyższą płynnością niż te prywatyzowane wyłącznie kapitałem polskim. Zob. M. Jaworek: *Płynność finansowa przedsiębiorstw sprywatyzowanych z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce*. W: *Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*. Red. D. Zarzecki. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 90, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 51, t. 1, Szczecin 2012, s. 233-240.

Literatura

- Bednarski L.: Analiza finansowa w przedsiębiorstwie. Wyd. 5. PWE, Warszawa 2007.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2000 roku. GUS, Warszawa 2001.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2001 roku. GUS, Warszawa 2002.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2002 roku. GUS, Warszawa 2003.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2003 roku. GUS, Warszawa 2004.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2004 roku. GUS, Warszawa 2005.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2005 roku. GUS, Warszawa 2006.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2006 roku. GUS, Warszawa 2007.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2007 roku. GUS, Warszawa 2008.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2008 roku. GUS, Warszawa 2009.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2009 roku. GUS, Warszawa 2010.
- Działalność gospodarcza spółek z udziałem kapitału zagranicznego w 2010 roku. GUS, Warszawa 2011.
- Działalność gospodarcza podmiotów z kapitałem zagranicznym w roku 2011. GUS, Warszawa 2012.
- Jaworek M.: Kondycja finansowa przedsiębiorstw sprywatyzowanych z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce. Acta Universitatis Nicolai Copernici, *Ekonomia XLII*, z. 392, Toruń 2011.
- Jaworek M.: Płynność finansowa przedsiębiorstw sprywatyzowanych z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce. W: Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością. Red. D. Zarzecki. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 90, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 51, t. 1, Szczecin 2012.
- Karaszewski W.: Przedsiębiorstwa z udziałem kapitału zagranicznego w Polsce w latach 1990-1999. UMK, Toruń 2001.
- Karaszewski W.: Wyniki ekonomiczne spółek z udziałem kapitału zagranicznego w latach 1994-2001 na tle ogółu przedsiębiorstw w Polsce. W: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne w Polsce. Red. W. Karaszewski. UMK, Toruń 2003.

ECONOMIC RESULTS OF ENTITIES WITH FOREIGN CAPITAL IN YEARS 2000-2011 ON THE BACKGROUND OF TOTAL ENTITIES IN POLAND

Summary

The paper presents the selected economic results of entities with foreign capital operating in Poland in years 2000-2011. The analysis was carried out in relation to the economic results of total entities in Poland. It allowed the author to better assess the activities of entities with the foreign capital. The assessment of financial situation was based on profitability indicators (profitability rate of gross turnover, equity capital), financial liquidity indicators and gross profit.

PRZEDSIĘBIORCA ENERGETYCZNY JAKO SPÓŁKA DOMINUJĄCA W ŚWIETLE PRAWA SPÓŁEK HANDLOWYCH

Tematem niniejszego artykułu jest pozycja przedsiębiorcy energetycznego jako spółki dominującej w rozumieniu przepisów prawa spółek handlowych¹. Ustawodawstwo polskie zawiera definicję podmiotu dominującego w przepisach licznych aktów prawnych², jednakże definicją legalną relevantną dla dalszych rozważań będzie definicja zawarta w art. 4 § 1 pkt. 4) K.s.h., według której spółką dominującą jest spółka handlowa w przypadku, gdy:

- a) dysponuje bezpośrednio lub pośrednio większością głosów na zgromadzeniu wspólników albo na walnym zgromadzeniu, także jako zastawnik albo użytkownik, bądź w zarządzie innej spółki kapitałowej (spółki zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub
- b) jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków zarządu innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub
- c) jest uprawniona do powoływania lub odwoływania większości członków rady nadzorczej innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub

¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. nr 94, poz. 1037 z późn. zm.), zwana dalej K.s.h.

² Zobacz w szczególności: art. 3 ust. 1 pkt. 37) ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz.U. z 2009 r., nr 152, poz. 1223 z późn. zm.); art. 1a ust.1 pkt. 1) lit. b) ustawy z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. z 2011 r., nr 74, poz. 397 z późn. zm.); art. 4 pkt. 3) ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. z 2007 r., nr 50, poz. 331 z późn. zm.); art. 2 ust. 1 ustawy z dnia 14 czerwca 1996 r. o łączeniu i grupowaniu niektórych banków w formie spółki akcyjnej (Dz.U. z 1996 r., nr 90, poz. 406 z późn. zm.); art. 4 pkt. 14) ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2009 r., nr 185, poz. 1439 z późn. zm.); art. 4 ust. 1 pkt. 8) ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2012 r., poz. 1376).

- d) członkowie jej zarządu stanowią więcej niż połowę członków zarządu innej spółki kapitałowej (spółki zależnej) albo spółdzielni (spółdzielni zależnej), lub
- e) dysponuje bezpośrednio lub pośrednio większością głosów w spółce osobowej zależnej albo na walnym zgromadzeniu spółdzielni zależnej, także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub
- f) wywiera decydujący wpływ na działalność spółki kapitałowej zależnej albo spółdzielni zależnej, w szczególności na podstawie umów określonych w art. 7 K.s.h.³

Zgodnie z obowiązującą w polskim prawie spółek zasadą *numerus clausus* spółek handlowych, spółkami tymi są: spółka jawna, spółka partnerska, spółka komandytowa, spółka komandytowo-akcyjna oraz dwie spółki kapitałowe⁴ – spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i spółka akcyjna⁵. Tym samym spółką dominującą w świetle przepisów K.s.h. może być wyłącznie jedna z wyżej wymienionych spółek handlowych, a więc spółek zarówno utworzonych, jak i działających zgodnie z przepisami tegoż kodeksu.

Do powstania spółek handlowych wszystkich typów konieczne jest spełnienie wymogów określonych odpowiednimi przepisami K.s.h., a więc w szczególności dokonanie wpisu do rejestru przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego⁶. Do powstania spółek kapitałowych niezbędne jest ponadto zawarcie umowy spółki z ograniczoną odpowiedzialnością⁷ albo zawiązanie spółki akcyjnej, w tym podpisanie statutu przez założycieli⁸ oraz wniesienie przez wspólników (akcjonariuszy) wkładów na pokrycie kapitału zakładowego i ustanowienie zarządu, jak również rady nadzorczej, która jest organem obligatoryjnym w spółce akcyjnej⁹ i fakultatywnym w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością¹⁰.

³ Na podstawie katalogu zawartego w art. 4 § 1 pkt. 4) K.s.h. Michał Romanowski wyróżnił cztery typy dominacji: udziałową – polegającą na przejęciu kontrolnego pakietu głosów w organie stanowiącym innego podmiotu (lit. a) i e), zarządczą – wiążącą się z prawem powoływania większości członków organów zarządzających innego podmiotu (lit. b) i c), osobową – polegającą na unii personalnej (lit. d) oraz kontraktową – powstającą na podstawie umowy (lit. f); M. Romanowski: Pojęcie spółki dominującej w Kodeksie spółek handlowych. „Państwo i Prawo” 2004, nr 5, s. 79.

⁴ Art. 4 § 1 pkt. 2) K.s.h.

⁵ Art. 1 § 2 K.s.h.

⁶ Zob. art. 251, art. 94, art. 109 §1, art. 134 §1, art. 163 pkt. 5) oraz art. 306 pkt. 4) K.s.h. w zw. z art. 4. § 1 pkt. 8) K.s.h.

⁷ Art. 163 pkt. 1) K.s.h.

⁸ Art. 306 pkt. 1) K.s.h.

⁹ Art. 306 pkt. 2) i 3) K.s.h.

¹⁰ Art. 163 pkt. 2)-4) K.s.h.

Po myśli art. 3 pkt. 12 ustawy¹¹ przedsiębiorstwem energetycznym jest podmiot prowadzący działalność gospodarczą w zakresie wytwarzania, przetwarzania, magazynowania, przesyłania, dystrybucji paliw albo energii lub obrotu nimi, jednakże przedmiotem zainteresowania autorki są wyłącznie przedsiębiorstwa działające na rynku energii elektrycznej. Ustawowa definicja przedsiębiorstwa energetycznego sprzeczna jest z przepisami kodeksu cywilnego stanowiącego, że przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej¹².

Natomiast przedsiębiorcą jest osoba fizyczna, osoba prawna lub jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną, której ustawa przyznaje zdolność prawną, prowadząca we własnym imieniu działalność gospodarczą lub zawodową¹³. Tym samym ustawodawca powinien posługiwać się pojęciem „przedsiębiorca energetyczny”, albowiem stroną umowy jest podmiot prawa (przedsiębiorca), a nie zespół składników¹⁴. Tak zdefiniowanemu przedsiębiorcy energetycznemu i jego pozycji prawnej jako spółki dominującej w specyficznej strukturze przedsiębiorstwa zintegrowanego pionowo zostaną poświęcone dalsze rozważania.

W rozumieniu przepisów Prawa energetycznego przedsiębiorstwem zintegrowanym pionowo¹⁵ (PZP) jest bądź to przedsiębiorstwo energetyczne, bądź grupa takich przedsiębiorstw, zajmujące się przesyłaniem lub dystrybucją energii elektrycznej oraz wytwarzaniem lub sprzedażą tej energii, których wzajemne relacje są określone w art. 3 ust. 2 rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 roku w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw¹⁶. W myśl tego przepisu koncentracja następuje z chwilą trwałej zmiany kontroli, przy czym podstawę tej kontroli stanowią prawa, umowy lub jakiekolwiek inne środki, które oddzielnie bądź wspólnie i uwzględniając okoliczności faktyczne lub prawne dają możliwość wywierania decydującego wpływu na przedsiębiorstwo, w szczególności przez (a) własność lub prawo użytkowania całego lub części aktywów przedsiębiorstwa, bądź (b) prawa lub umowy przyznające decydujący wpływ na skład, głosowanie lub decyzje organów tego przedsiębiorstwa. Natomiast zgodnie z art. 2 pkt. 21) dyrektywy 2009/72/WE¹⁷ przedsiębiorstwo zintegrowane pionowo

¹¹ Ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 r. Prawo energetyczne (Dz.U. z 2006 r., nr 89, poz. 625 z późn. zm.), zwana dalej „Prawem energetycznym”.

¹² Art. 55 ¹ Ustawy z dnia 23 kwietnia 1964 r. Kodeks cywilny (Dz.U. nr 16, poz. 93 z późn. zm.), zwana dalej „Kodeksem cywilnym” lub „K.c”.

¹³ Art. 43¹ K.c.

¹⁴ Zobacz: M. Czarnecka, T. Ogłódek: Prawo energetyczne. Komentarz. Warszawa 2012, s. 121.

¹⁵ Art. 3 pkt. 12a) Prawa energetycznego.

¹⁶ Dz. Urz. WE L 24 z 29.01.2004 r., zwane dalej „Rozporządzeniem Rady (WE) nr 139/2004”.

¹⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2009/72/WE z dnia 13 lipca 2009 r. dotycząca wspólnych zasad rynku wewnętrznego energii elektrycznej i uchylająca dyrektywę 2003/54/WE;

wo oznacza przedsiębiorstwo energetyczne lub grupę przedsiębiorstw energetycznych, w których ta sama osoba lub te same osoby są uprawnione, bezpośrednio lub pośrednio, do sprawowania kontroli, a dane przedsiębiorstwo lub grupa przedsiębiorstw prowadzi co najmniej jedną z następujących działalności: działalność przesyłową lub działalność dystrybucyjną oraz co najmniej jedną z następujących działalności: działalność w zakresie wytwarzania lub działalność w zakresie dostaw energii elektrycznej. Reasumując, przedsiębiorstwem zintegrowanym pionowo jest takie przedsiębiorstwo lub ich grupa, w których minimum jeden podmiot zajmuje się transportem energii elektrycznej bądź to sieciami przesyłowymi¹⁸, bądź sieciami dystrybucyjnymi¹⁹, oraz minimum jeden podmiot jest wytwórcą energii elektrycznej lub dostawcą tej energii, a więc przedsiębiorstwem obrotu, a zarazem w przedsiębiorstwie tym (ich grupie) ta sama osoba (fizyczna lub prawna), bezpośrednio lub pośrednio, trwale²⁰ sprawuje kontrolę. Podmiot sprawujący kontrolę w rozumieniu wyżej powołanych norm Prawa energetycznego to na gruncie K.s.h. spółka dominująca.

Od dnia 3 maja 2005 roku²¹ przedsiębiorstwa energetyczne zostały zobligowane do zapewnienia niezależności operatorom systemu przesyłowego (OSP), operatorom systemu dystrybucyjnego (OSD) i operatorom systemu połączonego (OSPoł.) wchodzącym w skład przedsiębiorstw zintegrowanych pionowo. Spośród wskazanych przez ustawę warunków, jedynie obowiązek zapewnienia niezależności pod względem formy prawnej wszedł w życie dopiero od dnia 1 lipca 2007 roku. Celem tych regulacji wprowadzonych pierwotnie przez normodawcę unijnego²² było stworzenie wewnętrznego rynku energii elektrycznej, zaś środ-

Dz.Urz. WE L 211 z 14.8.2009 r., zwana dalej „Dyrektywą 2009/72/WE”.

¹⁸ Sieciami przesyłowymi elektroenergetycznymi są sieci najwyższych napięć (NN) o napięciu 200 kV lub wyższej.

¹⁹ Sieciami dystrybucyjnymi są sieci wysokich (WN), średnich (SN) i niskich napięć (nn), za których ruch sieciowy jest odpowiedzialny operator systemu dystrybucyjnego.

²⁰ Konrad Kohutek zwrócił uwagę na przesłankę „trwałości” zmiany kontroli w rozumieniu przepisów Rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 podkreślając, iż nie stanowią koncentracji takie zdarzenia (transakcje), wskutek których danemu podmiotowi (grupie podmiotów) zostaje zapewniona jedynie krótkotrwała możliwość sprawowania kontroli nad innym podmiotem. Tym samym nie dochodzi do zamiany kontroli w przypadku krótkotrwałej kontroli czy władztwa nad innym przedsiębiorcą, które nie dają trwałej możliwości wywierania wpływu na jego politykę gospodarczą. K. Kohutek: Komentarz do rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw; LEX/el., 2005.

²¹ W tej dacie weszła w życie nowelizacja artykułu 9d Prawa energetycznego w brzmieniu nadanym ustawą z 4 marca 2005 roku o zamianie ustawy – Prawo energetyczne (Dz.U. nr 62, poz. 552).

²² Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/54/WE z dnia 26 czerwca 2003 r. dotycząca wspólnych zasad rynku wewnętrznego energii elektrycznej i uchylająca dyrektywę 96/92/WE; Dz.Urz. UE L 176 z 15.07.2003 r., zwana dalej „Dyrektywą 2003/54/WE”, oraz Dyrektywa 2009/72/WE.

kiem wiodącym do jego realizacji skuteczne zapewnienie niedyskryminacyjnego dostępu do sieci operatorów systemu przesyłowego i dystrybucyjnego wszystkim uczestnikom rynku. Ustawodawca uznał, iż zagrożeniem dla rynku są przedsiębiorstwa zintegrowane pionowo, w których strukturach istniały przedsiębiorstwa sieciowe, działające w warunkach tzw. monopolu naturalnego na obszarze własnej sieci²³. Remedium stanowić miało rozdzielenie działalności operatorów systemów (OSP, OSD i połączonego) od wszelkich innych rodzajów działalności, zwane *unbundlingiem*.

Warunkiem zapewnienia owej niezależności jest kumulatywne spełnienie przez każdego operatora, istniejącego w strukturze przedsiębiorstwa zintegrowanego pionowo, trzech przesłanek, a mianowicie:

- 1) posiadanie niezależności prawnej,
- 2) zapewnienie rozdziału funkcjonalnego operatora od innych rodzajów działalności,
- 3) prowadzenie oddzielnej księgowości dla działalności związanej z wykonywaniem funkcji operatora oraz innych rodzajów działalności.

Jak stanowi Prawo energetyczne, operator powinien pozostawać pod względem formy prawnej i organizacyjnej niezależny od innych działalności, niezwiązanych z przesyłaniem lub dystrybucją energii elektrycznej²⁴. Tym samym operator powinien być odrębnym podmiotem prawa. Wobec faktu, iż wszystkie spółki handlowe, bez względu na fakt posiadania lub nieposiadania osobowości prawnej²⁵ posiadają zdolność prawną i zdolność do czynności prawnych, przeto niewątpliwie są odrębnymi podmiotami prawa. Ustawodawca w art. 9k przesądził, iż operator systemu przesyłowego działa w formie spółki akcyjnej, którego jedynym akcjonariuszem jest Skarb Państwa, nie wprowadzając żadnych przepisów szczególnych co do formy prawnej operatorów systemów dystrybucyjnych. Tym samym ustawodawca pozostawił przedsiębiorcom energetycznym swobodę co do wyboru formy prawnej, w której może działać OSD.²⁶ Ustawodawca zarazem nie ograniczył się do zapewnienia odrębności prawnej OSD, albowiem postanowił równocześnie, że w celu zapewnienia niezależności operatorów muszą być spełnione następujące warunki, a mianowicie:

²³ Z. Muras w: Prawo energetyczne. Komentarz. Red. M. Swora, Z. Muras. Warszawa 2010, s. 637 i nast.

²⁴ Art. 9d ust. 1 Prawa energetycznego.

²⁵ Osobami prawnymi są wyłącznie spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i spółka akcyjna.

²⁶ M. Czarnecka i T. Ogłódek stoją na stanowisku, iż przedsiębiorstwa zintegrowane pionowo mają swobodę wyboru formy prawnej przedsiębiorstwa sieciowego, jednakże swoboda ta jest ograniczona wymogiem zapewnienia wystarczającej niezależności osób odpowiedzialnych za zarządzanie OSD. M. Czarnecka, T. Ogłódek: Op. cit., s. 293.

- 1) osoby odpowiedzialne za zarządzanie nie mogą uczestniczyć w strukturach zarządzania przedsiębiorstwa zintegrowanego pionowo lub przedsiębiorstwa energetycznego zajmującego się także działalnością gospodarczą niezwiązaną z energią elektryczną ani być odpowiedzialne – bezpośrednio lub pośrednio – za bieżącą działalność w zakresie wykonywanej działalności gospodarczej innej niż wynikająca z zadań operatorów;
- 2) osoby odpowiedzialne za zarządzanie systemem elektroenergetycznym powinny mieć zapewnioną możliwość niezależnego działania;
- 3) operatorzy powinni mieć zapewnione prawo podejmowania niezależnych decyzji w zakresie zarządzanego majątku koniecznego do ich działania, w tym eksploatacji, konserwacji, remontów lub rozbudowy sieci;
- 4) kierownictwo przedsiębiorstw zintegrowanych pionowo nie powinno wydawać operatorom poleceń dotyczących ich bieżącego funkcjonowania ani podejmować decyzji w zakresie budowy sieci lub jej modernizacji, chyba że te polecenia lub decyzje dotyczyłyby działań operatorów, które wykraczałyby poza zatwierdzony plan finansowy lub równoważny dokument²⁷.

Pierwsza z przesłanek oznacza, iż żadna z osób odpowiedzialnych za zarządzanie w przedsiębiorstwie sieciowym nie może zarazem być członkiem zarządu lub innego organu pełniącego funkcje zarządcze²⁸ przedsiębiorstwa zintegrowanego pionowo lub przedsiębiorstwa energetycznego zajmującego się obok działalności koncesjonowanej jakimkolwiek innym rodzajem działalności, niż działalność wynikająca z funkcji operatora. Zakaz powyższy dotyczy członków zarządu lub rady administrującej w systemie monistycznym²⁹. Tak więc zgodnie z terminologią zaproponowaną przez Michała Romanowskiego Prawo energetyczne wprowadziło bezwzględny zakaz dominacji osobowej w stosunku do operatorów.

Zapewnienie możliwości niezależnego działania osobom zarządzającym systemem elektroenergetycznym wymaga spełnienia licznych warunków. Osoby takie nie powinny być w żaden sposób uzależnione ekonomicznie od innych spółek wchodzących w skład przedsiębiorstwa zintegrowanego pionowo (PZP), a tym samym nie mogą świadczyć na ich rzecz ani pracy, ani żadnych usług na pod-

²⁷ Art. 9d ust. 2 Prawa energetycznego.

²⁸ Zgodnie z art. 27 ustawy z dnia 4 marca 2005 r. o europejskim zgrupowaniu interesów gospodarczych i spółce europejskiej (Dz.U. z 2005 r., nr 62, poz. 551), jeżeli w statucie spółki europejskiej przyjęto system monistyczny, zgodnie z art. 38 rozporządzenia Rady (WE) nr 2157/2001 z dnia 8 października 2001 r. w sprawie statutu spółki europejskiej (Dz.Urz. UE L 294 z 10.11.2001 r.), to w takim przypadku w spółce europejskiej ustanawia się radę administrującą.

²⁹ W literaturze przedmiotu wyrażono pogląd, iż zakaz powyższy dotyczy nie tylko członków zarządu, ale także innych osób piastujących funkcje zarządcze dowolnego szczebla: Tak w szczególności: M. Czarnecka, T. Ogłódek: *Op. cit.*, s. 297; Z. Muras w: M. Swora, Z. Muras: *Op. cit.*, s. 656.

stawie umowy cywilnoprawnej. Zarazem ich wynagrodzenie nie może być uzależnione ani od wyniku PZP, ani od wyniku spółek obrotu lub zajmujących się wytwarzaniem, a jedynie od wyniku spółki operatora. Nie powinny być również z innych przyczyn zainteresowane wynikami ekonomicznymi pozostałych spółek wchodzących w skład PZP, i to zarówno spółki holdera, jak i spółek siostrzanych zajmujących się czy to wytwarzaniem energii elektrycznej, czy to jej sprzedażą. Nie powinny zatem posiadać akcji, udziałów lub innych tytułów uczestnictwa w zysku tych spółek. Wreszcie przyczyny uzasadniające odwołanie ich ze stanowiska powinny zostać wskazane w umowie bądź statucie spółki operatora³⁰. W świetle powyższych konstatacji oczywistym jest, że Prawo energetyczne istotnie ogranicza również możliwość zawarcia przez operatora z inną spółką wchodzącą w skład PZP umowy będącej źródłem dominacji kontraktowej.

Uwagi odnoszące się do zakazu posiadania akcji lub udziałów w innych spółkach PZP przez osoby zarządzające przedsiębiorstwem sieciowym dotyczą również spółki operatora. Operator traci bowiem niezależność zarówno w przypadku, gdy wynikami ekonomicznymi wytwórcy lub sprzedawcy zainteresowany jest członek zarządu operatora, jak i sam operator. Tym samym wykluczyć należy sytuację dominacji udziałowej, w której spółką dominującą byłby OSP, OSD lub OSPoł. Jeżeli natomiast w tym samym typie dominacji operator będzie podmiotem zależnym, to podmiot w stosunku do niego dominujący będzie ograniczony co do możliwości: (a) jakiegokolwiek wpływania na decyzje spółki zależnej dotyczące zarządzanego majątku, w tym eksploatacji, konserwacji, remontów lub rozbudowy sieci, (b) wydawania poleceń spółce zależnej dotyczących jej bieżącego funkcjonowania. Wobec kodeksowych zakazów wydawania przez radę nadzorczą i walne zgromadzenie spółki akcyjnej³¹ (radę nadzorczą spółki z ograniczoną odpowiedzialnością)³² wiążących poleceń zarządowi spółki, ostatnie z wymienionych ograniczeń może znaleźć zastosowanie jedynie w przypadku, gdyby operatorem była zależna spółka osobowa.

Również w przypadku dominacji zarządczej spółka dominująca będzie doznawała ograniczeń co do możliwości dokonywania zmian w składzie zarządu spółki zależnej, albowiem wynikające z art. 203 § 1 i art. 370 § 1 K.s.h. prawo do odwołania członka zarządu spółki kapitałowej zostało ograniczone na gruncie prawa energetycznego przez nakaz określenia w umowie spółki lub statucie przyczyn umożliwiających odwołanie członka zarządu przed upływem kadencji.

³⁰ M. Czarnecka, T. Ogłódek: Op. cit., s. 297 i nast.

³¹ Art. 3751 K.s.h.

³² Art. 219 § 2 K.s.h.

Wprowadzając tak liczne ograniczenia ustawodawca zapewnił ochronę praw właścicielskich spółki dominującej w dominacji typu udziałowego w odniesieniu do rentowności aktywów zarządzanych przez podmiot zależny, w szczególności poprzez prawo do zatwierdzania rocznych planów finansowych i ustalania ograniczeń poziomu całkowitego zadłużenia. Jeżeli zważy się, iż polskie prawo spółek handlowych zapewnia zarządom spółek kapitałowych daleko idącą autonomię, zaś Prawo energetyczne dostrzegło konieczność zapewnienia ochrony praw właścicielskich, to okazuje się, że jedynym rzeczywistym ograniczeniem spółki dominującej w stosunku do wchodzącej w skład PZP spółki zależnej – operatora sieci są określone w statucie (umowie spółki) ograniczenia możliwości odwołania członków zarządu w trakcie kadencji. Rzeczywiste ograniczenia dotyczą zaś owej spółki zależnej oraz osób zarządzających tą spółką.

Literatura

- Czarnecka M., Oglódek T.: Prawo energetyczne. Komentarz. Warszawa 2012.
Kohutek K.: Komentarz do rozporządzenia Rady (WE) nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw. LEX/el. 2005.
Prawo energetyczne. Komentarz. Red. M. Pawełczyk. Poznań 2012.
Prawo energetyczne. Komentarz. Red. M. Swora, Z. Muras. Warszawa 2010.
Romanowski M.: Pojęcie spółki dominującej w Kodeksie spółek handlowych. „Państwo i Prawo” 2004, nr 5.

THE ENERGY ENTREPRENEUR AS A PARENT COMPANY IN LIGHT OF [POLISH] CORPORATE LAW

Summary

Commercial companies code includes the legal definition of the company describing different types of dominance. Both the European and Polish lawmaker wishing to create a competitive market of electric energy introduced numerous restrictions concerning vertically integrated companies. The subject matter of the following article is the attempt to answer the question whether every kind of dominance can be applicable to a capital group in

the electric energy sector which is a vertically integrated enterprise and furthermore, how the restrictions concerning the energy law influence the position of the dominant company in a vertically integrated enterprise.

PERSPEKTYWY ROZWOJU PARTNERSTWA PUBLICZNO-PRYWATNEGO W POLSCE W WARUNKACH KRYZYSU GOSPODARCZEGO

Wprowadzenie

W latach 2009-2011 zainicjowanych zostało w Polsce 146 projektów partnerstwa publiczno-prywatnego (PPP). Zdecydowana większość postępowań (ok. 70%) ogłoszona została przez jednostki samorządu terytorialnego, w tym gminy oraz miasta na prawach powiatu. Według danych Ministerstwa Gospodarki¹ do końca 2012 roku jedynie 30 spośród wszystkich ogłoszonych w latach 2009-2011 postępowań zakończyło się wyborem partnera prywatnego. Oznacza to, że w 79 przypadkach na 100 poniesiono porażkę². Uzasadnione wydaje się zatem stwierdzenie, iż sektor publiczny w Polsce nadal napotyka poważne bariery utrudniające nawiązanie współpracy z podmiotami prywatnymi w ramach PPP.

W związku z powyższym w artykule zostaną zaprezentowane i omówione czynniki determinujące rozwój PPP Polsce. Zagadnie rozwoju PPP zostanie przedstawione w kontekście trwającego spowolnienia gospodarczego w Polsce i kryzysu gospodarczego na świecie.

¹ Dane zawarte w materiałach z konferencji pt. „Status Quo polskiego PPP a niemieckie doświadczenia” zorganizowanej 30 stycznia 2013 r. w Krakowie.

² W krajach rozwijających się 318 spośród projektów zainicjowanych w latach 1990-2011 zakończyło się niepowodzeniem (postępowania zostały anulowane lub realizacja projektów napotyka trudności finansowe). Stanowią one jednak niespełna 6,1% całkowitej liczby projektów, por. ppi.worldbank.org, dostęp: 1.02.2013.

1. Rozwój PPP na świecie

Liczne publikacje naukowe, a przede wszystkim doświadczenia praktyczne dowodzą, iż wiele skutecznych rozwiązań w zakresie infrastruktury opiera się na zasadzie współdziałania sektora publicznego z sektorem prywatnym, również w formie partnerstwa publiczno-prywatnego³.

Sam termin partnerstwo publiczno-prywatne (PPP) został spopularyzowany stosunkowo niedawno. Wzrost znaczenia inwestycji infrastrukturalnych realizowanych we współdziałaniu sektora publicznego z sektorem prywatnym nastąpił dopiero na początku lat 90. XX wieku, wraz z postępującą prywatyzacją usług publicznych oraz rozwojem PFI (*Private Finance Initiative*) w Wielkiej Brytanii⁴. W zależności od przyjętego stanowiska badawczego, w literaturze przedmiotu wyróżnia się wiele podejść do interpretacji terminu PPP⁵. Można zatem uznać, iż PPP stanowi pojemne pojęcie, co skutkuje wieloma różnymi jego interpretacjami. Natomiast o faktycznych możliwościach stosowania poszczególnych form współpracy w ramach PPP decydują w dużej mierze specyfika danego kraju i przyjęte regulacje w zakresie PPP.

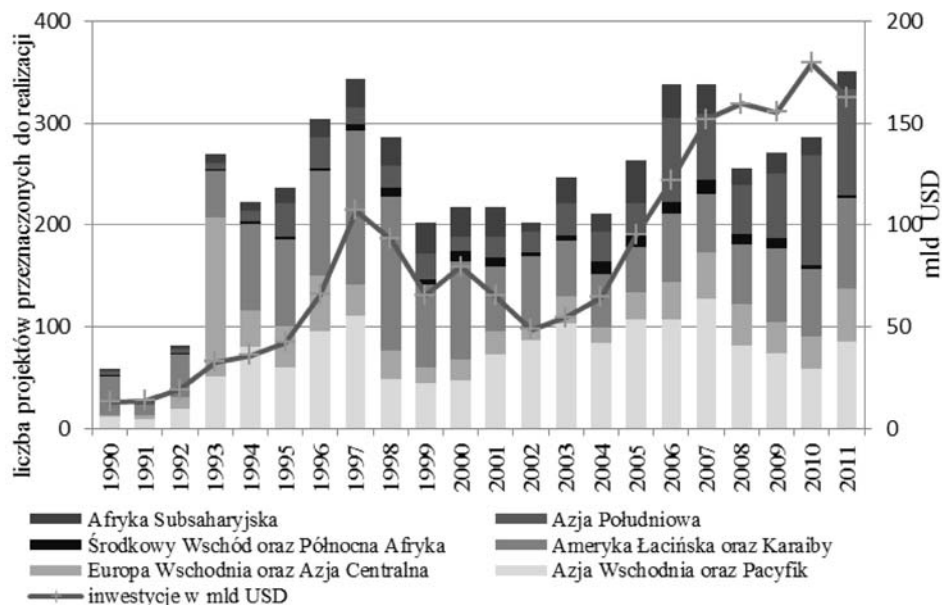
W opracowaniu przyjęto, iż PPP oznacza długookresową współpracę sektora publicznego z prywatnym nawiązywaną, w ramach obowiązujących w danym kraju uregulowań prawnych, dla osiągnięcia założonych celów (np. budowa i utrzymanie infrastruktury).

Obecnie PPP jest coraz powszechniej postrzegane jako atrakcyjna metoda wykonywania zadań publicznych. Wiele krajów na całym świecie realizuje projekty w formule PPP i posiada bogate doświadczenia w tym zakresie. Wykorzystanie PPP w wybranych grupach krajów obrazują dane ujęte na poniższym wykresie (rys. 1).

³ Por. J. Węgrzyn: Rola władz lokalnych w sferze infrastruktury. *Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości* 2012, vol. 20, nr 2, s. 247-258.

⁴ Pierwsze wzmianki na temat PPP dotyczą przedsięwzięć związanych z zagospodarowaniem i renowacją nieruchomości w mieście Pittsburgh w Stanach Zjednoczonych w latach 40. XX w. Por. S. Stewman, J.A. Tarr: *Four Decades of Public-Private Partnerships in Pittsburgh*. W: *Public Private Partnerships in American Cities*. Ed. R.S. Foster, R. Berger. Lexington Books, Lexington 1982.

⁵ G. Hodge, C. Greve: *Public-Private Partnerships: Governance Scheme or Language Game?* „*The Australian Journal of Public Administration*” 2010, Vol. 69, No. S1, s. S10.

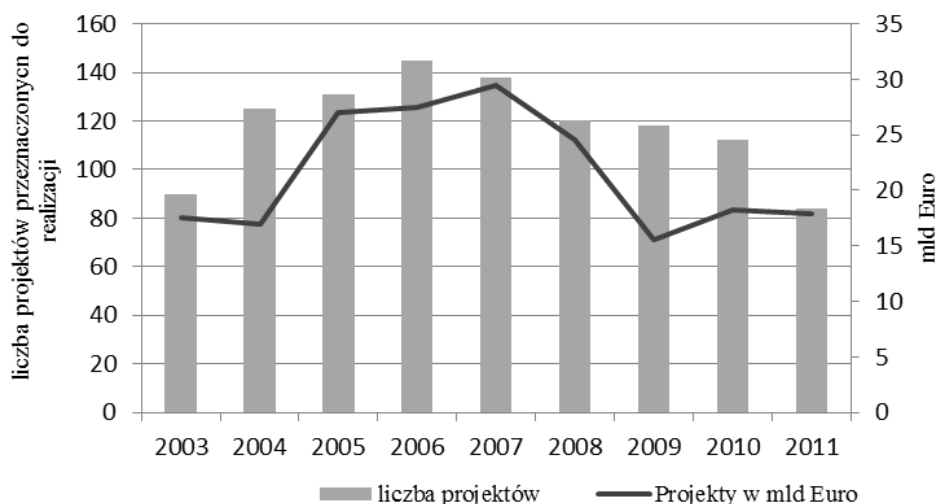


Rys. 1. Projekty PPP w krajach rozwijających się według regionów w latach 1990-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych uzyskanych z bazy projektów PPI Banku Światowego oraz PPIAF, ppi.worldbank.org, dostęp: 1.02.2013.

Na początku lat 90. ubiegłego wieku wartość projektów w krajach rozwijających się realizowanych w formule PPP wynosiła niespełna 20 mld USD rocznie. Natomiast w roku 2011 podjęto się realizacji projektów w formule PPP na łączną kwotę ponad 160 mld USD.

Według statystyk prowadzonych dla krajów europejskich, wartość projektów PPP osiągała najwyższe wskaźniki w latach 2006-2007. Jednak w czasie kryzysu wielkości te zmniejszyły się o blisko 40% (zob. rys. 2). W 2011 roku najwięcej umów PPP podpisano w: Wielkiej Brytanii (27 projektów), Francji (19 projektów) oraz Niemczech (16 projektów).



Rys. 2. Projekty PPP w krajach EPEC w latach 2003-2011

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych uzyskanych z raportów EPEC (European PPP Expertise Centre zrzesza 33 członków z 29 państw europejskich oraz Izraela) dostępnych na stronie www.eib.org/epec/, dostęp: 1.02.2013.

Na podstawie analizy powyższych danych można wskazać, że punktem zwrotnym dla rozwoju koncepcji PPP, zarówno w krajach rozwiniętych, jak i rozwijających się, był rok 2007. Jednak o ile w Europie kryzys gospodarczy negatywnie wpłynął na rynek PPP, o tyle wydaje się nieuzasadnione formułowanie tak jednoznacznych wniosków w odniesieniu do krajów rozwijających się.

2. Wpływ kryzysu gospodarczego na politykę państw wobec PPP

Na tempo i kierunek przemian w obszarze PPP wpływa wiele czynników. J. Delmon wskazuje, że faktyczne wykorzystanie koncepcji PPP zależy od czterech podstawowych elementów tworzących łącznie klimat dla inwestycji w formule PPP, to jest⁶:

- woli i wsparcia politycznego oraz właściwego prawodawstwa i systemu regulacji,
- właściwej selekcji, przygotowania i wdrażania projektów PPP,

⁶ J. Delmon: *Public-Private Partnership Projects in Infrastructure. An Essential Guide for Policy Makers*. The World Bank 2011, s. 29.

- realnych i wykonalnych założeń odnośnie do generowanych przez projekt wpływów, np. z opłat od użytkowników,
- dostępności źródeł finansowania projektów PPP.

Rozwój partnerstwa jest możliwy, gdy klimat inwestycyjny wokół PPP kształtowany jest na zasadzie równowagi pomiędzy opisanymi elementami.

Znajomość wzajemnych relacji występujących pomiędzy elementami tworzącymi klimat dla inwestycji PPP staje się użyteczna podczas opisywania przemian w sferze PPP, zachodzących w wyniku trwającej dekonjunkury gospodarczej.

Trwająca od 2007 roku dekonjunktura gospodarcza sprawiła, że w obszarze PPP ujawniły się nowe ryzyka, a dotychczasowe stały się bardziej dotkliwe. Najważniejsze z nich to ryzyko wzrostu stopy procentowej, kredytowe, obniżenia wartości aktywów, deprecjacji waluty oraz ryzyko obniżenia wielkości popytu⁷. Konieczność uwzględniania powyższych rodzajów ryzyka ogranicza możliwości finansowania projektów infrastrukturalnych, w tym również projektów PPP⁸.

Przedstawione problemy zostały dostrzeżone przez rząd Wielkiej Brytanii, który w 2011 roku przystąpił do reformy PFI. W grudniu 2012 roku wysunięto propozycje zmian dotychczasowej formuły finansowania projektów inwestycyjnych. Wśród istotnych propozycji ujętych w nowym podejściu, określanym jako PF2, można wskazać⁹:

- wprowadzenie ujednoliconego i efektywnego podejścia do zamówień PF2 poprzez np. stworzenie pakietów standardowej dokumentacji oraz zwiększenie kontroli przygotowania projektu,
- dążenie do uzyskania większej przejrzystości poprzez np. obowiązek publikacji rocznych raportów na temat projektów i ich finansowania,
- zmianę w podejściu do zarządzania ryzykiem poprzez przejęcie odpowiedzialności za część ryzyk przez rząd,
- szerszy dostęp do źródeł finansowania projektów.

Szansę na rozwój PPP stanowi również poszerzanie zakresu stosowanych instrumentów finansowych. Jednym z nich są obligacje projektowe – instrumenty dłużne emitowane przez spółki celowe. Podstawową korzyścią związaną z emisją

⁷ Por. P. Burger, J. Tyson, I. Karpowicz, M.D. Coelho: The Effects of the Financial Crisis on Public-Private Partnerships. International Monetary Fund Working Paper WP/09/144, International Monetary Fund, Washington, s. 10.

⁸ Za ważny barometr nastrojów panujących w Europie w sektorze inwestycji infrastrukturalnych uznaje się koszt ubezpieczenia obligacji emitowanych w związku z realizacją projektów infrastrukturalnych. W 2008 r. koszt ubezpieczenia obligacji emitowanych wzrósł z poziomu 0,5% do poziomu nawet 3,0%. Por. Infrastructure finance – surviving the credit crunch. PricewaterhouseCoopers, November 2008, www.pwc.com, dostęp: 1.02.2013.

⁹ A new approach to public private partnerships. HM Treasury, December 2012, www.hm-treasury.gov.uk, dostęp: 1.02.2013.

obligacji projektowych jest możliwość skrócenia okresu zaangażowania finansowego w realizację projektów PPP z kilkudziesięciu do kilku lat¹⁰.

W związku z powyższym, zgodnie z przyjętą przez J. Delmona koncepcją, zasadne staje się wspieranie PPP przez rządy, m.in. poprzez uelastycznienie zasad podziału ryzyka w projektach PPP.

3. Rozwój PPP w Polsce

W ramach polskiego ustawodawstwa instytucja PPP została po raz pierwszy uregulowana w 2005 roku¹¹. Przepisy ustawy z 2005 roku pozostały jednak niewykorzystane, a współpraca pomiędzy podmiotami publicznymi a prywatnymi inwestorami realizowana była na podstawie ogólnych regulacji z zakresu prawa cywilnego. Powszechnie sądzi się, iż stało się tak za sprawą wysokiego stopnia sformalizowania ustawy o PPP oraz niewłaściwie przygotowanych przepisów wykonawczych¹². Rozwój PPP rozpoczął się w Polsce w 2009 roku i zbiegł się w czasie z wprowadzeniem nowych przepisów regulujących kwestie współpracy publiczno-prywatnej¹³.

W związku z powyższym, w kontekście obecnych tendencji kształtujących PPP na świecie, w pierwszej kolejności można zastanowić się nad następującym zagadnieniem: czy rozwój PPP w Polsce jest efektem zmian legislacyjnych z 2009 roku?

Aby znaleźć wyjaśnienie dla tak sformułowanego problemu, można posłużyć się modelem równowagi PPP opisanym przez M.J. Garvina¹⁴. Model ten zo-

¹⁰ Financing PPPs with project bonds Issues for public procuring authorities. EPEC October 2012, www.eib.org/epec/, dostęp: 1.02.2013.

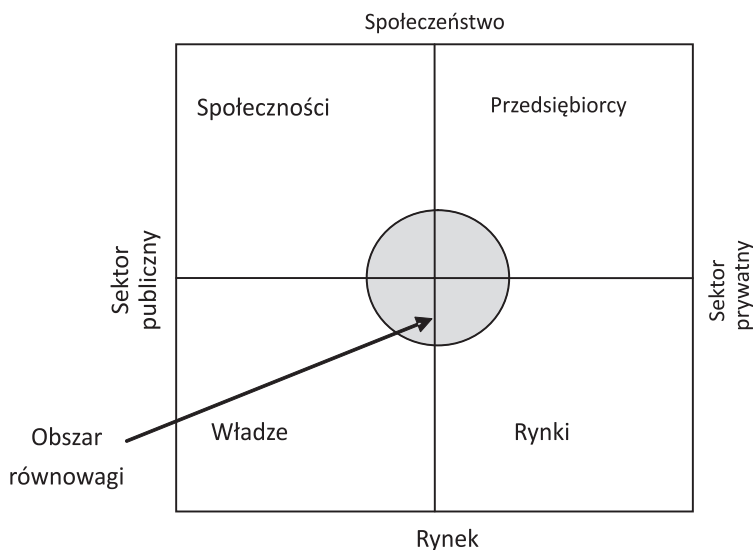
¹¹ Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Dz.U. nr 169, poz. 1420.

¹² Por. Partnerstwo publiczno-prywatne. Red. B. Korbus. Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2010; T. Korczyński, A. Kozłowska, K. Kozłowski, A. Mednis, A. Nowaczek: Koncesja na roboty budowlane lub usługi a inne formy realizacji inwestycji publiczno-prywatnych. Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2010; D. Sześciło: Rządowe instytucje wspierające – klucz do dynamicznego rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego? „Samorząd Terytorialny” 2009, nr 11, s. 17-26.

¹³ Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Dz.U. z 2009 r., nr 19, poz. 100; Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi. Dz.U. z 2009 r., nr 157, poz. 1241.

¹⁴ M.J. Garvin: Are public-private partnerships effective as infrastructure development strategies? W: Proceedings of the Construction Management and Economics 25th Anniversary Conference: Past, present & future. Ed. W. Hughes. University of Reading, Oxford, UK, Taylor & Francis, July 2007. Model ten następnie został wykorzystany przez D. Bosso w ocenie skuteczności regulacji prawnych w zakresie PPP w dwóch stanach Ameryki Północnej: Wirginii oraz Kalifornii, zob. D. J. Bosso: Effectiveness of contemporary public-private partnerships for large-scale infrastruc-

stał opracowany m.in. w celu wdrożenia uniwersalnych reguł oceny projektów i programów PPP. Koncepcja Garvina opiera się na założeniu, że dla osiągnięcia sukcesu w obszarze PPP ważne jest ustalenie równowagi pomiędzy interesem społeczności lokalnych a mechanizmami rynkowymi oraz interesem sektora publicznego i prywatnego. Powyżej wymienione elementy tworzą układ z wyznaczonym obszarem sukcesu dla programów PPP. Zależność pomiędzy czterema aspektami równowagi przedstawia rys. 3.



Rys. 3. Model równowagi PPP

Źródło: M.J. Garvin, D. Bosso: Assessing the Effectiveness of Infrastructure Public-Private Partnership Programs and Projects. „Public Works Management Policy” 2008, Vol. 13, No. 2, s. 162-178.

Uzupełnieniem zaproponowanego przez Garvina modelu jest szablon oceny programów PPP. Szablon służy do oceny uregulowań prawnych w pięciu podstawowych obszarach PPP: zakres prac lub usług, finansowanie, opłaty użytkowników, przejęcia i przetargi, zarządzanie kontraktem. Zastosowanie ujętych w szablonie wytycznych pozwala ustalić położenie danego programu na opisanym układzie współrzędnych. W poniższej tabeli przedstawiono wyniki oceny porównawczej ustaw dotyczących PPP obowiązujących w Polsce w od roku 2005, a następnie od roku 2009.

ture projects in the United States. MS Thesis. Virginia Polytechnic Institute & State University, Blacksburg, Virginia 2008. Jednocześnie, jak podkreślają zarówno M.J. Garvin, jak i D. Bosso, model ten ma charakter jedynie jakościowy i nie pozwala na dokonywanie dokładnych pomiarów skuteczności programów PPP. Stanowi jednak użyteczne narzędzie wykorzystywane do oceny, czy dany program umożliwia odniesie sukcesu w realizacji projektów PPP w długim terminie.

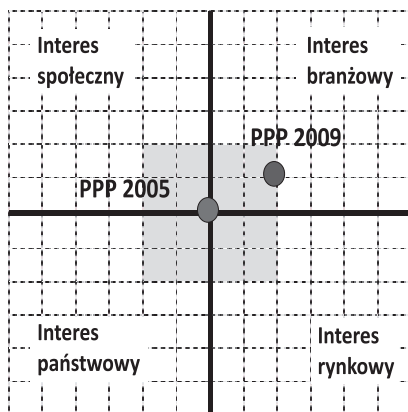
Tabela 1

Szablony oceny programów

Element	Zagadnienie		Wpływ	PPP-09	PPP-05
Zakres prac lub usług	Określony przepisami	Tak Nie	- →	→	-
	Składanie propozycji /ofert	Jednie w toku postępowania Możliwa inicjatywa strony prywatnej	- ↘	-	↘
	Ograniczenia	Odnośnie do warunków funkcjonowania	←		
		Przestrzenny zasięg	✓	-	-
Sposób dostarczania usług		✓			
		Brak	-		
Finansowanie	Określone przepisami	Tak Nie	- ↘	↘	↘
	Zasoby możliwe do wykorzystania	Wszystkie Jedynie prywatne	- ↘	-	-
	Pozwolenia i wyłączenia	Możliwe zwolnienia podatkowe	↖		
		Przekierowane na stronę publiczną	✓	-	-
	Nieuwzględnione	-			
Opłaty użytkowników	Określone przepisami	Tak Nie	- →	→	→
	Zasady ustalania opłat	Ustalane przez stronę publiczną	←		
		Ustalane przez stronę prywatną	→	→	→
		Negocjowane	→		
	Nie ustalone przepisami	→			
Zarządzanie	Nieuwzględnione	←			
	Zwiększona kontrola	-	→	→	
	Podział dochodów pomiędzy strony	←			
Przejęcia i przetarg	Określone przepisami	Tak Nie	- ↖	-	-
	Analiza porównawcza	Nie uwzględniono	→		
		Wymagana	←	→	←
		Wymagana i zdefiniowana	-		
	Metody selekcji	Nieustalone	✓	-	-
		Konkurencja	-		
	Negocjacje	↖			
Uzyskiwanie pozwoleń i nabywanie nieruchomości	Przez stronę publiczną	-			
	Przez stronę prywatną	✓	✓	✓	
	Nie uregulowane	✓			
Uczestnictwo doradców	Ustalone przepisami i dozwolone	-	↖	↖	
	Dozwolone	↖			
Zarządzanie kontraktem	Określone przepisami	Tak Nie	- ↖	↖	↖
	Proces oceny	Niejawniany	↖		
		Ujawniany	✓	↖	↖
		Ujawniany, sprecyzowane zasady	-		
	Prawa związane z wygaśnięciem kontraktu	Niejawnianie	↖	-	-
Brak ograniczeń		✓			
Zależne od specyfiki projektu		-			

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M.J. Garvin, D. Bosso: Assessing the Effectiveness of Infrastructure Public-Private Partnership Programs and Projects. „Public Works Management Policy” 2008, Vol. 13, No. 2, s. 162-178; Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym; Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym; Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi.

W celu ustalenia położenia danego programu w opisanym „układzie współrzędnych”, dokonuje się jednostkowych przesunięć zgodnie ze strzałkami wyznaczonymi w tabeli 1, zaczynając od początku układu. Efekty dokonanych przesunięć zobrazowano na rys. 4.



Rys. 4. Ocena regulacji prawnych w zakresie PPP w Polsce z 2005 i 2009 roku

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M.J. Garvin, D. Bosso: Assessing the Effectiveness of Infrastructure Public-Private Partnership Programs and Projects. „Public Works Management Policy” 2008, Vol. 13, No. 2, s. 162-178.

Nowe regulacje, przesuając punkt ciężkości w stronę sektora prywatnego, stworzyły lepsze warunki dla przedsiębiorstw prywatnych angażujących się w PPP. Dzięki zastosowaniu koncepcji równowagi Garvina można również wykazać, iż zarówno obecne, jak i poprzednie przepisy stanowiły korzystne rozwiązania w zakresie PPP. Przedstawione wnioski osłabiają zatem tezę, iż rozwój PPP w Polsce nastąpił wskutek zmian w obowiązujących przepisach prawnych¹⁵.

Z problematyką prawodawstwa ściśle wiąże się zagadnienie wsparcia instytucjonalnego. Na podstawie analizy literatury poświęconej tematyce PPP można sformułować wniosek, iż znajdujące zastosowanie w polskich warunkach rozwiązania instytucjonalne uznaje się za niewystarczające dla właściwego zafunkcjonowania partnerstwa¹⁶.

¹⁵ Można również wskazać, iż władze samorządowe w Polsce podejmowały inicjatywy PPP jeszcze zanim wprowadzono nowe przepisy prawne. Dla przykładu, w Krakowie w trybie koncesji na roboty budowlane, która pierwotnie uregulowana została w ustawie z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych (Dz.U. z 2007 r., nr 223, poz. 1655 z późn. zm.), ogłoszono dwa postępowania. W 2005 r. przystąpiono do budowy parkingu podziemnego pod Placem na Groblach, a w 2008 roku ogłoszono postępowanie na budowę parkingu podziemnego przy ul. Focha.

¹⁶ Por. D. Sześciło: Rządowe instytucje wspierające – klucz do dynamicznego rozwoju partnerstwa publiczno-prywatnego? „Samorząd Terytorialny” 2009, nr 11, s. 17-26; I. Herbst, P. Zaremba: Propozycje rozwiązań systemowych w zakresie upowszechniania PPP w Polsce. „Europejski Doradca Samorządowy” 2011, nr 3 (18), s. 14-16.

O sukcesie koncepcji PPP decyduje również zdobyte przez sektor publiczny doświadczenie w realizacji projektów w formule PPP¹⁷. Liczne badania dowodzą, że w Polsce nadal brak jest dobrych wzorców współpracy publiczno-prywatnej¹⁸. Powoduje to, iż jednostki samorządowe, korzystając z wzorców zagranicznych, dopiero wypracowują zasady pozwalające umiejętnie przeprowadzić procedurę wyboru partnera prywatnego.

Nadal aktualne pozostaje zatem pytanie, jakie czynniki przyczyniły się do wzrostu zainteresowania formułą PPP w Polsce?

Wydaje się, że w Polsce wzrost liczby inicjatyw PPP nastąpił wraz ze wzrostem poziomu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego. Przeprowadzone przez autorkę badania pt. „Przesłanki podejmowania inicjatyw PPP – analiza porównawcza na przykładzie wybranych gmin województwa małopolskiego” potwierdziły występującą zależność pomiędzy poziomem zadłużenia gmin województwa małopolskiego a ich zaangażowaniem w projekty PPP¹⁹.

Dodatkowo partnerstwo uznawane jest za atrakcyjny sposób realizacji projektów infrastrukturalnych w Polsce również przez sektor prywatny. Potwierdzenie tej tezy można odnaleźć w raporcie pt. „Analiza potencjału podmiotów publicznych i przedsiębiorstw do realizacji partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce”²⁰. Według autorek raportu chęć przystąpienia do realizacji każdego z projektów PPP zgłaszały średnio 3 podmioty prywatne, głównie przedsiębiorstwa należące do sektora budowlanego²¹. W ocenie przedsiębiorstw prywatnych angażowanie się w realizację projektów PPP sprzyja uzyskaniu stabilnego źródła dochodów w długim okresie oraz ograniczeniu ryzyka bankructwa. Pozytywna reakcja sektora prywatnego na pojawiające się inicjatywy PPP jest również efektem trwającej dekonunktury i pogarszającej się sytuacji w sektorze budowlanym.

Na rozwój PPP w Polsce wpływ wywarł również światowy kryzys, który w 2007 roku objął rynki finansowe. Na rynkach światowych wymiernym efektem

¹⁷ Por. A. Wojewnik-Filipkowska, D. Trojanowski: Principles of public-private partnership financing – Polish experience. „Journal of Property Investment & Finance” 2013, Vol. 31, Iss. 4, s. 329-344.

¹⁸ Por. I. Herbst, A. Jadach-Sepiolo, E. Marczevska: Raport z badań pt. Analiza potencjału podmiotów publicznych i przedsiębiorstw do realizacji partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce. PARP, Warszawa 2012, s. 61.

¹⁹ Wartość testu istotności t wyniosła 2,519. Ocenie podlegała różnica pomiędzy średnimi w grupie gmin z województwa małopolskiego, które podjęły inicjatywy PPP oraz w grupie kontrolnej; test dwustronny, $\alpha = 0,05$, $df = 29$; $t(\text{tab}) = 2,045$. Artykuł przekazany został do publikacji w Zeszytach Naukowych Uniwersytetu Ekonomicznego.

²⁰ I. Herbst, A. Jadach-Sepiolo, E. Marczevska: Raport z badań pt. Analiza..., op. cit., s. 89-99.

²¹ Dla porównania liczba ofert w przetargach publicznych na roboty budowlane w 2011 r. wynosiła średnio 3,88. Zob. Sprawozdanie Prezesa UZP o funkcjonowaniu systemu zamówień publicznych w 2011 roku, www.uzp.bip.pl, dostęp: 5.02.2013.

trwającego kryzysu jest odnotowany w latach 2008-2011 spadek liczby realizowanych projektów PPP oraz ich wartości, zwłaszcza w krajach europejskich. W Polsce wzrost zaangażowania w realizację projektów PPP nastąpił dopiero w 2009 roku. W związku z powyższym zasadne staje się sformułowanie opinii, iż w polskich warunkach pewnym odzwierciedleniem trwającej recesji jest niski wskaźnik skuteczności podejmowanych inicjatyw PPP.

Istnieją zatem podstawy by uznać, iż rozwój PPP w Polsce jest przede wszystkim skutkiem zmian warunków ekonomiczno-finansowych podmiotów publicznych oraz prywatnych.

Podsumowanie

W artykule przedstawiono uwarunkowania rozwoju PPP w Polsce. Wskazano, iż zagadnienie rozwoju PPP można, a nawet należy analizować również w szerszym kontekście, który tworzą ogólna sytuacja makroekonomiczna kraju oraz świata.

W opinii autorki, w dłuższej perspektywie, wzrost znaczenia PPP w Polsce zależy przede wszystkim od aktywnego uczestnictwa instytucji rządowych w promowaniu koncepcji PPP. Zaangażowanie instytucji rządowych może przybierać różne formy, m.in. działania zmierzające do likwidacji barier administracyjnych, profesjonalne doradztwo w zakresie zarządzania projektami PPP lub promowanie i podejmowanie działań służących mobilizacji kapitału prywatnego (poręczenia, gwarancje rządowe). Wykorzystywane przez rząd instrumenty wsparcia PPP powinny stanowić rezultat przemyślanej strategii w sferze PPP.

Niemniej szczegółowe omówienie problematyki rozwoju PPP w Polsce wykracza poza ramy niniejszego artykułu. W związku z powyższym pojawia się konieczność przeprowadzenia dalszych badań, które przyczynią się do poszerzenia wiedzy na temat uwarunkowań rozwoju PPP w Polsce.

Literatura

- A new approach to public private partnerships. HM Treasury, December 2012. www.hm-treasury.gov.uk.
- Bosso D.J.: Effectiveness of contemporary public-private partnerships for large-scale infrastructure projects in the United States. MS Thesis. Virginia Polytechnic Institute & State University, Blacksburg, Virginia 2008.

- Burger P., Tyson J., Karpowicz I., Coelho M.D.: The Effects of the Financial Crisis on Public-Private Partnerships. International Monetary Fund Working Paper WP/09/144. International Monetary Fund, Washington DC.
- Connolly C., Wall T.: The global financial crisis and UK PPPs. „International Journal of Public Service Management” 2011, Vol. 24, No. 6.
- Delmon J.: Public-Private Partnership Projects in Infrastructure. An Essential Guide for Policy Makers. The World Bank 2011.
- Financing PPPs with project bonds. Issues for public procuring authorities. The European PPP Expertise Centre (EPEC), www.eib.org/epec.
- Garvin M.J.: Are public-private partnerships effective as infrastructure development strategies? W: Proceedings of the Construction Management and Economics 25th Anniversary Conference: Past, present & future. Ed. W. Hughes. Taylor & Francis, University of Reading, Oxford, UK, July 2007.
- Garvin M.J., Bosso D.: Assessing the Effectiveness of Infrastructure Public-Private Partnership Programs and Projects. „Public Works Management Policy” 2008, Vol. 13, No. 2.
- Herbst I., Zaremba P.: Propozycje rozwiązań systemowych w zakresie upowszechniania PPP w Polsce. „Europejski Doradca Samorządowy” 2011, nr 3 (18).
- Herbst I., Jadach-Sepiolo A., Marczevska E.: Raport z badań pt. Analiza potencjału podmiotów publicznych i przedsiębiorstw do realizacji partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce. PARP, Warszawa 2012.
- Hodge G., Greve C.: Public-Private Partnerships: Governance Scheme or Language Game? „The Australian Journal of Public Administration” 2010, Vol. 69, No. S1.
- Infrastructure finance – surviving the credit crunch. PricewaterhouseCoopers, November 2008, www.pwc.com.
- Korczyński T., Kozłowska A., Kozłowski K., Mednis A., Nowaczek A.: Koncesja na roboty budowlane lub usługi a inne formy realizacji inwestycji publiczno-prywatnych. Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., Warszawa 2010.
- Partnerstwo publiczno-prywatne. Red. B. Korbus. Urząd Zamówień Publicznych, Warszawa 2010.
- Stewman S., Tarr J.A.: Four Decades of Public-Private Partnerships in Pittsburgh w: Public Private Partnerships in American Cities. Ed. R.S. Foster, R. Berger. Lexington, Mass.: Lexington Books 1982.
- Sześciło D.: Rządowe instytucje wspierające – klucz do dynamicznego rozwoju partnerstwa publiczno – prywatnego? „Samorząd Terytorialny” 2009, nr 11.
- Węgrzyn J.: Rola władz lokalnych w sferze infrastruktury. Studia i Materiały Towarzystwa Naukowego Nieruchomości 2012, Vol. 20, nr 2.

Wojewnik-Filipkowska A., Trojanowski D.: Principles of public-private partnership financing – Polish experience. „Journal of Property Investment & Finance” 2013, Vol. 31, Iss. 4.

Ustawa z dnia 28 lipca 2005 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Dz.U. nr 169, poz. 1420.

Ustawa z dnia 19 grudnia 2008 r. o partnerstwie publiczno-prywatnym. Dz.U. nr 19, poz. 100.

Ustawa z dnia 9 stycznia 2009 r. o koncesji na roboty budowlane lub usługi. Dz.U. nr 157, poz. 1241.

PROSPECTS FOR THE DEVELOPMENT OF PPP IN POLAND DURING THE GLOBAL FINANCIAL CRISIS

Summary

The elaboration treats about the issue of PPP in Poland. Since 2009 Poland has been experiencing the growing number of PPP undertakings. The aim of study is to present the issues concerning the conditions for the development of PPP in Poland.

This problem is presented in the context of the ongoing global financial crisis. It seems that in Polish conditions, a reflection of the current recession is the low success rate of PPP initiatives.

Jacek Kuczowic,

Karina Kuczowic

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

MAŁE PRZEDSIĘBIORSTWA NA RYNKU KAPITAŁOWYM – DZIŚ I JUTRO

Wprowadzenie

Z punktu widzenia nauk o zarządzaniu oraz finansów wyróżnianie małych przedsiębiorstw spośród ogółu podmiotów gospodarujących ma sens nie tylko dla celów statystycznych. Specyfika funkcjonowania najmniejszych podmiotów gospodarczych powoduje, że nie wszystkie zasady zarządzania i strategie stosowane przez większe przedsiębiorstwa mogą być wykorzystane przez zarządzających małymi przedsiębiorstwami. Specyfika ta nie wynika wyłącznie z ilościowych parametrów działalności małych przedsiębiorstw – ograniczonej wielkości zasobów majątkowych i personalnych. Powyższe ograniczenia determinują możliwości małych przedsiębiorstw, stanowiąc najczęściej barierę w podejmowaniu pewnych działań. Ponieważ jednak ilościowe parametry działalności mogą zostać zniesione odpowiednimi działaniami, ważniejszymi cechami małych przedsiębiorstw są te o charakterze jakościowym. To właśnie one decydują o specyficznym podejściu właścicieli małych przedsiębiorstw do prowadzonego biznesu. Nie wdając się w szczegółowe rozważania, można uznać, że tradycyjną cechą decydującą o przynależności podmiotu gospodarczego do grupy małych przedsiębiorstw jest szeroko rozumiany sposób zarządzania biznesem. Jest to zarządzanie realizowane w formie jednowładztwa właściciela (właścicieli) oparte na założeniu, że własny biznes jest podstawą utrzymania przedsiębiorcy i jego rodziny¹.

¹ Takie podejście do biznesu, prowadzące do zatracenia podziału na sferę prywatną i biznesową życia przedsiębiorcy, wywołuje rozliczne konsekwencje w sposobie zarządzania biznesem. Szczegółowe uzasadnienie używanej w artykule definicji małego przedsiębiorstwa zawarto w pracy: J. Kuczowic: Wycena małego przedsiębiorstwa. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2012, s. 27-31.

Utrzymywanie się tradycyjnego podejścia do zarządzania małymi przedsiębiorstwami powoduje, że w ostatnich dekadach coraz bardziej rozchodzą się drogi zarządzających małymi i dużymi podmiotami. Od przełomu lat 80. i 90. minionego wieku rozpoczęła się błyskawiczna kariera systemów zarządzania poprzez wartość (*Value Based Management* – VBM). Można przyjąć, że zarządzanie początku XXI wieku zdominowane zostało przez koncepcję ukierunkowania wszelkich działań przedsiębiorczych na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Koncepcja ta ukształtowana została na bazie doświadczeń, potrzeb i możliwości największych podmiotów. Jej pierwotną przesłanką była konieczność zaspokojenia potrzeb kapitałowych spółek, zatem skierowana była przede wszystkim do podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym lub zamierzających stać się uczestnikami tego rynku. Należy zaznaczyć, że koncepcja VBM skupia się przede wszystkim na kreowaniu wartości dla właścicieli, przy założeniu, że wartość dla pozostałych interesariuszy (w tym dawców kapitału obcego) jest kreowana niejako przy okazji głównego celu działań menedżerskich.

Podręczniki zarządzania biznesem poprzez wartość nie rozróżniają przedsiębiorstw różnej wielkości². Jednocześnie podejmowane są próby implementacji, złożonych w większości, narzędzi VBM do uwarunkowań funkcjonowania małych przedsiębiorstw³. Przyjmuje się przy tym założenie, że cel działalności wszystkich przedsiębiorstw jest niezmienny – pomnożenie bogactwa właścicieli, stąd metody generowania wartości dla właścicieli powinny być stosowane we wszystkich przedsiębiorstwach.

O ile założenie o dążeniu każdego przedsiębiorcy do pomnażania własnego bogactwa można uznać za prawdziwe, to już przejawy tego bogactwa i stopień determinacji do jego kreowania są w małych przedsiębiorstwach odmienne, niż ma to miejsce w dużych przedsiębiorstwach. Wynika to chociażby z licznych korzyści (nie tylko wyrażonych w pieniądzu) osiąganych z biznesu przez właściciela małego przedsiębiorstwa, niedostępnych właścicielom dużych podmiotów. W tym kontekście pozostaje wątpliwość, czy i w jakim stopniu założenia, zasady i narzędzia koncepcji VBM są przydatne w zarządzaniu małym przedsiębiorstwem⁴.

² A. Cwynar i W. Cwynar piszą: „VBM jest sposobem na skuteczne prowadzenie każdego biznesu, bez względu na jego formę organizacyjnoprawną, skalę działania, reprezentowaną branżę czy strukturą właścicielską”. Zob.: A. Cwynar, W. Cwynar: *Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe*. Polska Akademia Rachunkowości SA, Warszawa-Rzeszów 2007, s. 53.

³ W polskiej literaturze próby takie podjęto w pracy: W. Pluta: *Zarządzanie wartością w małych i średnich przedsiębiorstwach*. PWE, Warszawa 2009.

⁴ Zob.: J. Kuczowic: *Zarządzanie przez wartość w małym przedsiębiorstwie – przyczynek do dyskusji*. W: *Efektywność. Wymiary, uwarunkowania, wyzwania*. Red. T. Dudycz, G. Osbert-Pociecha. Społeczna Wyższa Szkoła Przedsiębiorczości i Zarządzania, Wrocław-Łódź 2010, s. 123-132.

Można przyjąć, że celowość wdrażania w przedsiębiorstwie koncepcji VBM jest wynikiem dwóch potrzeb – dążenia do wzrostu ekonomicznej efektywności (a w zasadzie rentowności) działań biznesowych oraz potrzeby pozyskania kapitału. Ta pierwsza potrzeba w małym przedsiębiorstwie może być realizowana narzędziami mniej złożonymi od tych proponowanych przez koncepcję VBM. Kreowanie wartości przedsiębiorstwa (rozumiane jako kreowanie ekonomicznej wartości dodanej) jest też wskazane w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo poszukuje inwestora na rynku kapitałowym. W tej roli mogą się znaleźć również małe przedsiębiorstwa, które ze swej natury cierpią na niedostatek kapitału. Tradycyjnie zarządzane małe przedsiębiorstwa nie są jednak skłonne do korzystania z kapitału udziałowego pochodzącego od obcych inwestorów. Jest to efektem traktowania własnego biznesu jako części życia osobistego, w którym nie ma miejsca dla obcych osób. Ale w ostatnich latach można zauważyć wyłomy w tradycyjnym postrzeganiu małego biznesu przez ich właścicieli. Jest to zapewne efekt zmian społecznych i gospodarczych, które stopniowo zmieniają rolę biznesu w rozumieniu przedsiębiorców.

W dalszej części artykułu przedstawione zostaną wyniki prowadzonych przez autorów badań nad postrzeganiem przez drobnych przedsiębiorców w Polsce rynku kapitałowego jako potencjalnego źródła kapitału udziałowego. Celem przedstawionych rozważań jest próba odpowiedzi na pytanie, czy zachodząca zmiana podejścia właścicieli do własnego biznesu pozwala na przyjęcie założenia, że w nadchodzących dekadach małe przedsiębiorstwa staną się aktywnym uczestnikiem rynku kapitałowego. Twierdząca odpowiedź na to pytanie pozwoli z kolei uznać, że stosowanie w małych przedsiębiorstwach koncepcji zarządzania przez wartość jest uzasadnione.

Prezentację wyników badań podzielono na dwie części. W pierwszej, na podstawie danych statystycznych, przedstawione zostaną aktualne przejawy uczestnictwa małych przedsiębiorstw w rynku kapitałowym. W drugiej części, na podstawie wyników badań ankietowych, podjęta zostanie próba odpowiedzi na pytanie o przyszłość małych przedsiębiorstw na rynku kapitałowym. W obu przypadkach analiza odnosić się będzie wyłącznie do rynku kapitału udziałowego.

1. Małe przedsiębiorstwa jako obiekt inwestycji – obecnie

Za przejawy uczestnictwa w rynku kapitałowym w odniesieniu do małych przedsiębiorstw można uznać:

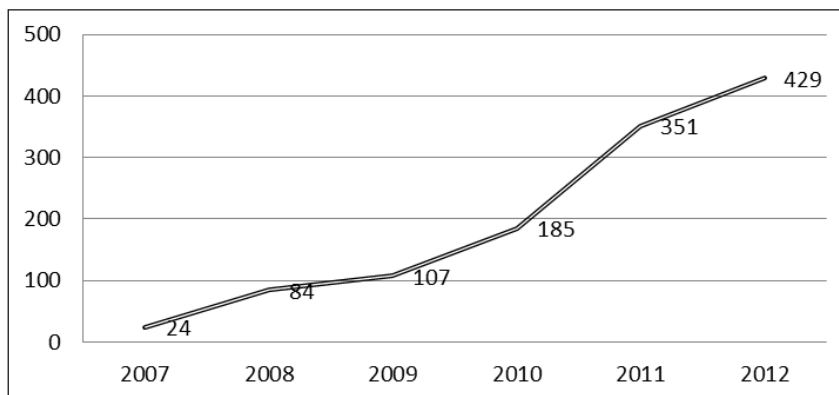
- notowanie akcji spółki na rynku zorganizowanym,
- obecność w przedsiębiorstwie kapitału *private equity*,

- transakcje, których przedmiotem jest przedsiębiorstwo lub jego udziały,
- wykorzystanie kredytów długoterminowych.

Ten czwarty aspekt nie znajduje się w obszarze niniejszych rozważań, jako że dotyczy wykorzystania kapitału obcego. Pozostałe przejawy uczestnictwa w rynku kapitałowym dotyczą pozyskiwania kapitału własnego i wyrażają się w zmianach struktury właścicielskiej. Nasilenie tych ostatnich, w ujęciu statystycznym, może wskazywać na zmiany w podejściu właścicieli małych przedsiębiorstw do istoty podejmowania własnej działalności biznesowej. Zgoda na potencjalną lub faktyczną sprzedaż własnego przedsiębiorstwa lub też dopuszczenie możliwości oddania części władzy i zysków w zamian za kapitałowe zasilenie biznesu nie są zbieżne z tradycyjnym modelem małego przedsiębiorstwa. Takie odmienne podejście do własnego przedsiębiorstwa świadczy bowiem o inwestorskim traktowaniu biznesu, w którym przedsiębiorstwo jest tylko pewną (jedną z wielu) formą pomnażania kapitału.

Niestety, nie jest możliwe ustalenie liczby i wielkości transakcji, których przedmiotem są małe przedsiębiorstwa. Ten najważniejszy przejaw „urynkowienia” drobnej przedsiębiorczości nie jest objęty badaniami statystycznymi. Z konieczności analiza danych statystycznych obejmuje tylko dwa pierwsze z wyodrębnionych wyżej przejawów uczestnictwa małych przedsiębiorstw w rynku kapitałowym.

Rynkiem, na którym notowane są akcje najmniejszych spółek, jest w Polsce NewConnect. Został założony w 2007 roku, więc jego historia jest jeszcze krótka. W pierwszym roku działalności debiutowały na nim 24 spółki. W kolejnych latach liczba notowanych spółek wzrastała w szybkim tempie (rys. 1). W 2012 roku na NewConnect debiutowało 89 spółek, dzięki czemu liczba notowanych spółek wzrosła na koniec tego roku do 429.



Rys. 1. Liczba spółek notowanych na NewConnect w latach 2007-2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z www.newconnect.pl.

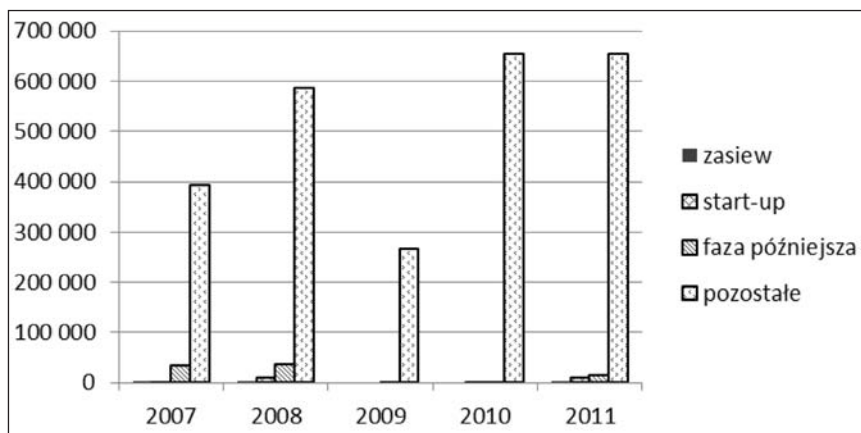
Rynek NewConnect nie jest rynkiem regulowanym, co sprzyja mniejszej formalizacji i niższym progom wejścia na rynek. Niewielkie wymogi wejścia na rynek i stosunkowo niewysokie koszty pozyskania kapitału powodują, że rynek ten jest dostępny dla większości małych przedsiębiorstw. Podstawowym wymogiem (poza oczywistym statusem spółki akcyjnej lub komandytowo-akcyjnej) jest zatrudnienie autoryzowanego doradcy oraz animatora rynku i sporządzenie dokumentu informacyjnego. Zdecydowana większość spółek wchodzi na rynek poprzez ofertę prywatną, co ogranicza obowiązki informacyjne do minimum. Atutem NewConnect są też stosunkowo niskie koszty wejścia na rynek (kilka procent pozyskanego kapitału) i koszty notowania (z zasady do 3 tys. PLN rocznie)⁵.

Niemal sześć lat funkcjonowania NewConnect pozwala na wstępną ocenę miejsca małych przedsiębiorstw na zorganizowanym rynku. Biorąc pod uwagę fakt, że kilka spółek notowanych na NewConnect pochodzi z zagranicy, liczba polskich spółek wynosi 421 (2012 rok). Porównując to z liczbą 1,7 mln małych przedsiębiorstw funkcjonujących w Polsce, liczba spółek notowanych na NewConnect wydaje się być bez znaczenia, nawet biorąc pod uwagę fakt, że na NewConnect mają szansę wejść głównie spółki o dużym potencjale rozwojowym. Liczba małych przedsiębiorstw w Polsce spełniających takie kryterium jest niewątpliwie o wiele większa. Istotniejszy jest natomiast potencjał tkwiący w możliwości pozyskania kapitału na tego rodzaju rynku. Małe przedsiębiorstwa (a w zasadzie ich właściciele), których filozofia biznesu zwróci się w kierunku inwestorskiego podejścia do działalności, mają dzięki NewConnect stosunkowo łatwy dostęp do kapitału. Warunkiem jest jednak zmiana tradycyjnej mentalności prowadzącej do zamykania biznesu przed obcymi inwestorami.

Innym przejawem uczestnictwa małych przedsiębiorstw w rynku kapitałowym jest rozwój rynku *private equity* (PE). Zainteresowanie inwestycjami w małe przedsiębiorstwa ma swój wyraz w inwestycjach typu *venture capital* oraz w pozostałych inwestycjach *private equity*. Łączna wartość inwestycji *private equity* w Polsce w 2011 roku wyniosła 680,6 mln EUR, co jest kwotą nieznacznie wyższą od zainwestowanej w poprzednim roku, choć na tle wcześniejszych lat stanowi znaczny wzrost (w kryzysowym 2009 roku fundusze PE zainwestowały w Polsce zaledwie 267 mln EUR)⁶.

⁵ Dane za 2012 r. – informacja z www.newconnect.pl.

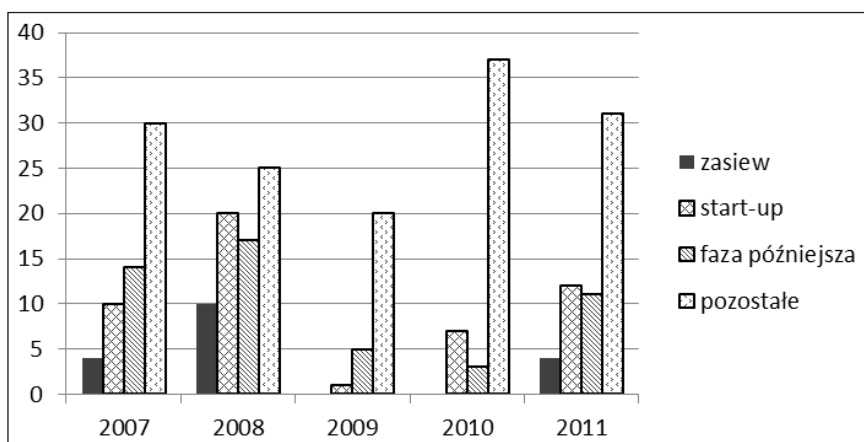
⁶ Wszystkie dane o rynku *private equity* w Polsce pochodzą z rocznika statystycznego Europejskiego Stowarzyszenia Private Equity 2012 (EVCA Yearbook 2012).



Rys. 2. Wartość inwestycji *private equity* w Polsce w latach 2007-2011 (w tys. EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EVCA Yearbook 2012.

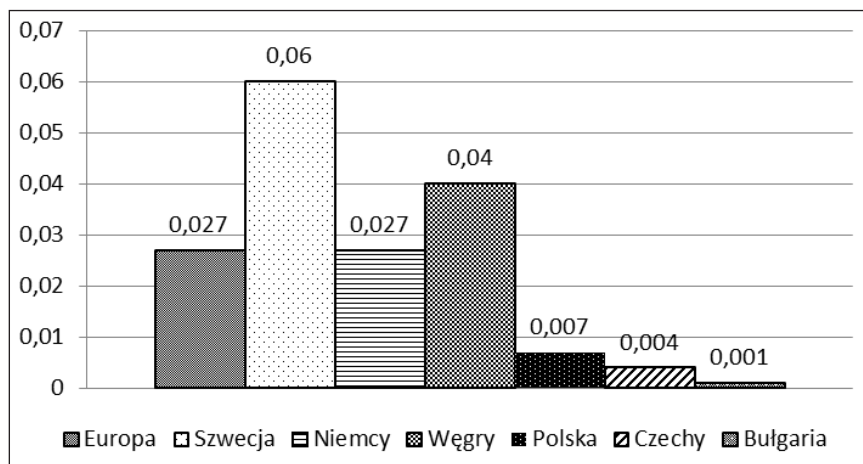
Na inwestycje PE zazwyczaj nie mogą liczyć początkujące przedsiębiorstwa. Zdecydowaną większość inwestycji *private equity* stanowiły inwestycje polegające na przejęciu przedsiębiorstwa lub inwestycje w rozwój. Inwestycje typu *venture capital* stanowiły niewielką część działalności funduszy PE (rys. 2). Łączna wartość inwestycji *venture capital* realizowanych w Polsce w 2011 roku wyniosła 26,7 mln EUR, co stanowi zaledwie 1% wartości inwestycji *private equity*. Większa część z tej kwoty przeznaczona była na inwestycje w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstw, praktycznie pomijając fazę zasiewu. Dane te wynikają po części z niewielkiej jednostkowej wartości inwestycji, które są wymagane w pierwszych fazach życia przedsiębiorstw. Wydatki na późniejszy rozwój muszą być większe. Dlatego analizy wymaga też ilościowa struktura inwestycji w różne fazy życia przedsiębiorstw. Taka analiza pozwala na uzyskanie nieco odmiennego obrazu inwestycji PE (rys. 3). W ostatnim roku (2011) analizy inwestycje *venture capital* stanowiły niemal połowę podjętych w Polsce inwestycji PE, choć w poprzednich latach udział ten był o wiele mniejszy. Niepewne prognozy okresu kryzysowego najwyraźniej nie sprzyjały podejmowaniu najbardziej ryzykownych inwestycji.



Rys. 3. Liczba inwestycji *private equity* w Polsce w latach 2007-2011

Źródło: Ibid.

Analizując dane o ilości inwestycji PE w latach 2007-2011, widać zmienne tendencje zależne od koniunktury rynkowej. Liczba inwestycji *venture capital* zwiększa się w latach dobrej koniunktury i wyraźnie spada w okresie kryzysu. W okresie kryzysowym większą rolę zaczynają odgrywać pozostałe inwestycje PE, głównie w przejęcia. Tendencja ta zaczyna się ponownie odwracać w spokojniejszym roku 2011. W 2008 roku fundusze podjęły w Polsce 46 inwestycji *venture capital* przy 71 wszystkich inwestycji *private equity*. W 2010 roku odpowiednie wielkości wynosiły 10 oraz 45, co wyraźnie wskazuje na odmienne podejście inwestorów unikających ryzyka wiążącego się z inwestowaniem w początkujące przedsiębiorstwa. Lata lepszej koniunktury sprzyjają podejmowaniu inwestycji w najbardziej ryzykowne przedsiębiorstwa w fazie zasiewu. W dobrym roku 2008 fundusze PE podjęły w Polsce 10 takich inwestycji, a w trudnych latach 2009 i 2010 inwestycji takich nie było w ogóle.



Rys. 4. Udział inwestycji *private equity* w PKB kraju wybranych krajów Europy w 2011 roku (w %)

Źródło: Ibid.

Jednym z wyznaczników znaczenia funduszy *private equity* na rynku kapitałowym i w gospodarce kraju jest relacja inwestycji PE do produkcji dodanej kraju. Na rys. 4 przedstawiono wartość takiego wskaźnika dla wybranych krajów Europy. Przeciętna wartość wskaźnika w krajach europejskich wynosi 0,027%. Na tle Europy polski rynek *private equity* jest niewielki. W 2011 roku fundusze *private equity* zainwestowały w Europie 44 092,7 mln EUR. Inwestycje PE w Polsce wyniosły w tym roku 680,6 mln EUR. Inwestycje w Polsce stanowiły więc 1,5% inwestycji PE w Europie. W stosunku do PKB Polski wartość ta stanowiła 0,007%. Choć Polska nie jest pod tym względem wyjątkiem (wskaźniki Czech i Bułgarii są jeszcze niższe), odległość dzieląca ją od rozwiniętych krajów Europy jest ogromna. Dotyczy to w zasadzie całej tzw. Europy Środkowo-Wschodniej (*CEE countries*). Inwestycje *private equity* w tej części Europy stanowiły zaledwie 3% wszystkich europejskich inwestycji PE, zarówno w ujęciu ilościowym, jak i wartościowym.

Inwestycje *private equity* mogą mieć istotne znaczenie dla pojedynczych przedsiębiorstw. W skali potrzeb wszystkich przedsiębiorców inwestycje funduszy PE zaspokajają niewielką ich część. W 2010 roku małe przedsiębiorstwa w Polsce zrealizowały inwestycje na łączną kwotę 41 725 mln PLN⁷. Inwestycje funduszy PE wyniosły w tym roku około 2601,9 mln PLN, co stanowi 6,24% potrzeb inwestycyjnych małych podmiotów gospodarczych (biorąc pod uwagę wyłącznie inwestycje w środki trwałe). Jeśli wziąć pod uwagę jedynie inwesty-

⁷ Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2010 r. GUS, Warszawa 2011, tablice.

cje *venture capital* (wartości 2,8 mln EUR), wskaźnik ten wynosi 0,0265%. Nie jest to skala, która spowodowałaby, że kapitał PE wpłynie istotnie na rozwój małych przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę trudne do zaakceptowania wymogi funduszy, ich znaczenie dla przeciętnego właściciela małego przedsiębiorstwa nie może być duże.

Skala uczestnictwa małych przedsiębiorstw na rynku NewConnect oraz skala inwestycji *private equity* wskazują na dwie strony problemu „urynkowienia” małych podmiotów gospodarczych. Zaangażowanie na rynku NewConnect jest wyrazem aktywności małych spółek poszukujących kapitału. Skala rozwoju rynku *private equity* jest zależna w większej mierze od potencjału inwestorów. Choć rola małych przedsiębiorstw, stanowiących obiekt inwestycji PE, nie sprowadza się do biernego oczekiwania na inwestora, to ich ewentualna aktywność w tym zakresie nie zawsze musi znaleźć odzew ze strony inwestorów. Oczywiście jednym z czynników rozwoju rynku *private equity* jest stopień zainteresowania małych przedsiębiorstw tego rodzaju kapitałem – im więcej własnego potencjału wykażą małe podmioty, tym większe będzie zainteresowanie inwestorów. Z drugiej strony, inwestorzy zawsze będą mieli do wyboru inne kierunki inwestowania, dlatego ten obszar „urynkowienia” działalności jest w mniejszym stopniu uzależniony od postaw właścicieli małych przedsiębiorstw.

Tymczasem oba omawiane obszary aktywności małych przedsiębiorstw na rynku kapitałowym są słabo rozwinięte. Podejmowane przez małe przedsiębiorstwa realne działania zmierzające do poszukiwania zewnętrznego kapitału udziałowego mają niewielką skalę. Odpowiedź na pytanie o ewentualne zmiany tego stanu rzeczy w przyszłości miały dać badania ankietowe prezentowane w kolejnym punkcie.

2. Przyszłość małych przedsiębiorstw na rynku kapitałowym – wyniki ankiety

Badania ankietowe przeprowadzono na terenie województwa śląskiego w kwietniu i maju 2012 roku. Respondentami byli właściciele i zarządzający przedsiębiorstwami zatrudniającymi do 50 pracowników. Badania objęły 146 przedsiębiorstw zatrudniających przeciętnie 11 osób, przy czym mediana zatrudnienia wyniosła 5 osób.

Doboru przedsiębiorstw dokonywano losowo, ale bez uwzględnienia dodatkowych kryteriów rozkładu próby. W sensie formalnym próby nie można zatem

uznać za reprezentatywną. Struktura badanych przedsiębiorstw częściowo odbiega od struktury ogółu polskich małych przedsiębiorstw. Mniejszy niż w skali kraju odsetek ankietowanych przedsiębiorstw stanowiły osoby fizyczne i ich spółki (76%)⁸. Z kolei kobiety są właścicielami 30% objętych ankietą przedsiębiorstw, co jest odsetkiem wiernie oddającym faktyczną strukturę właścicieli małych przedsiębiorstw w Polsce⁹. Jednocześnie, biorąc pod uwagę podział badanej grupy przedsiębiorstw na mikroprzedsiębiorstwa (do 9 zatrudnionych) i małe przedsiębiorstwa (10-50 osób), można stwierdzić nadreprezentację w próbie badawczej tej drugiej grupy. Małe przedsiębiorstwa stanowią 31% ankietowanych podmiotów, podczas gdy w skali kraju odsetek ten wynosi zaledwie 3%¹⁰.

Jednym z obszarów przeprowadzonych badań był udział małych przedsiębiorstw w rynku kapitałowym. Pytania ankietowe dotyczyły realnej i potencjalnej aktywności badanych przedsiębiorstw w zakresie pozyskania kapitału udziałowego w celu rozwoju przedsiębiorstwa oraz traktowania własnego przedsiębiorstwa jako inwestycji. Wstępna hipoteza, na podstawie obserwacji rynku i poprzednich etapów badań, brzmiała: małe przedsiębiorstwa preferują tradycyjne podejście do rynku kapitałowego, dopuszczające zasilenie kapitałowe niemal wyłącznie kapitałem obcym.

Za przejawy aktywności przedsiębiorstw na rynku kapitałowym przyjęto w badaniach potencjalne lub realne działania w formie:

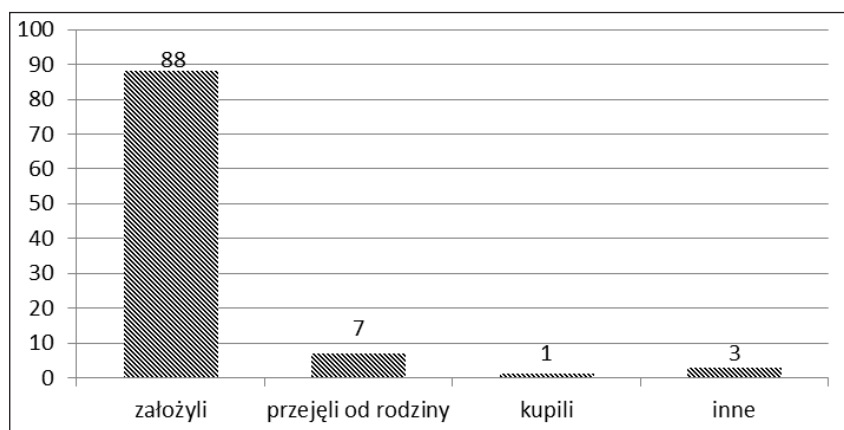
- sprzedaży własnego przedsiębiorstwa,
- pozyskania kapitału *private equity*,
- fuzji z innym podmiotem.

Realne działania powyższego rodzaju świadczą o urynkowieniu przedsiębiorstwa, a dopuszczenie możliwości takiego działania (potencjalne działanie) wskazuje na możliwość rynkowego podejścia do własnego biznesu w przyszłości. Oczywiście należy przyjąć, że deklarowane przez przedsiębiorców otwarcie własnego biznesu na rynek kapitałowy w dużej części ograniczy się do deklaracji, stąd do ich interpretacji trzeba podchodzić z dużą ostrożnością.

⁸ Osoby prawne stanowią ok. 8% małych przedsiębiorstw. Por.: Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2011, s. 18.

⁹ Zgodnie z ostatnim raportem PARP kobiety stanowią 30,5% przedsiębiorców-pracodawców i 35,6% samozatrudnionych. Por.: *ibid.*, s. 62.

¹⁰ *Ibid.*, s. 16.

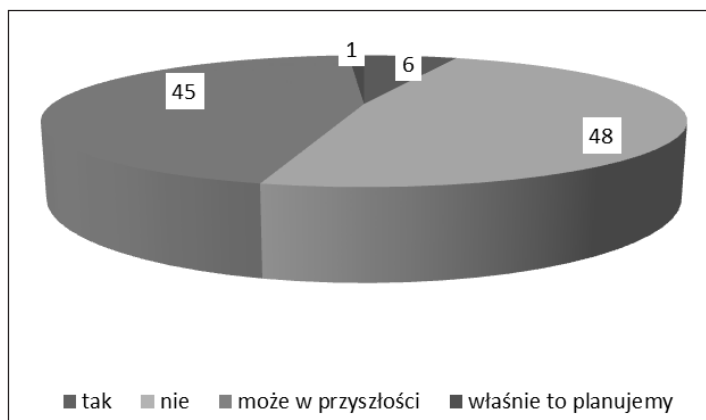


Rys. 5. Rozkład odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób aktualny właściciel wszedł w posiadanie objętego badaniem przedsiębiorstwa (%)

O aktualnym stanie urynkowienia ankietowanych przedsiębiorstw świadczy po części ich historia. Niemal wszystkie przedsiębiorstwa zostały założone przez ich obecnego właściciela lub jego rodzinę (rys. 5). Tylko 2 badane przedsiębiorstwa były dotychczas przedmiotem transakcji. Krótki okres rynkowej gospodarki w Polsce przyczynił się do tego, że niewielki jest jeszcze zakres przejmowania biznesu przez kolejne pokolenia. Taka zmiana dokonała się w nie więcej niż 7% badanych przedsiębiorstw¹¹.

Stosunkowo krótki okres prowadzenia biznesu przez ankietowanych przedsiębiorców (przeciętnie 10 lat) wpływa zapewne na ich ograniczoną dotychczas aktywność na rynku kapitałowym. Dlatego duże znaczenie ma deklarowane otwarcie na ten rynek w przyszłości. Istotne jest zwłaszcza odejście od tradycyjnego podejścia do biznesu na rzecz podejścia inwestycyjnego. Traktowanie własnego biznesu jako inwestycji automatycznie zmienia podejście do sposobu i zakresu wykorzystania możliwości stwarzanych przez rynek kapitałowy. Jednym z przejawów inwestycyjnego podejścia do biznesu jest zamiar sprzedaży przedsiębiorstwa.

¹¹ Przyjmując, że przejęcie od rodziny nie w każdym przypadku oznacza zmianę pokoleniową.



Rys. 6. Rozkład odpowiedzi na pytanie, czy obecny właściciel dopuszcza możliwość sprzedaży przedsiębiorstwa (%)

Około połowy (48%) ankietowanych przedsiębiorców w ogóle nie dopuszcza możliwości sprzedaży swojego przedsiębiorstwa (rys. 6). Jednocześnie tylko niewielka liczba (6% ogółu badanej populacji) spośród pozostałych przedsiębiorców jest skłonna sprzedać swój biznes, a jedno przedsiębiorstwo jest przygotowane do sprzedaży. Duża część ankietowanych (45%) zajęła niejednoznaczne stanowisko – aktualnie nie zakłada sprzedaży biznesu, ale nie wyklucza takiej możliwości w przyszłości. Można przyjąć, że ta ostatnia grupa stanowi klucz do ukształtowania się podejścia właścicieli małych przedsiębiorstw do prowadzonej działalności. Jeśli skłonność do sprzedaży przedsiębiorstwa pozostanie w sferze deklaracji, mały biznes utrzyma swoje tradycyjne podejście do zarządzania.

Tabela 1

Rozkład odpowiedzi na pytanie, czy obecny właściciel dopuszcza możliwość sprzedaży przedsiębiorstwa, w zależności od poziomu i rodzaju wykształcenia (%)

Kategoria wykształcenia przedsiębiorcy	Tak	Nie	Może w przyszłości	Właśnie to planujemy
Ogółem	6	48	45	1
Wyższe	10	48	42	0
Średnie	3	44	50	3
Zasadnicze	0	62	38	0

Badania wskazują, że zmiany w podejściu do biznesu determinuje poziom wykształcenia przedsiębiorców. Jednocześnie coraz większy odsetek przedsiębiorców legitymuje się wyższym wykształceniem¹². Dane zamieszczone w tabeli

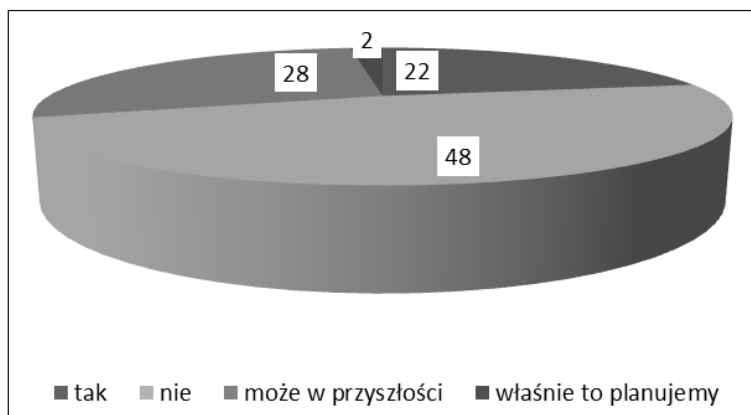
¹² W reprezentatywnych badaniach PFPP „Lewiatan” przedsiębiorców z wyższym wykształceniem było 37,7%. Por. M. Starczewska-Krzysztozek: Słabe i mocne strony mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Polska Konfederacja Pracodawców Prywatnych Lewiatan 2011, s. 14.

l ukazują, jak poziom i rodzaj wykształcenia wpływają na skłonność do sprzedaży biznesu. Rysuje się prosta zależność – skłonność ta jest tym większa, im wyższy jest poziom wykształcenia przedsiębiorcy. Co prawda nawet osoby najlepiej wykształcone nie przejawiają bardzo wysokiej skłonności do sprzedaży przedsiębiorstwa (10% ankietowanych z wyższym wykształceniem), ale i tak przeważają pod tym względem nad pozostałymi przedsiębiorcami. Osoby ze średnim wykształceniem wykazują wyraźnie niejednoznaczną postawę – nie są entuzjastycznie nastawione do sprzedaży przedsiębiorstwa, ale też jest wśród nich najniższy odsetek jednoznacznie to wykluczających. Natomiast osoby najniżej wykształcone wyraźnie preferują tradycyjne podejście do biznesu; ponad 60% z nich wyklucza sprzedaż swojego przedsiębiorstwa.

Wyniki tej części ankiety pozwalają przyjąć tezę, że przy założeniu coraz większego udziału osób z wyższym wykształceniem w zarządzaniu małymi przedsiębiorstwami, coraz częściej przedsiębiorstwa te będą traktowane jako inwestycje. W powyższym kontekście istotne jest zaznaczenie, że w omawianych badaniach osoby z wyższym wykształceniem mają nadreprezentację (55%), co wpływa na rozkład odpowiedzi – można przyjąć, że wyniki ankiety zawyżają skłonność do „urynkowienia” małych przedsiębiorstw.

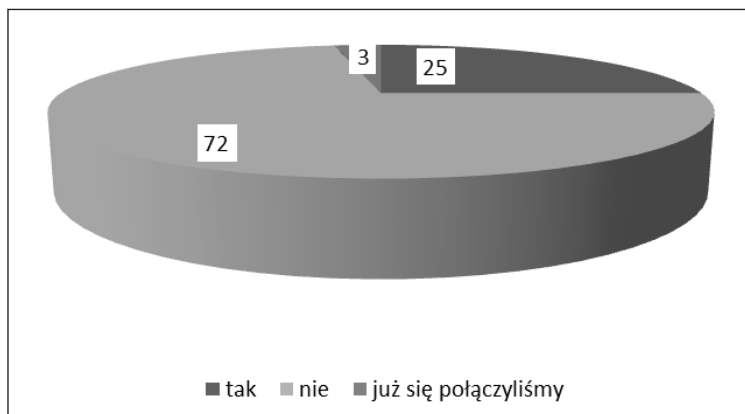
Istotną wskazówką wyjaśniającą sposób postrzegania własnego biznesu przez przedsiębiorców jest ich stosunek do kapitału udziałowego pozyskiwanego od obcych inwestorów. W tradycyjnym modelu małe przedsiębiorstwo ma charakter przedsiębiorstwa rodzinnego¹³, w którym nie dopuszcza się do procesu decyzyjnego osób spoza grona właścicieli. Poszukiwanie kapitału udziałowego poza tym gronem osób powoduje odejście od tradycyjnego paradygmatu zarządzania małymi przedsiębiorstwami i otwarcie się na rynek kapitałowy ze wszelkimi tego pozytywnymi i negatywnymi konsekwencjami. Zgodnie z przypuszczeniami, duża część ankietowanych przedsiębiorców wypowiada się przeciw tego rodzaju działaniom (rys. 7). Niemal połowa z nich kategorycznie odrzuca możliwość dzielenia się władzą i zyskami z obcymi inwestorami. Jednocześnie jednak niemal co czwarty (24%) ankietowany przedsiębiorca nie sprzeciwia się takiej możliwości albo wręcz aktualnie ją rozważa. Dodając do tej liczby 28% osób nie wykluczających tego w przyszłości, daje to znaczny odsetek przedsiębiorców będących potencjalnymi partnerami inwestorów zainteresowanych drobnym biznesem.

¹³ Przez przedsiębiorstwo rodzinne rozumie się w tym przypadku podmioty, w którym pełnię władzy posiadają założyciele przedsiębiorstwa i ich krewni lub bliscy znajomi.



Rys. 7. Rozkład odpowiedzi na pytanie, czy obecny właściciel dopuszcza możliwość zasilenia przedsiębiorstwa zewnętrznym kapitałem udziałowym (%)

Innym przejawem inwestycyjnego podejścia do biznesu jest dopuszczenie rozwoju przedsiębiorstwa poprzez fuzję z innym podmiotem. Również takie działanie skutkuje koniecznością podzielenia się uprawnieniami decyzyjnymi, więc jest sprzeczne z tradycyjną formułą prowadzenia małej przedsiębiorczości. O ile duża część badanych przedsiębiorstw dopuszcza możliwość zasilenia biznesu ze wewnętrznym kapitałem udziałowym, to fuzja wyraźnie nie znajduje się wśród rozważanych przez nich kierunków strategicznego rozwoju (rys. 8). Niemal 3/4 ankietowanych jednoznacznie odrzuca taką możliwość.



Rys. 8. Rozkład odpowiedzi na pytanie, czy obecny właściciel dopuszcza możliwość fuzji z innym przedsiębiorstwem (%)

Należy zaznaczyć, że interpretacja odpowiedzi na pytanie o dopuszczalność fuzji w rozwoju badanych przedsiębiorstw nie może być jednoznaczna ze wzglę-

du na wielość możliwych przyczyn odrzucenia tej możliwości. Brak skłonności do rozwoju poprzez fuzję może wynikać z niechęci do oddania części uprawnień decyzyjnych, ale też może być pochodną uwarunkowań działalności badanego przedsiębiorstwa, które nie sprzyjają fuzjom ze względów organizacyjnych, koniunkturalnych lub innych. Dlatego należy przyjąć, że w kontekście celu badań odpowiedź na omawiane pytanie ma charakter uzupełniający.

Podsumowanie

Drobna przedsiębiorczość w Polsce staje w obliczu nowych wyzwań będących konsekwencją rozwoju rynku kapitałowego i wzrastającej konkurencyjności. Prezentowane wyniki badań wskazują, że właściciele małych przedsiębiorstw nie uniknęli zmian w podejściu do roli własnego biznesu w ich życiu. Można odnieść wrażenie, że zmiany te dokonują się tymczasem jedynie w sposobie myślenia, w mniejszym stopniu przekładając się na realne zmiany w działaniach biznesowych. Drobną przedsiębiorcy coraz lepiej rozumieją rolę, jaką może w ich biznesie odegrać rozwijający się rynek kapitałowy. Z wielu przyczyn uczestnikami rynku kapitałowego¹⁴ są przede wszystkim większe przedsiębiorstwa, ale małe podmioty powoli wkraczają na ten rynek, głównie za sprawą młodego, lepiej wykształconego pokolenia przedsiębiorców.

Badania wskazują, że mniej więcej połowa właścicieli małych przedsiębiorstw jest skłonna odejść od tradycyjnego modelu małego biznesu. Bez odpowiedzi pozostaje pytanie, czy zauważalny u drugiej połowy badanych przedsiębiorców potencjał do otwarcia się małych przedsiębiorstw na rynek kapitałowy przekształci się w aktywne uczestnictwo drobnego biznesu na tym rynku. Można przypuszczać, że stanie się tak w przypadku pewnej części przedsiębiorców otwartych na nowe formy rozwoju biznesu. Zapewne będą to głównie najlepiej wykształcone osoby. Jednocześnie jeszcze długo powinny funkcjonować małe przedsiębiorstwa, których właściciele nie zmieniają tradycyjnego podejścia do biznesu. W rezultacie oznacza to, że stopniowo, choć nie gwałtownie, będzie się rozwijał rynek kapitału dla małego biznesu, ale też ograniczony rozwój czeka metodyka zarządzania wartością małego biznesu. Nie wydaje się natomiast, że ukierunkowanie zarządzania na wartość oraz inwestycyjne podejście do małego biznesu stanie się w dającej się przewidzieć przyszłości powszechne. Ukształtowany przez lata tradycyjny model prowadzenia małego biznesu, stanowiącego

¹⁴ Mamy na uwadze rynek kapitału udziałowego.

nieodłączną część życia przedsiębiorcy, ma bowiem mocne podstawy społeczne i opiera się na skutecznych metodach zarządzania. Dlatego dla wielu przedsiębiorców ten model nie utraci swojej atrakcyjności i ekonomicznej efektywności.

SMALL ENTERPRISES IN THE CAPITAL MARKET – TODAY AND TOMORROW

Summary

The persistence of traditional approach to the management of small enterprises is the reason why in recent decades the managers of small and large entities have diverged increasingly in their decisions. Business management in the early twenty-first century has been dominated by a concept of focusing business activities on the growth of the business value. The question arises whether it will change the approach of small enterprises to the role of the capital market in their development. The paper shows studies on how small entrepreneurs perceive the capital market in Poland as a potential source of equity capital.

THE PERCEPTION OF INTERGENERATIONAL TIME FRAME BY OWNERS OF SMALL ENTERPRISES IN SILESIAN VOIVODESHIP – SURVEY RESULTS

Introduction

Small enterprises are special kind of economic entities. Decisions made there usually depend largely on preferences of the owner: his plans toward himself and toward the company, the vision of the company, and investment plans. Small business management, due to restricted financial resources at firm's disposal, can be limited to a short-term perspective. Single investments are generally not significant, and their life cycle is counted in years rather than decades.

However, looking at company as a whole, it can be treated as long term investment. Moreover, this investment can be inherited by the children, which extends the time horizon beyond the life of the current owner, changing the time frame into intergenerational perspective.

The key issue considered in the paper is the perception of long-term perspective in small enterprise business decisions. A survey was used as a research tool. A sample of small enterprises (under 100 employees) located in Silesian voivodeship was surveyed. The paper presents some results of the questionnaire.

Assuming the owner of a small business is a natural person, the company she owns changes into intergenerational investment once it is inherited by next generation. Succession is seen by many authors as the most important issue that family businesses have to cope with. It is also widely agreed that intergenerational transfer is not a single event, but a process that needs to be planned in advance in order to succeed¹. That brings upon the main question raised in the paper: to what

¹ P. Mazzola, G. Marchisio, J. Astrachan: Using the strategic planning process as a next-generation training tool in family business. In: Handbook of Research on Family Business. Edward Elgar, UK, 2006, p. 403.

extend the intergenerational time frame is present in business decisions made by small company owners and what is their attitude towards future generations? The hypothesis is formulated as follows: intergenerational perspective defined as taking into account welfare of future generations is an important factor in contemporary decisions of small business owners.

1. Small enterprise as intergenerational investment – a theoretical perspective

The very concept of intergenerational investment does not have a single definition. It can be applied to activities influencing unborn generations, or affecting the well-being of people who are not yet allowed to make decisions on their own because of their age (eg. juvenile)². The intergenerational transfers can be explained by various model assumptions, including the perception of each generation as separate individual (non-overlapping generations), overlapping generations approach and infinitely lived individuals model.

Intergenerational decisions are usually considered in relation to public projects financed from public sources – the examples of those usually include environmental investment, infrastructure, i.e. bridges or climate-change protection activities, or national debt, where life cycle is decades or even hundreds of years long. The decision-maker is the government or other public agencies, that can be considered as the representatives of the society as the whole. In such cases, theoretical models can vary and the adoption of any of mentioned above seems rational and justified, including i.e. overlapping generations or infinitely lived individuals³.

Nevertheless, in case of small business entity, the very role of the owner eliminates two of the three models. Once the enterprise is inherited by the successors, the previous owner is retired or deceased, so he or she is incapable of making any decisions on behalf of the company. Therefore, the author proposes using non-overlapping generation model, assuming that with the appearance of a new owner the old one resigns and his preferences are no longer valid. However, it

² E. Thibault: Dynamic efficiency and intergenerational altruism. "Review of Economic Dynamics" 2008, No. 11, pp. 679-687.

³ Compare models referring to economic growth i.e. presented by Barro or Diamond: R. J. Barro: Are government bonds net wealth? "Journal of Political Economy" 1974, Vol. 82(6), pp. 1095-1117; P.A. Diamond: National Debt In A Neoclassical Growth Model. "The American Economic Review" 1965, Vol. 55 (5), pp. 1126-1150.

does not exclude the concept of fluent succession in the company, where the future leader can learn from the incumbent, as long as the assumption that only one person is the decision-maker is valid.

When dealing with intergenerational transfers, the issues of taking effective intergenerational investment decision and of inclusion of future generation's preferences in today's decisions emerge⁴. The problem of intergenerational decision making in case of public area is visible especially in studies dealing with climate change issues. The analysis in the paper concentrates on valuation of future effects and applying appropriate discount rate, and the issue of risk management⁵.

Similar issues in case of small enterprises usually refer to bequest motive of elderly people (accidental vs. intentional bequest motive, strategic or altruistic bequest motive⁶) not to the company itself. According to P. Sharma, research in the fields of intergenerational issues in family businesses has focused in three general directions: desirable successor attributes from the perspective of leaders; performance enhancing factors; and reasons these family members decide to pursue a career in their family firms⁷. Following the above classification the analysis in the paper develops the first and the second areas.

U. Hytti, P. Stenholm, K. Peura define strategic, long-term planning for family business as a tool for gaining information and processing the different alternatives, and for making the optimal decision. They assume that it is possible to identify the views, goals and aspirations of all the participants, and to incorporate them into an optimal plan to be followed for further action⁸. The assumption justifies the attempt to gather the information to what extent present owners of the company incorporate in their decisions future generations, i.e. their successors. What also is worth highlighting is the fact, that the UE Commission report on family-business

⁴ Intergenerational choice issues are rooted in intergenerational justice concept. See: C. Wolf: Intergenerational Justice. In: A Companion to Applied Ethics. Ed. by R.G. Frey, Ch.H. Wellman. Blackwell Publishing 2005.

⁵ See: Stern Review: The Economics of Climate Change 2006; C. Gollier: Discounting an uncertain future. "Journal of Public Economics" 2002, Vol. 85, pp. 149-166.

⁶ See: J. Ameriks, A. Caplin, S. Laufer, S. Van Nieuwerburgh: The Joy of Giving or Assisted Living? Using Strategic Surveys to Separate Public Care Aversion from Bequest Motives. "The Journal of Finance" 2011, Vol. 66, Iss. 2, pp. 519-561; G. Fink, S. Redaelli: Understanding Bequest Motives. An Empirical Analysis of Intergenerational Transfers. "DNB Working Paper" May 2005, No. 42; D. Bernheim, A. Shleifer, L. Summers: The Strategic Bequest Motive. "The Journal of Political Economy" 1985, Vol. 93, Iss. 6, pp. 1045-1076.

⁷ P. Sharma: An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. In: Handbook of Research on Family Business. Edward Elgar, UK, 2006, p. 4.

⁸ U. Hytti, P. Stenholm, K. Peura: Transfers of business planning and bounded emotionality: a follow-up case study. "International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research" 2011, Vol. 17, No. 5, pp. 561-580.

–relevant issues points that studies done showed a lack of awareness within family businesses of the importance of this issue⁹.

2. Research design and characteristics of the sample

The questionnaire aimed at assessing the level of importance of intergenerational perspective in the opinion of owners of small and medium-sized enterprises. The research was prepared on sample of Silesian voivodeship SME. Silesian SME refer to firms located in the area of Silesian voivodeship, and were chosen due to their proximity and the special features of the region, like the number of inhabitants and level of competitiveness, that situate Silesian voivodeship among regions with high SME activity in Poland¹⁰.

The questionnaire was filled by 67 enterprises. The criterion for selection was the number of employees not exceeding 100 persons. In total 150 questionnaires were sent, out of which 67 returned and were subjected to further analysis. The survey was conducted in November 2012 and included two parts: socio-economic characteristic of the enterprise and the owner and questions concerning intergenerational perspective in SME.

Data has been processed using SPSS IBM Statistics Data Editor and MS Excel.

Enterprise characteristics include questions about the kind of business activity, year of company establishment, number of employees, legal form of business, management details. Owner characteristics are described by sex, age, number of years of experience in running a company and education background.

Surveyed companies belonged to various business activities. Service companies prevailed in the sample. The most frequently mentioned activities were: construction (17% of responses), services (16%), IT services (8%) and trade (7%). Financial services, production, and service & sales activity declared three respondents.

The enterprises in the sample employed on average about 14 employees. The number varied between 1 and 85. Most companies hired one employee, and half

⁹ Overview Of Family-Business-Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures And Existing Studies. Final Report Of The Expert Group. European Commission, Enterprise And Industry Directorate-General, November 2009, pp. 16-17.

¹⁰ Analiza źródeł różnicowania regionalnego aktywności inwestycyjnej sektora MSP, ze szczególnym uwzględnieniem działalności innowacyjnej. Departament Analiz i Prognoz, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2010.

of the companies had fewer than 5 employees. The standard deviation for the number of employees reached nearly 20 people. These statistics indicate that the majority of businesses were small (75% of them employed up to 15 people). Statistics for Poland in 2008 indicate that about 95% of enterprises in Poland hired up to 9 employees¹¹.

Predominant part of the sample were companies run by individuals – natural persons (58% share in response number). Approximately 25% of companies were in the form of civil law or unlimited partnership, 13% – a limited liability company, while one respondent indicated a different type of legal form.

Companies were mostly run by owner solely (87% of responses). In one in ten cases the management was conducted by both: owner and manager. Two companies (3%) were run by managers only.

The survey respondents' socio-economic characteristics indicated that most of the surveyed were men (76%). The largest share of the sample was aged up to 35 years (42%), followed by those in the range of 35-50 years (31%). The least represented group were persons exceeding the age of 50 years (27%). More than half of the sample (52%) were those with higher education (including BA title). The share of secondary school graduates was equal to 38% of respondents, and vocational training counted for little over 10%. As far as the type of education is considered, technical education was predominant (49% of responses). A large group of respondents were also of economic education (27%). Respondents with general education and other type of education were equally numerous groups representing nearly a quarter of the sample.

3. Main results of the survey – the perception of the role of intergenerational perspective for small and medium enterprises in the opinion of the owners

The part of the questionnaire researching the role of intergenerational perspective included questions about the time period in which the respondents were planning the future of their businesses, type of plans for companies, including succession, the subjective perception of a long-term perspective in relation to the value of the company and altruistic behaviour frequency.

When asked about the time frame taken into account when planning the development of the business, the answers were distributed evenly (Fig.1). The lar-

¹¹ Analiza źródeł zróżnicowania..., op. cit., p. 6.

gest share were answers with time horizon of “1-2 years” and “5 years” – both replies indicated 22.4% of respondents. A significant part of the respondents (18%) declared that the time frame up to 20 years, and 15% declared that they think beyond contemporary generation. Only 13% of respondents indicated the prospect of up to 10 years. The least popular answer was “only for the next few months”.

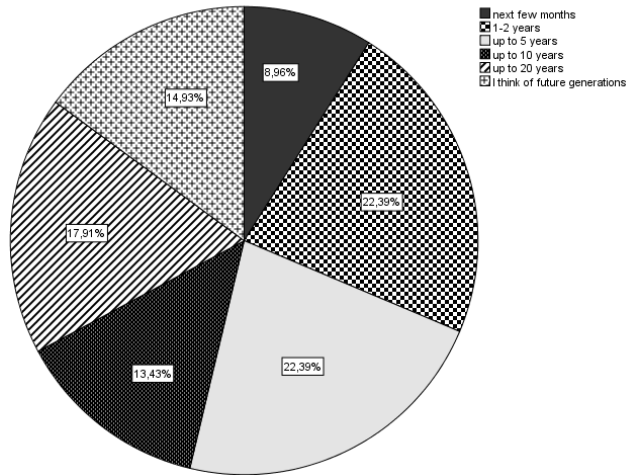


Fig. 1. Question: “Thinking of my firm I consider the time frame of...”

According to survey results, medium (1-5 years) time horizon was predominant among owners. However, of great importance was long-term planning (up to 20 years and intergenerational) while current perspective is of least importance. It can be assumed that for the latter the entrepreneurs do not actually plan their activities but they only keep responding to the current market situation, performing operating activities.

What is worth highlighting is the high share of owners declaring thinking in time frame breaking the generational frontier. The result seems to support the need for including long term horizon into SME valuation process.

Next question investigated the activities aimed at development of the company (Fig. 2). The respondents indicated up to three most important answers. The activities pointed most frequently were: improving owner’s qualifications (19%), increasing the company health (18%). Less popular answers were: “I look for new products that I can sell” (16%), “I plan development considering long time frame” (15%) and “I improve employees’ qualifications” (15%). Almost 12% of the owners indicated activities aimed at heirs (children) to take over the company (bequest motive footprint) and 6% indicated that they look for credits and other so-

urces of financing development. Only 0,6% respondents stated that they do nothing.

Worth emphasizing is substantial proportion of answers connected to the owner himself (improving qualifications) or the assets of the company (almost 40% of answers). The questions where long perspective was taken into consideration seems important as well (a sum of 26% for two answers). There is also some consistency observable with the last question results, where 1/3 of respondents indicated that they are interested in long perspective (compare Fig. 1).

The next question applied to the plans for the company (Fig. 3). Two responses counted for more than 80% of the results: “the company will remain my sole property/joint ownership” and “giving business to the children or other heirs” reached 40.3% of all answers each.

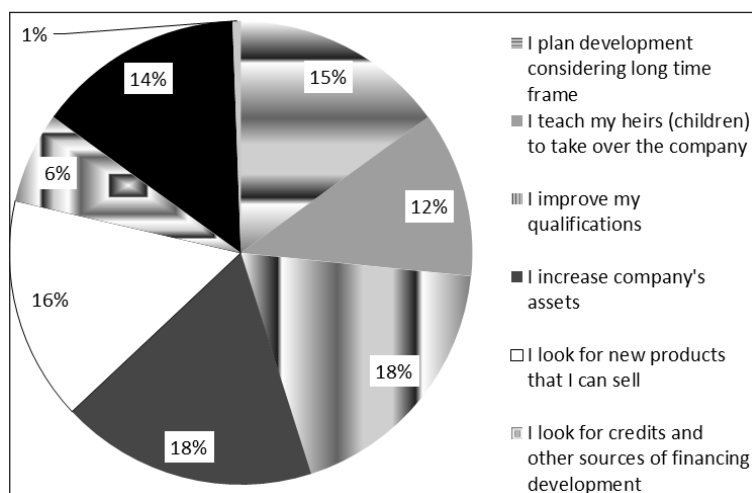


Fig. 2. Question: “Main actions that I take for behalf my company development...”

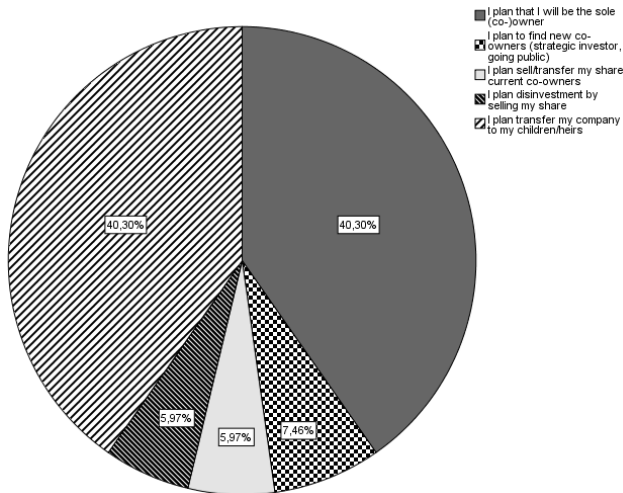


Fig. 3. Question: “My plans for the company...”

Less than 7% intended to expand the circle of owners and 6% planned to sell or transfer their shares to the existing co-owners or end the investment through its sale. The consistency in the responses of intertemporal perspective should also be noted here, as the prospects of leaving the company as bequest to the next generation seemed to be quite important for the owners.

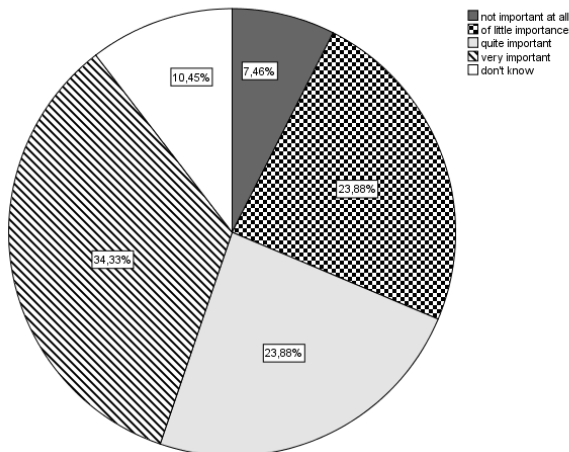


Fig. 4. Question: “In my opinion, the perspective of transferring the company/my shares to my children (heirs) is...”

Next question concerned the significance of the transfer of the company/shares to successors (Fig. 4). 1/3 of the respondents declared that the prospect of transferring the company is very important. Further 24% said that it is quite important for them. At the same time 24% declared that the transfer to the heirs is not very important, and 8% considered it completely unimportant. 10% of respondents could not indicate the importance of transfer. However, worth highlighting is the fact that more than half of the owners declared that the issue of inheritance is at least moderately important for them.

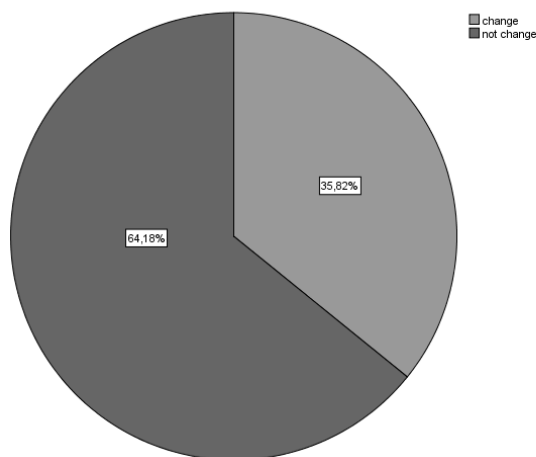


Fig. 5. Question: "If in my development decisions I take into consideration very long perspective (longer than one generation), my decision will..."

Then, the respondents were asked about whether their decisions would change if they took into account the inter-temporal horizon in the development decisions (Fig. 5). Here, the majority of respondents (64%) declared that the extension of time frame does not change their decision. On the opposite, 36% answered that their decisions will change. Worth noticing is the fact that the adoption of intergenerational perspective seems to influence business decisions in higher degree in case of women, younger people and people with technical education – those groups were more eager to change their decisions than men, over 35 year-olds and respondents with economic, general and other types of education.

A significant proportion of respondents (43%) indicated also that the inclusion of a long-term perspective in their development decisions should have a positive impact on the value of their business (Fig. 6). Worth emphasizing is that nearly the same proportion (40%) were not able to determine the impact on the value of the company. The reason for the last result is – on one hand – a rather abstract

concept of intergenerational perspective itself in terms of business planning. And - on the other hand – it can be associated with a poor knowledge of business valuation methods, especially when long time frame is involved. What seems important, at the same time 15% of respondents felt that the enlarged horizon of decision-making would not change the value of the company, and only 1.5% thought that its impact would be negative.

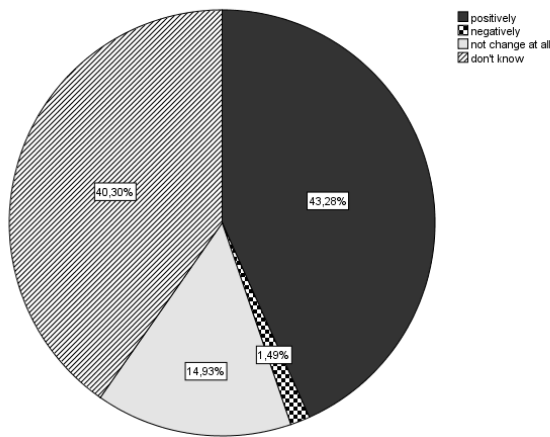


Fig. 6. Question: “If in my development decisions I take into consideration very long perspective (longer than one generation), the value of my company will change...”

Respondents were also asked to identify how important for them future generations are (their well-being, quality of life) in comparison to the generation they belong (Fig. 7). More than 60% declared that future generations are as important as their generation. Over 13% indicated that future generations are more important than their own, and 9% of respondents said that future people are extremely important (the present generation did not matter). Only 11% of respondents declared that more important was generation to which they belong (8% answered that future generations were less important, and further 3% that they were completely unimportant).

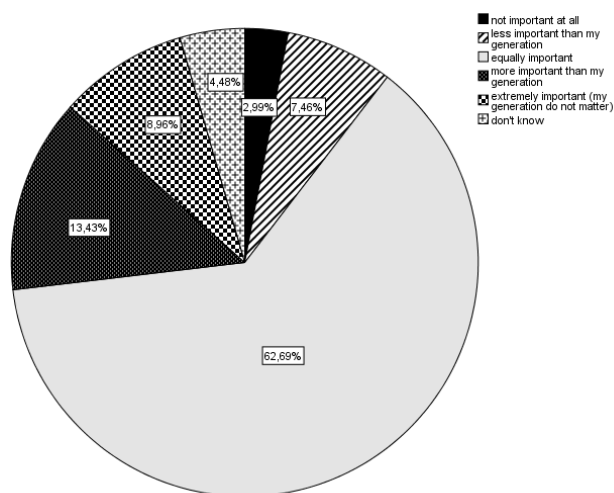


Fig. 7. Question: “In my opinion, future generations are (their well-being, quality of life) are...”

At the end of the questionnaire respondents were asked about their willingness to perform altruistic actions (Fig. 8). With respect to altruistic behaviour the question “Do I or my company helps others (strangers)?” (donations, charity funds, etc.) was asked. 47% of the interviewees answered “very rarely (1 time per year or less)”, then 35% of respondent said that they provided assistance several times a year, and only 6% of them said they supported others once a month or more frequently. At the same time 12% of the sample answered that their company never helped the others.

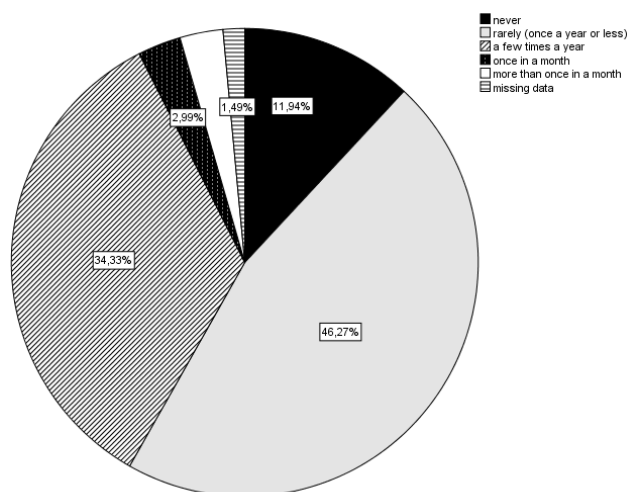


Fig. 8. Question: “Do I or my company help others (strangers)?”

Conclusions

Taking into account the results of the survey, the conclusions can be drawn that small enterprise owners recognize the importance of intergenerational perspective, particularly in terms of the transfer to their heirs. A significant part of the declarations in survey questions concerned the issues related to succession of the company, i.e. the owners taking actions to transfer their business (12% of respondents), planning the transfer (40%) or stating the substantial importance of the intergenerational transfers (more than half of the respondents). In addition, respondents attach great importance to the well-being and quality of life for future generation itself. In total, 82% of respondents said that future generations are at least as important as their own (Fig. 7).

However if these responses are to be compared with declarations of implementing long perspective to business decisions in small enterprises, the results are ambiguous. On one hand, the owners state that their decisions will not change if they take into account intergenerational perspective (two thirds of the respondents), on the other, only 15% of respondents declare that think about the future generations when they make development plans for their business. A significant proportion of respondents (43%) indicate that the inclusion of a long-term perspective in their development decisions should have a positive impact on the value of their business, however they probably do not know what method they should apply to make the calculation properly.

Drawing conclusions out of these responses indicate a discrepancy – if an owner declares that the extension of the planning horizon possesses a positive impact on the value of her company, he should also be more willing to change his mind and take into account the intergenerational perspective in his plans.

In the light of the research results it seems justified to conclude that the intergenerational time frame can be taken into account in the valuation of small enterprises. The owners perceive long perspective as a factor positively influencing their company worth. The bequest motive, referred here as the willingness to transfer the company to the owner's heirs, was considered to be at least moderately important for large proportion of respondents. Similar results were recorded in relation to the importance of future generations. Therefore the working hypothesis of the importance of intergenerational perspective for SME owners can be confirmed.

References

- Ameriks J., Caplin A., Laufer S., Van Nieuwerburgh S.: The Joy of Giving or Assisted Living? Using Strategic Surveys to Separate Public Care Aversion from Bequest Motives. "The Journal of Finance" 2011, Vol. 66, Iss. 2.
- Analiza źródeł zróżnicowania regionalnego aktywności inwestycyjnej sektora MSP, ze szczególnym uwzględnieniem działalności innowacyjnej. Departament Analiz i Prognoz, Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2010.
- Barro R.J.: Are government bonds net wealth? "Journal of Political Economy" 1974, Vol. 82(6).
- Bernheim D., Shleifer A., Summers L.: The Strategic Bequest Motive. "The Journal of Political Economy" 1985, Vol. 93, Iss. 6.
- Diamond P.A.: National Debt In A Neoclassical Growth Model. "The American Economic Review" 1965, Vol. 55 (5).
- Fink G., Redaelli S.: Understanding Bequest Motives. An Empirical Analysis of Intergenerational Transfers. "DNB Working Paper" May 2005, No. 42.
- Gollier C.: Discounting an uncertain future. "Journal of Public Economics" 2002, Vol. 85.
- Hytti U., Stenholm P., Peura K.: Transfers of business planning and bounded emotionality: a follow-up case study. "International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research" 2011, Vol. 17, No. 5.
- Kopczuk W., Lupton J.: To Leave or Not To Leave: The Distribution of Bequest Motives. "The Review of Economic Studies" 2007, Vol. 74(1).
- Mazzola P., Marchisio G., Astrachan J.: Using the strategic planning process as a next-generation training tool in family business. In: Handbook of Research on Family Business. Edward Elgar, UK, 2006.
- Overview Of Family-Business-Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures And Existing Studies. Final Report Of The Expert Group. European Commission Enterprise And Industry Directorate-General, November 2009.
- Sharma P.: An overview of the field of family business studies: current status and directions for the future. In: Handbook of Research on Family Business. Edward Elgar, UK, 2006.
- Stern Review: The Economics of Climate Change 2006.
- Thibault E.: Dynamic efficiency and intergenerational altruism. "Review of Economic Dynamics" 2008, No. 11.
- Wolf C.: Intergenerational Justice. In: A Companion to Applied Ethics. Ed. by R.G. Frey, Ch.H. Wellman. Blackwell Publishing 2005.

POSTRZEGANIE PERSPEKTYWY MIĘDZYPOKOLENIOWEJ PRZEZ WŁAŚCICIELI MAŁYCH PRZEDSIĘBIORSTW W WOJEWÓDZTWIE ŚLĄSKIM – WYNIKI BADAŃ

Streszczenie

Celem artykułu jest analiza postrzegania perspektywy międzypokoleniowej w małych przedsiębiorstwach w odniesieniu do decyzji ekonomicznych oraz subiektywnego stosunku właścicieli. Przedstawione zostały wybrane rezultaty ankiety przeprowadzonej wśród śląskich małych przedsiębiorstw, co pozwoliło na określenie perspektywy międzypokoleniowej oraz motywu dziedziczenia jako dość istotnych w opinii właścicieli małych przedsiębiorstw. Ponadto zauważyć należy, że właściciele postrzegają długą perspektywę jako czynnik pozytywnie wpływający na wartość ich przedsiębiorstwa.

INWESTYCJE PRZEDSIĘBIORSTW NA TLE POLITYKI DYWIDEND

Wprowadzenie

Ogół decyzji związanych z transferem zysku ze spółki do akcjonariuszy określany jest jako polityka wypłat dla akcjonariuszy. Polityka ta obejmuje wypłatę części lub całego zysku w postaci dywidendy lub skup akcji własnych w celu umorzenia.

Jeśli spółka jest notowana na rynku kapitałowym, skup akcji następuje poprzez rynek wtórny i często powoduje wzrost kursu akcji. Wzrost ceny ma miejsce szczególnie w sytuacji, kiedy płynność obrotu na rynku kapitałowym danego przedsiębiorstwa jest niska, a kwota przeznaczona do skupu akcji znacząca.

Proces wykupu akcji własnych występuje zazwyczaj, gdy przedsiębiorstwo posiada nadmiar kapitału, którego nie może efektywnie zainwestować lub kiedy rynkowa wycena przedsiębiorstwa znacząco odbiega (jest niedowartościowana) od faktycznej jego wartości.

Polityka wypłat dla akcjonariuszy w szerokim ujęciu oznacza nie tylko wypłatę dla akcjonariuszy (wąskie ujęcie polityki wypłat), ale również reinwestycję części wypracowanego lub zakumulowanego z poprzednich lat zysku w ramach prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności.

Inwestycje przedsiębiorstwa rozumie się jako wykorzystanie zasobów tego podmiotu w celu ich powiększenia. Przedsiębiorstwo powinno ponosić tylko takie nakłady, które będą skutkowały określonym efektem gospodarczym w postaci wzrostu jego wartości.

Celem artykułu jest analiza stopy wypłaty dywidend dla spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2002-2011 oraz zbadanie powiązań wypłaty dywidend z nakładami inwestycyjnymi, zyskiem oraz kapitałem zapasowym i rezerwowym dla wybranych spółek z indeksu WIG20 w latach 2008-2011.

1. Polityka wypłat dla akcjonariuszy

Wypłata dywidendy akcjonariuszom to sposób na wynagrodzenie inwestorów za przekazany spółce kapitał, a dla spółki to koszt za korzystanie z kapitału akcjonariuszy. Na politykę dywidend wpływ mają nie tylko przepływy pieniężne generowane przez przedsiębiorstwo, czy też możliwości inwestycyjne oraz dostępne projekty inwestycyjne, ale również stabilność zysków firmy, preferencje inwestorów odnoszące się do dywidendy oraz dostępność gotówki na wypłaty dywidend.

Wszelkie decyzje przekazywania zysku do właścicieli kapitału powinny brać pod uwagę nie tylko bieżące i przyszłe cele spółki, ale również interesy i preferencje akcjonariuszy. Polityka dywidend dąży do zrównoważenia korzyści z tytułu bieżących wypłat dywidend i przyszłych zysków kapitałowych.

W ekonomii rozróżnia się różne teorie polityki dywidend, reprezentujące często skrajne podejścia do omawianej tematyki. Szkoła neutralna reprezentowana przez F. Modiglianiego i M. Millera oparta jest na twierdzeniu, że nie istnieją takie proporcje podziału zysku spółki na część reinwestowaną oraz na dywidendę dla akcjonariuszy, która mogłaby maksymalizować rynkową wartość przedsiębiorstwa. Teoria ta nazwana została teorią nieistotności dywidend.

Z kolei szkoła antydywidendowa reprezentowana przede wszystkim przez R. Litzenbergera oraz K. Ramaswamy zakłada, że inwestorzy wyżej cenią zatrzymane przez spółkę zyski, aniżeli wypłaconą dywidendę. Jest to tak zwana teoria preferencji podatkowych, która jednak traci swoją ważność w krajach, w których nie występuje różnica w podatkach.

Najciekawszym podejściem w teoriach polityki dywidend z racji omawianej problematyki znaczenia wyboru grup akcji do portfeli jest szkoła prodywidendowa. Za jej twórców przyjmuje się M. Gordona i J. Lintnera, którzy uważają, że dywidendy mają dla akcjonariuszy większą wagę, aniżeli zyski kapitałowe. Zdaniem tych autorów dywidenda jest pewna, natomiast zyski kapitałowe są niepewne. Teoria ta została określona mianem teorii wróbla w garści i zgodnie z nią dywidenda jest pozytywnie skorelowana z wartością przedsiębiorstwa.

Substytutem w stosunku do polityki wypłaty dywidend jest polityka skupu własnych akcji w celu ich umorzenia. *Buy-back* daje jednak pewne dodatkowe możliwości dla zarządu przedsiębiorstwa – przedsiębiorstwo ma elastyczność w zakresie wypłaty, ponieważ może wycofać się z ogłoszonego zamiaru wykupu własnych akcji lub rozłożyć w dłuższym terminie proces wykupu.

Skup akcji spółki celem ich umorzenia powoduje zmniejszenie liczby akcji w obrocie na rynku kapitałowym. W sytuacji, kiedy spółka będzie w przyszło-

ści generować zyski, spowoduje to tym samym szybszy wzrost kursu jej akcji z dwóch powodów. Pierwszy z nich wynika z faktu, że mniejsza liczba akcji w obrocie giełdowym wpływa na szybszy wzrost ceny akcji w sytuacji, kiedy inwestorzy nabywają jej akcje. Drugi powód to zwiększenie zysku przypadającego na 1 akcję (eps). Zmniejszenie liczby akcji w obrocie powoduje – przy co najmniej niezmiennych rocznych zyskach – wzrost zysku na akcję, a tym samym spadek wskaźnika P/E. Wpływa to tym samym na wzrost atrakcyjności spółki jako przedmiotu inwestycji.

Wypłaty części lub całego zysku akcjonariuszom stoją w opozycji do planów inwestycyjnych przedsiębiorstwa. Dlatego każdy transfer środków pieniężnych do akcjonariuszy powinien być poparty analizą zapotrzebowania kapitału na dochodowe projekty inwestycyjne.

2. Rzeczowe inwestycje przedsiębiorstw a transfer zysku do akcjonariuszy

Przedsiębiorstwa, prowadząc politykę inwestycyjną, podejmują długookresowe oraz bieżące decyzje, mając na celu określenie potrzeb inwestycyjnych. Na politykę inwestycyjną składa się nie tylko jej sformułowanie, ale również realizacja oraz ewentualna modyfikacja.

Zarządzający, którzy zwracają uwagę na długofalową zyskowność przedsiębiorstwa, powinni realizować projekty inwestycyjne z tych obszarów, w których podmiot osiąga lub ma szansę osiągnąć znaczącą pozycję rynkową.

Decyzje inwestycyjne w przedsiębiorstwach są rozpatrywane z punktu widzenia ich skutków – korzyści finansowych dla przedsiębiorstwa. Inwestycje rzeczowe mają bardzo długi okres życia oraz wysokie nakłady inwestycyjne, dlatego ich opłacalność powinna być szacowana z należytą dokładnością i za pomocą odpowiedniego aparatu narzędziowego, np. metody wartości bieżącej netto NPV¹.

Przedsiębiorstwa, dokonując inwestycji, określają źródła jej sfinansowania. Daje się zauważyć swoistą hierarchię w doborze tych źródeł. Jeśli podmiot realizuje projekty inwestycyjne, to w pierwszej kolejności finansuje je z wypracowanych zysków².

¹ Metoda wartości bieżącej netto NPV pozwala określić obecną wartość wpływów i wydatków pieniężnych związanych z ocenianym przedsięwzięciem.

² Mówi o tym teoria hierarchii źródeł finansowania. Zob. więcej: L. Bulan, Y. Zhipeng: The Pecking Order of Financing in the Firm's Life Cycle, 2007, <http://69.175.2.130/~finman/Orlando/Papers/ThePeckingOrderofFinancingintheFirmsLifeCyclen2n.pdf>, dostęp: 30.08.2012.

Podmioty realizujące rentowne projekty inwestycyjne starają się ograniczać wypłaty dywidend na rzecz rozwoju i wzrostu wartości podmiotu. Badania przeprowadzone przez E.F. Fama i K.F. French potwierdzają, że wypłaty dywidend zależą m.in. od rentowności spółki, jak również od zysków zatrzymanych³.

Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że dopiero dojrzała faza przedsiębiorstwa umożliwia wypłacanie znaczących dywidend bez negatywnego wpływu na realizowane projekty inwestycyjne, czy też zachowanie płynności finansowej⁴.

Analizując problem wypłaty dla akcjonariuszy w kontekście rzeczowych inwestycji przedsiębiorstw, należy wskazać na możliwość rozwiązania tego dylematu dzięki wykorzystaniu docelowego wskaźnika wypłat, które proponuje A. Damodaran⁵. Według tego podejścia przedsiębiorstwo powinno ustalić docelowy, obowiązujący długookresowo wskaźnik wypłat, do którego spółka powinna powracać, dokonując korekt w przypadku wypłaty dywidend innych, aniżeli wynikające ze wskaźnika wypłat. Korekty można przeprowadzać, wypłacając dodatkową dywidendę lub stosując *buy-back*. Ocena wysokości wskaźnika sumy wypłat powinna być przeprowadzona w kontekście zyskowności zrealizowanych i przewidywanych w przyszłości inwestycji spółki, a jej szacowanie powinno przebiegać według następujących etapów⁶:

1. Oszacowanie dostępnych środków pieniężnych dla właścicieli (FCFE), wypłaconych dywidend oraz skupów akcji własnych i na tej podstawie oszacowanie wysokości wskaźnika sumy wypłat.
2. Analiza opłacalności przeszłych oraz przyszłych projektów inwestycyjnych.
3. Ocena wysokości wskaźnika sumy wypłat z uwzględnieniem wskazań z wcześniejszych punktów – analiza, czy spółka wypłaca więcej lub mniej niż wynosi jej FCFE zależy głównie od dostępnych projektów o dodatnim NPV.

Z takiego podejścia wynika jednoznacznie, że jeśli spółka posiada projekty inwestycyjne o planowanej dodatniej NPV i stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału jest wyższa od średniego ważonego kosztu kapitału spółki (WACC), to na-

³ E.F. Fama, K.F. French: Disappearing Dividends. Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? „Journal of Financial Economics” 2001, Vol. 60, s. 3-43.

⁴ Zob. więcej: L. Bulan, N. Subramanian: The Firm Life Cycle Theory of Dividends, 2009, http://people.brandeis.edu/~lbulan/Book_Chapter.pdf, dostęp: 1.09.2012.

⁵ A. Damodaran: Analyzing Cash Return to Stockholders. Za: A. Cwynar, W. Cwynar: Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania, Warszawa 2007, s. 213-215.

⁶ W literaturze przedmiotu można zauważyć różne sposoby określania wysokości wskaźnika sumy wypłat. W zależności od podejścia przyjmuje się FCFE, np.: Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków. Red. A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2003, s. 22 oraz A. Cwynar, W. Cwynar: Op. cit., s. 214 lub zysk netto, np.: E.F. Brigham, J.F. Houston: Podstawy zarządzania finansami. PWE, Warszawa 2005, s. 207.

leży ograniczyć poziom wypłat, a zatrzymane środki pieniężne przeznaczyć na te projekty inwestycyjne.

Alternatywnym rozwiązaniem w stosunku do wskaźnika wypłat jest zastosowanie polityki dywidendy rezydualnej⁷. Dostępność zyskowych projektów inwestycyjnych, dla których rentowność zainwestowanego kapitału ROIC jest wyższa niż koszt kapitału spółki WACC, określa tę część zysku do podziału pomiędzy akcjonariuszy, która pozostaje po rozdysponowaniu w pierwszej kolejności zysku na te projekty. Takie podejście do polityki wypłat umożliwia zastosowanie polityki rezydualnej dywidendy – wypłacenie dywidendy tylko wtedy, kiedy zostaną zaspokojone potrzeby inwestycji rzeczowych w przedsiębiorstwie. Oznacza to, że decyzje inwestycyjne są nadrzędne w stosunku do decyzji dywidendowych.

W praktycznym postępowaniu, przy wykorzystaniu modelu resztowego wykonuje się cztery czynności, a mianowicie⁸:

- określa się optymalny budżet kapitałowy,
- ustala się optymalny poziom kapitałów własnych w strukturze nakładu inwestycyjnego,
- wyznacza się poziom zysku zatrzymanego, wchodzącego w skład kapitałów własnych jako źródło finansowania o najniższym koszcie kapitału,
- przeznacza się na wypłatę dywidendy „resztę” z wytworzonego przez firmę zysku.

Należy przy tym zasygnalizować, że polityka taka spowoduje niestabilność w wypłacie dywidendy. W latach dużych potrzeb kapitałowych związanych z rzeczowymi inwestycjami przedsiębiorstw dywidendy będą znikome lub w ogóle ich nie będzie. Z kolei w latach, w których przedsiębiorstwo nie będzie realizować inwestycji, transfer kapitału do akcjonariuszy, zarówno pod postacią dywidendy, jak i skupu akcji własnych w celu umorzenia będzie większy, co będzie przez akcjonariat odbierane pozytywnie.

3. Powiązanie wypłaconych dywidend z elementami wyników spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Analiza decyzji podejmowanych przez część zarządzających spółkami notowanymi na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) pokazu-

⁷ Inaczej zwana nadwyżkową.

⁸ P.J. Szczepankowski: *Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka*. Tom II. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 1999, s. 129.

je, że w sytuacji, kiedy priorytetem menedżerów jest zwiększenie wartości spółki poprzez realizację rentownych projektów inwestycyjnych, decydują się w pierwszej kolejności na realizację inwestycji. Wypłatę dywidend lub skup akcji w celu umorzenia traktują jako decyzje drugorzędne. Z kolei istnieje grupa zarządzających, którzy uważają, że wypłata dywidend wpływa na ceny akcji. Transfer zysku do akcjonariuszy traktują oni nadrzędnie w stosunku do inwestycji, a te finansują głównie z kapitałów obcych. W takim przypadku istnieje wysokie ryzyko braku możliwości realizacji projektów inwestycyjnych i w konsekwencji pogorszenia wyników.

Wartość wypłaconych dywidend oraz zysków wygenerowanych przez wszystkie spółki notowane na GPW w latach 2002-2011 prezentuje tabela 1.

Tabela 1

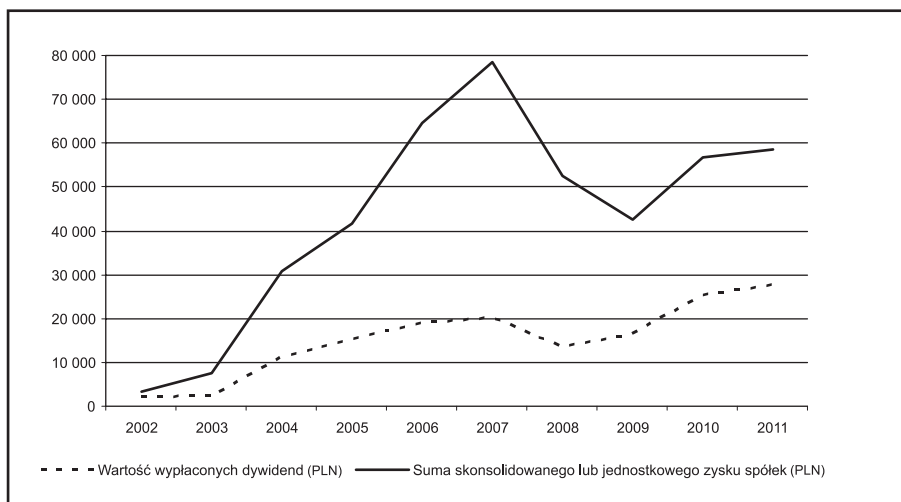
Wartość wypłaconych dywidend oraz wyniki spółek z GPW w latach 2002-2011

Rok	Wartość wypłaconych dywidend (PLN)	Suma skonsolidowanego lub jednostkowego zysku spółek (PLN)	Stopa wypłaty dywidend (%)
2002	2 053 262 156	3 333 193 000	61,60%
2003	2 416 651 028	7 575 479 000	31,90%
2004	11 175 716 761	30 910 741 000	36,15%
2005	15 344 415 201	41 589 827 000	36,89%
2006	19 028 581 910	64 485 524 000	29,51%
2007	20 212 526 458	78 531 254 000	25,74%
2008	13 576 132 485	52 633 769 000	25,79%
2009	16 572 427 158	42 493 492 000	39,00%
2010	25 240 647 407	56 644 593 000	44,56%
2011	27 792 384 657	58 666 001 000	47,37%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych spółek.

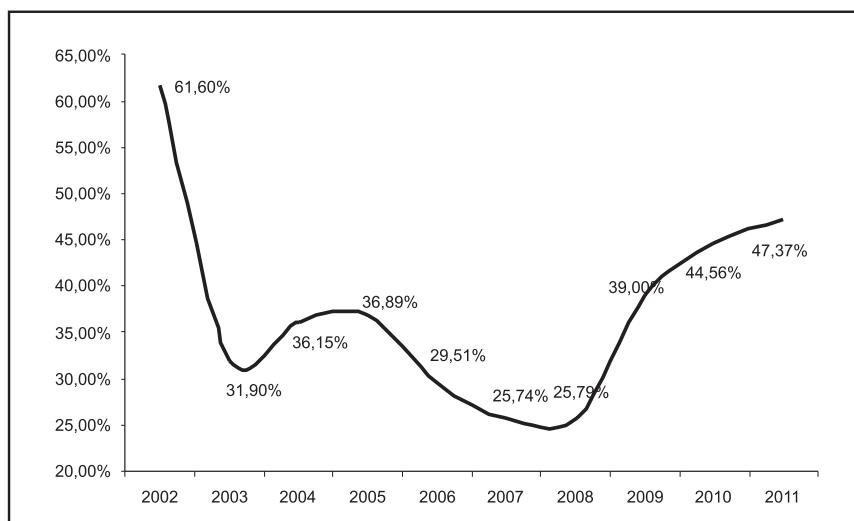
Wartość wypłaconych dywidend, jak również suma skonsolidowanych lub jednostkowych zysków dla spółek zagranicznych została przeliczona według obowiązującego w danym dniu kursu walutowego. W analizowanym okresie 2002-2011 istotnie wzrosła liczba spółek notowanych na GPW w Warszawie. Jednak nie wpływa to na wyniki analiz, ponieważ celem szacunków jest ukazanie stopy wypłaty dywidend niezależnie od liczby notowanych podmiotów. Również występująca w poszczególnych okresach inflacja nie wpływa na wynik analizy, ponieważ celem obliczeń jest ukazanie zmian stopy wypłaty dywidend w ujęciu nominalnym.

Z zaprezentowanych danych wynika, że w miarę rozwoju polskiego rynku kapitałowego rośnie wartość wypłacanych dywidend, co przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Wartość wypłacanych dywidend oraz wyniki spółek z GPW w latach 2002-2011 (w mln PLN)

Zmiany stopy wypłaty dywidendy, mierzonej udziałem wypłaconej dywidendy w zysku spółki, oszacowanej dla wszystkich spółek notowanych w latach 2002-2011 przedstawia rys. 2.



Rys. 2. Stopa wypłaty dywidendy dla spółek z GPW w latach 2002-2011

Z analizy zmian stopy wypłaty wynika, że w miarę wzrostu zysków generowanych przez spółki (w szczególności lata 2005-2007), wartość wypłacanych dywidend nie rosła w porównywalnym tempie. Zjawisko to ma swoje odzwierciedlenie w spadku stopy dywidendy z 36,89% (2005 rok) do 25,74% (2007 rok). Z kolei w roku 2009 w relacji do roku 2008 spadek zysków spółek nie przełożył się na zmniejszenie wartości wypłaconych dywidend. Stopa wypłaty dywidend wzrosła w tym okresie z 25,79% do 39,00%. Można przypuszczać, że w latach 2005-2007, o ile spółki nie przeprowadzały skupu akcji własnych jako alternatywy w stosunku do wypłaty dywidend, zyski przeznaczane były na inwestycje, zasilenie kapitałów zapasowych lub rezerwowych.

Celem dalszej analizy korelacji wypłat dywidendy z wybranymi elementami sprawozdania finansowego wytypowano spółki z WIG20, które w okresie 2008-2010 wypłycały nieprzerwanie dywidendy. Wartość wypłacanych dywidend przedstawia tabela 2.

Tabela 2

Wartość wypłaconych dywidend za okres 2008-2010 w spółkach WIG 20

Spółka	Okres		
	2008	2009	2010
KGHM	2 336 000 000	600 000 000	2 980 000 000
PGNIG	531 000 000	472 000 000	708 000 000
TPSA	2 053 159 808	2 003 473 536	2 003 473 536
ASSECO POLAND	70 301 702	114 021 328	146 598 848
TVN	199 223 792	106 034 563	13 820 444

Źródło: Sprawozdania finansowe spółek.

Dla wytypowanych spółek w tabelach 3-5 przedstawiono wybrane wyniki finansowe spółek z WIG 20.

Tabela 3

Zyski skonsolidowane spółek za okres 2008-2011

Spółka	Okres			
	2008	2009	2010	2011
KGHM	2 766 179 000	2 327 993 000	4 724 507 000	11 063 456 000
PGNIG	865 297 000	1 235 239 000	2 453 741 000	1 626 778 000
TPSA	2 188 000 000	1 281 000 000	107 000 000	1 917 000 000
ASSECO POLAND	321 578 000	373 365 000	414 300 000	397 100 000
TVN	363 676 000	420 821 000	42 754 000	-317 365 000

Źródło: Ibid.

Tabela 4

Przepływy pieniężne z działalności inwestycyjnej za okres 2008-2011

Spółka	Okres			
	2008	2009	2010	2011
KGHM	1 919 124 000	1 255 747 000	3 070 123 000	0*
PGNIG	2 208 895 000	3 637 658 000	3 558 839 000	4 019 238 000
TPSA	2 946 000 000	2 281 000 000	2 015 000 000	1 090 000 000
ASSECO POLAND	195 781 000	403 724 000	476 861 000	359 300 000
TVN	813 388 000	562 270 000	231 081 000	0*
* – dezinwestycja na poziomie 3,049 mld zł (KGHM) oraz 48,145 mln (TVN)				

Źródło: Ibid.

Tabela 5

Kapitał zapasowy oraz rezerwy za okres 2008-2011

Spółka	Okres			
	2008	2009	2010	2011
KGHM	8 407 049 000	8 371 956 000	12 440 852 000	20 544 526 000
PGNIG	10 731 429 809	13 835 920 000	15 923 273 000	16 872 725 000
TPSA	12 991 000	11 706 000	9 787 000	9 697 000
ASSECO POLAND	3 630 666 000	3 881 942 298	4 066 646 505	4 349 482 298
TVN	132 200 000	81 827 000	461 337 000	475 086 000
* – kapitał rezerwowy + kapitał zapasowy				

Źródło: Ibid.

Tabela 6 prezentuje stopę wypłaty dywidend w latach 2008-2010.

Tabela 6

Stopa wypłaty dywidend za okres 2008-2010 (%)

Spółka	Okres		
	2008	2009	2010
KGHM	84,45%	25,77%	63,08%
PGNIG	61,37%	38,21%	28,85%
TPSA	93,84%	156,40%	1872,41%
ASSECO POLAND	21,86%	30,54%	35,38%
TVN	54,78%	25,20%	32,33%

Spośród wytypowanych spółek wszystkie charakteryzowały się w analizowanym okresie stopą wypłat średnio ponad 30%. Szczególnie TP SA charakteryzowała się wysoką wartością wypłaconych dywidend w relacji do osiągniętych zysków. W roku 2010 stopa wypłaty osiągnęła rekordowy poziom ponad 1800%.

Na podstawie zaprezentowanych wyników obliczono korelację wypłaconych dywidend w ujęciu wartościowym w relacji do zysków, przeprowadzonych inwestycji oraz sumy kapitału zapasowego i rezerwowego. W obliczeniach przyjęto dwa warianty czasowe. Pierwszy wariant obejmuje badanie korelacji wypłaconych dywidend w latach 2008-2010 z poszczególnymi elementami sprawozdań finansowych w tym samym okresie. Drugi wariant uwzględnia przesunięcie czasowe – korelację wypłaconych dywidend w latach 2008-2010 z elementami sprawozdań finansowych w latach 2009-2011. Przesunięcie czasowe podyktowane jest potrzebą zbadania, czy i w jakim stopniu zmiany wypłaty dywidend korespondują ze zmianami wybranych pozycji sprawozdań finansowych. Wyniki badań przedstawia tabela 7.

Tabela 7

Współczynniki korelacji dywidend z elementami sprawozdań finansowych dla okresu 2008-2010 oraz 2009-2011

Spółka	Zysk bieżący		Kapitał*		Inwestycje	
	2008-2010	2009-2011	2008-2010	2009-2011	2008-2010	2009-2011
KGHM	0,82	0,50	0,71	0,44	0,92	-1,00
PGNIG	0,89	-0,43	0,64	0,56	0,23	1,00
TPSA	0,83	0,17	0,80	1,00	0,96	0,67
ASSECO POLAND	1,00	0,64	1,00	0,98	0,98	-0,29
TVN	0,79	1,00	-0,80	-0,88	1,00	1,00
Średnia	0,86	0,38	0,47	0,42	0,82	0,27

* – kapitał rezerwowy + kapitał zapasowy

Z przeprowadzonych obliczeń wynika, że w przypadku analizowanych spółek zmiany wypłacanych dywidend w większym stopniu korespondują ze zmianami wybranych pozycji sprawozdań finansowych z tego samego okresu, aniżeli z okresu przesuniętego o 1 rok. Zysk bieżący, inwestycje oraz suma kapitału rezerwowego i zapasowego charakteryzowały się wyższą średnią korelacją dla zakresu czasowego 2008-2010 aniżeli dla okresu 2009-2011. Największe różnice można zauważyć dla zysku bieżącego (2008-2010: 0,86 a 2009-2011: 0,38) oraz inwestycji (2008-2010: 0,82 a 2009-2011: 0,27).

W przypadku korelacji wypłaty dywidendy za okres 2008-2010 z osiągniętym zyskiem w tym samym okresie, wynik badań potwierdza przyjętą regułę mówiącą o tym, że dywidenda wypłacona w roku 2009 za rok 2008 opiera się w głównej mierze na wielkości zysku za 2008 rok⁹.

⁹ Kwota wypłaconej dywidendy może zostać zwiększona ewentualnie o środki pieniężne pochodzące z kapitału zapasowego i/lub rezerwowego.

Zaskakujące jednak są wyniki porównania w obu zakresach czasowych wypłaconych dywidend z realizowanymi przez badane podmioty inwestycjami. Z analizy lat 2008-2011 wynika, że dywidendy wypłacone w latach 2008-2010 są w większym stopniu skorelowane z inwestycjami w tym samym okresie, aniżeli w latach 2009-2011. Oznacza to tym samym, że zwiększenie (lub zmniejszenie) wypłaty dywidend było odpowiednio dopasowane do zwiększenia (lub zmniejszenia) nakładów inwestycyjnych tych samych okresów.

Wynika stąd, że zarządy przedsiębiorstw nie wstrzymywały się z decyzjami inwestycyjnymi do uzyskania informacji, jakie zyski charakteryzowały rok obrachunkowy, ale odpowiednio reagowały zwiększeniem (lub zmniejszeniem) nakładów inwestycyjnych do bieżących zysków w danym roku. Przedsiębiorstwa zwiększały inwestycje oraz wypłaty dywidend w analizowanych latach bez uwzględnienia przesunięcia czasowego.

Należy podkreślić, że powyższe spostrzeżenia dotyczą analizowanych podmiotów. Dlatego przedstawione wnioski są przyczynkiem do dalszych badań na szerszą skalę spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podsumowanie

Decyzje dotyczące wypłat dla akcjonariuszy są dla spółek niewątpliwie bardzo ważne. Podział zysku na część przeznaczoną na finansowanie inwestycji oraz część przeznaczoną na transfer do akcjonariuszy jest trudny do określenia, a ewentualnym rozwiązaniem jest stosowanie narzędzi wspierających decyzje menadżerów, np. modeli polityki dywidend.

Na korzyść akcjonariuszy przedkładających wypłatę dywidendy ponad potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstw przemawia fakt, że pewniejsze są dywidendy wypłacone w bliższej przyszłości od niepewnych zysków z akcji w dalszej przyszłości, będących wynikiem zwiększonych zysków z rentownych projektów inwestycyjnych.

W podsumowaniu należy więc stwierdzić, że na wypłaty wyższej dywidendy i wyższe wskaźniki wypłat pozwolić mogą sobie spółki¹⁰:

- duże, o ograniczonych możliwościach inwestowania w projekty o dodatnich NPV, jednocześnie generujące trwałe, dodatnie wolne przepływy pieniężne (FCF) o dużym stopniu pewności,

¹⁰ A. Cwynar, W. Cwynar: Op. cit., s. 210.

- mające stosunkowo nieduży udział długu w strukturze (poniżej udziału optymalnego),
- o sprzyjającej wysokim wypłatom strukturze akcjonariatu.

Realizacja rentownych projektów inwestycyjnych powoduje zwiększenie wartości spółki. Dlatego przedsiębiorstwa posiadające dostęp do rentownych projektów inwestycyjnych, dla których zachowana jest nierówność $ROIC > WACC$, powinny inwestować wypracowany zysk, rezygnując z dywidend, czy też skupu akcji własnych w celu umorzenia.

Ze względu na sztywność dywidend i negatywny odbiór przez akcjonariuszy zmian wielkości wypłacanych dywidend, najlepszym rozwiązaniem pozostaje połączenie w ramach polityki wypłat – wypłaty mniejszej dywidendy oraz rozłożonego w czasie skupu akcji własnych w celu umorzenia, przy jednoczesnym uwzględnieniu rentownych rzeczowych inwestycji przedsiębiorstw.

Literatura

- Al-Malkawi H.A.N.: Factors Influencing Corporate Dividend Decision: Evidence from Jordanian Panel Data. „International Journal of Business” 2008, Vol. 13, No. 2, http://www.craig.csufresno.edu/International_Programs/JC/IJB/Volumes/Volume%2013/V132-5.pdf, dostęp: 21.12.2012.
- Brigham E.F., Houston J.F.: Podstawy zarządzania finansami. PWE, Warszawa 2005.
- Bulan L., Subramanian N.: The Firm Life Cycle Theory of Dividends, 2009, http://people.brandeis.edu/~lbulan/Book_Chapter.pdf, dostęp: 1.09.2012.
- Bulan L., Zhipeng Y.: The Pecking Order of Financing in the Firm's Life Cycle, 2007, <http://69.175.2.130/~finman/Orlando/Papers/ThePeckingOrderofFinancingintheFirmsLifeCyclen2n.pdf>, dostęp: 4.09.2012.
- Cwynar A., Cwynar W.: Kreowanie wartości spółki poprzez długoterminowe decyzje finansowe. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania, Warszawa 2007.
- Fama E.F., French K.F.: Disappearing Dividends. Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? „Journal of Financial Economics” 2001, Vol. 60.
- Strategie wzrostu wartości firmy. Studium przypadków. Red. A. Szablewski. Poltext, Warszawa 2003.
- Szczepankowski P.J.: Finanse przedsiębiorstwa. Teoria i praktyka. Tom II. Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania im. Leona Koźmińskiego, Warszawa 1999.

COMPANY INVESTMENTS IN THE CONTEXT OF DIVIDEND POLICY

Summary

The article discusses issues connected with payments executed for the benefit of shareholders and offers a description of the specificity of dividend payment and buy back with the purpose of remittance. It emphasizes the investors' reception of changes of the dividends paid and indicates what factors influence the dividend policy.

The article also depicts two solutions enabling to divide the profit depending on the available profitable material investment projects of companies.

In addition, the dividend payout rate for all the companies listed on Warsaw Stock Exchange in the period 2002-2011 has been analysed, and for selected companies from Warsaw Stock Index WIG20 the correlation between dividend payout and profit, supplementary and reserve capital, as well as capital expenditures has been studied.

IV INNOWACJE W INWESTOWANIU

Piotr W. Saługa

Polska Akademia Nauk w Krakowie

O REFERENCYJNYM I KONSEKUTYWNYM INSTRUMENCIE BAZOWYM OPCJI RZECZOWYCH

Wprowadzenie

Koncepcja wyceny inwestycji rzeczowych z wykorzystaniem teorii opcji znana jest od drugiej połowy lat 70. XX wieku. Ma ona swój początek w pracy Myersa¹, który zauważył, że sposób myślenia o inwestycjach rzeczowych może być analogiczny do rozumienia opcji finansowych. Myers postrzegał okazje inwestycyjne jako opcje wzrostu, nadające procesowi wyceny zupełnie nowe oblicze „opcji rzeczowych”.

Ze względu na przydatność analizy opcji rzeczowych (*real options analysis* – ROA) w zakresie wyceny tzw. elastyczności decyzyjnej (rozumianej jako możliwość czekania z podjęciem inwestycji bądź modyfikowania przyjętych pierwotnie strategii operacyjnych) wielu naukowców zaczęło upatrywać w tej metodzie potencjalnie uniwersalnego narzędzia mogącego stanowić *remedium* na bolączki związane z niedoskonałościami klasycznych technik oceny efektywności ekonomicznej przedsięwzięć (analizy DCF). ROA posiada potencjał dokonywa-

¹ S.C. Myers: Determinants of Capital Borrowing. „Journal of Financial Economics” 1977, Vol. 5, No. 2, s. 147-176.

nia miarodajnych wycen aktywów oraz formułowanie optymalnych strategii rozwojowych przedsiębiorstw funkcjonujących w warunkach ryzyka.

Metodyka wyceny opcji rzeczowych została zaadaptowana zatem wprost z teorii opcji finansowych – uznano, że sposób wyceny tych drugich może być zaadaptowany do określania wartości pierwszych. W tym celu konieczna była identyfikacja rzeczowych odpowiedników parametrów modelu finansowego. Pierwsze aplikacje ROA zrealizowane zostały na przykładach przedsięwzięć z branży geologiczno-górnictwej². Dostrzegając paralele występujące pomiędzy cechami projektów górniczych a opcji finansowych (tabela 1), budowano algorytm (w tzw. modelu ciągłym), analogiczny do zaproponowanego przez Blacka, Scholesa³ i Mertona⁴, wymagający percepcji skomplikowanych zagadnień z zakresu matematyki wyższej oraz spełnienia wielu założeń teoretycznych. Zakładano więc występowanie pojedynczego źródła niepewności – instrumentu bazowego⁵, za który przyjmowano zwykle cenę (*spot*) surowca mineralnego, zmieniającą się w sposób standardowy (czyli zgodnie z geometrycznym ruchem Browna – *geometric Brownian motion*, GBM, lub procesem od niego pochodnym). Przyjmowanie ceny jako aktywów podstawowych wiązało się z możliwością zidentyfikowania dla niej instrumentu bliźniaczego (ceny *futures*), co umożliwia wycenę w warunkach braku arbitrażu i zupełności rynku. Następnie konstruowano portfel obejmujący długą pozycję w stosunku do produkcji kopalni (*long in mine*) i krótką w kontraktach terminowych na surowiec. Aby tak skonstruowany portfel był portfelem bez ryzyka, w kalkulacjach uwzględniano parametr określający deterministyczny związek pomiędzy cenami *spot* i *futures* – tzw. premię z tytułu możliwości dysponowania towarem na składzie (*convenience yield* – CY), która w przemyśle surowcowym pełni rolę stałej dywidendy⁶. W kolejności formułowano wreszcie cząstkowe rów-

² M.J. Brennan, E.S. Schwartz: A New Approach to Evaluating Natural Resource Investments. „Midland Corporate Finance Journal” 1985, No. 3, s. 37-47; M.J. Brennan, E.S. Schwartz: Evaluating Natural-Resource Investments. „Journal of Business” 1985, Vol. 58, No. 2, s. 135-157; J.L. Paddock, D.R. Siegel, J.L. Smith: Option Valuation of Claims on Real Assets: the Case of Offshore Petroleum Leases. „Quarterly Journal of Economics” 1988, Vol. 103, No. 3, s. 470-508.

³ F. Black, M. Scholes: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. „Journal of Political Economy” 1973, No. 81.

⁴ R.C. Merton: Theory of Rational Option Pricing. „Bell Journal of Economics and Management Science” 1973, No. 4 (Spring).

⁵ Aktywa (instrument, walor) bazowe(y), aktywa (instrument, walor) podstawowe(y) (*underlying security, underlying asset*) – instrument finansowy, którego dotyczy kontrakt opcyjny.

⁶ P. Saługa, Z. Grudziński: Określenie zmienności cen i premii z tytułu składowania (*convenience yield*) dla węgla kamiennego. W: Polityka Energetyczna, tom 12, z. 2/2. IGSMiE PAN, Kraków 2009, s. 525-542; K. Pera, P. Saługa: Estimation of Price Volatility and the Convenience Yield – a Study Based on Zinc and Lead Example. W: Research Papers of Wrocław University of Economics No. 38 – Financial Sciences, 5. Ed. K. Jajuga. Wrocław 2011, s. 114-130.

nanie różniczkowe, wiążące wartość instrumentu pochodnego z wartością waloru bazowego oraz stopą wolną od ryzyka, przekształcając je z wykorzystaniem lematu Itô i rozwiązując analitycznie lub numerycznie przy założonym warunku krańcowym oraz warunkach brzegowych.

Tabela 1

Porównanie terminologii opcji finansowej i rzeczowej na przykładzie niezagospodarowanych własności górniczych

Opcja finansowa	Opcja rzeczowa (niezagospodarowana własność górnicza)
bieżąca cena akcji	wartość bieżąca zasobów zagospodarowanych
wariancja stopy zwrotu z akcji	wariancja tempa zmiany wartości zagospodarowanych zasobów
cena wykonania	koszt jednostki zagospodarowania zasobów
dywidenda	roczny przepływ pieniężny netto, premia z tytułu możliwości dysponowania towarem na składzie

Źródło: J.L. Paddock, D.R. Siegel, J.L. Smith: Option Valuation of Claims on Real Assets: the Case of Offshore Petroleum Leases. „Quarterly Journal of Economics” 1988, Vol. 103, No. 3, s. 470-508.

Skomplikowanie algorytmu wyceny opcji w modelu ciągłym było główną barierą rozprzestrzeniania się analizy opcji rzeczowych w przemyśle, gdzie wszelkie innowacje powinny charakteryzować się stosunkowo niskim stopniem złożoności – teoria wyceny opcji rzeczowych stanowiła więc początkowo atrakcyjny przedmiot badań wyłącznie w kręgach akademickich. Jednak od połowy lat 90. XX wieku ROA spotyka się również z systematycznie rosnącym zainteresowaniem ze strony środowisk przemysłowych i finansowych. W tym czasie poczyniono wiele kroków, których celem było znaczne uproszczenie rachunku wyceny opcji, uzyskane głównie dzięki:

- 1) wprowadzeniu modeli kratownicowych (w tym w szczególności drzew dwumianowych),
- 2) wprowadzeniu pojedynczego – zagregowanego instrumentu bazowego (wartości bieżącej brutto przedsięwzięcia), rozwijającego się w czasie zgodnie z tzw. zmiennością skonsolidowaną,
- 3) przyjęciu założeń, że:
 - instrument bazowy zmienia się w sposób standardowy (czyli zgodnie z geometrycznym ruchem Browna lub procesem pochodnym),
 - poziomy parametrów zmienności przedsięwzięcia oraz stopy procentowej wolnej od ryzyka są stałe w czasie,
 - do poprawnej wyceny opcji w warunkach braku arbitrażu nie jest potrzebne istnienie instrumentu bliźniaczego, replikującego wypłaty z przedsięwzięcia będącego przedmiotem zainteresowania (walorem bliźniaczym jest jego wartość NPV) – założenie MAD (*marketed asset disclaimer*).

Koncepcja wyceny bazująca na wyżej wymienionych innowacjach, nazywana popularnie tzw. podejściem MAD, pozostaje obecnie najczęściej stosowaną w praktyce metodyką wyceny opcji rzeczowych. Jest ona propagowana przez wiele autorytetów z dziedziny wyceny opcji, w tym m.in. Trigeorgisa, Copelanda, Kollera i Murrina, Brealeya, Myersa, Copelanda i Antikarova⁷.

Okazuje się jednak, że rzeczywistość odbiega dalece od modeli konstruowanych na podstawie przedstawionych powyżej założeń i modyfikacji, gdyż w większości przypadków modele te w żaden sposób nie przystają do realnych sytuacji.

1. Instrument bazowy opcji rzeczowych

Jak już wspomniano, do pewnego czasu modele wyceny opcji rzeczowych były bardzo zbliżone do określonych dla ich finansowych poprzedniczek. Instrumentem bazowym projektów rzeczowych były kategorie ekonomiczne – w znakomitej większości przypadków ceny; przyjmowano tym samym, że pozostałe parametry przepływów pieniężnych są znane i pewne, a zmienność ceny jest zmiennością całego przedsięwzięcia.

Takie podejście było jednakowoż podważane – krytycy stali na stanowisku, że w przypadku inwestycji rzeczowych oprócz ceny, która jest zwykle powiązana z rynkiem i dla której można skonstruować instrument bliźniaczy, istnieje więcej źródeł niepewności, których oddziaływanie na przedsięwzięcie jest istotne. Ponadto wskazywano, że zmienność pojedynczego parametru nie odzwierciedla zmienności przedsięwzięcia.

Z czasem pojawiły się również modele wyceny opcji przyjmujące inne źródło niepewności (np. koszty), a w końcu opracowania analizujące dwa źródła niepewności.

W ostatnich dekadach w założeniach teorii opcji rzeczowych dokonano istotnej zmiany w zakresie kwalifikacji aktywów bazowych, której treścią było odejście od zmiennych rozproszonych (cen, kosztów itp.) i przejście do miary zagregowanej – wartości projektu brutto (*gross present value – PV*)⁸, rozumianej jako

⁷ L. Trigeorgis: *Real Options – Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation*. The MIT Press, Cambridge, London 1996, s. 427; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd edition). John Wiley and Sons, New York 2000; R.A. Brealey, S. Myers: *Principles of Corporate Finance* (6th edition). Irwin, McGraw-Hill 2000; T. Copeland, V. Antikarov: *Real options. A practitioner's guide*. Texere, New York-London 2001.

⁸ Wartość PV jest instrumentem bazowym dla opcji: czekania, likwidacji, rozszerzenia/zmniejszenia skali przedsięwzięcia; dla opcji wstrzymania/wznowienia produkcji aktywami bazowymi są zwykle przychody roczne. P. Saługa: *Elastyczność decyzyjna w procesach wyceny projektów geologiczno-górnictwowych*. Studia, Rozprawy, Monografie nr 167. IGSMiE PAN, Kraków 2011, s. 269.

równowartość NPV powiększona o wielkość nakładów inwestycyjnych. Utrzymano tym samym istnienie pojedynczego instrumentu bazowego, co pozwoliło na zachowanie stosunkowej prostoty rachunku.

1.1. Model zmian instrumentu bazowego w podejściu MAD

Jak wspomniano, podejście bazujące na założeniu MAD zakłada, że PV zmienia się w czasie zgodnie z procesem stochastycznym – geometrycznym ruchem Browna.

Koncepcja o stochastycznym charakterze zmian instrumentów finansowych bierze swój początek od pracy Bacheliera⁹, który do opisu zmian cen akcji w czasie wykorzystał model arytmetycznego ruchu Browna (*arithmetic Brownian motion* – ABM) i na bazie tego procesu wyprowadził wzór na cenę opcji ponad 70 lat przed publikacją pracy Blacka i Scholesa. Koncepcje zaproponowane przez Bacheliera uznane zostały za nierealistyczne (głównie z uwagi na fakt, że ABM dopuszcza występowanie wartości ujemnych, co w przypadku cen jest niemożliwe) i z czasem zapomniane.

Do pomysłu charakterystyki zmian cen w czasie za pomocą procesu Wienera powrócono w latach 50. i 60. XX wieku. Prace Kendalla, Robertsa, Osborne’a i Samuelsona¹⁰ pozwoliły na urealnienie modelu zaproponowanego przez Bacheliera dzięki przyjęciu założenia, że zgodnie z procesem ABM nie zmieniają się ceny, lecz ich logarytm naturalny. Tym samym został sformułowany proces geometrycznego ruchu Browna. Model GBM znalazł szerokie uznanie i rozpowszechnienie w świecie finansów – jak już wspomniano, w 1973 roku Black i Scholes, a następnie Merton, przyjęli go jako podstawę stworzonego modelu wyceny opcji finansowych.

Uzasadnienie dla założenia o geometrycznym charakterze zmian PV ma swe źródło w udowodnionym przez Samuelsona¹¹ twierdzeniu, że jeśli tylko inwe-

⁹ L. Bachelier: *Théorie de la speculation*. Annales Scientifiques de l’Ecole Normale Supérieure 1900, Nr 17, s. 21-86.

¹⁰ M.S. Kendall: *The Analysis of Economic Time Series – Part I: Prices*. „Journal of the Royal Statistical Society” 1953, Series A 66, s. 11-25; H.V. Roberts: *Stock Market Patterns and Financial Analysis: Methodological Suggestions*. „Journal of Finance” 1959, No. 14, s. 1-10; M.F.M. Osborne: *Brownian Motion in the Stock Market*. „Operations Research” 1959, No. 7, s. 145-173; M.F.M. Osborne: *Periodic Structure in the Brownian Motion of Stock Prices*. „Operations Research” 1962, No. 10, s. 345; P.A. Samuelson: *A Rational Theory of Warrant Pricing*. „Industrial Management Review” 1965, No. 6 (Spring), s. 13-32.

¹¹ P. Samuelson: *Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly*. „Industrial Management Review” 1965, s. 41-49.

storzy posiadają kompletną informację na temat przepływów pieniężnych, proces zmian stopy zwrotu z papieru wartościowego jest błędzeniem losowym – niezależnie od oczekiwanego przyszłego układu tych przepływów. W konsekwencji oznacza to, że właściwie antycypowane ceny fluktuują losowo, a więc zmiana wartości aktywów następuje zgodnie z błędzeniem przypadkowym. W konsekwencji przyjęto, że tak musi się również zachowywać wartość PV¹².

Przyjęcie założenia, że zmiany PV fluktuują w czasie według geometrycznego ruchu Browna oznacza, że wartości procesu rozkładają się zgodnie z rozkładem logarytmiczno-normalnym, a zatem instrument bazowy nie może osiągać wartości ujemnych. Można więc domniemywać, że GBM nie stanowi dobrego opisu zmian aktywów bazowych, gdyż – jak to zostanie pokazane w dalszej części – PV projektu może w rzeczywistości przyjmować takie wartości. Oczywiście ta zdaje się być jednak niedostrzegana, co może wynikać z przeświadczenia, że wartość rynkowa projektu nie może być ujemna. Jak pokazano¹³, zastąpienie GBM modelem ABM (dopuszczającym występowanie wartości ujemnych) również nie rozwiązuje problemu – trudno więc dostarczyć argumentów, że PV zmienia się w czasie zgodnie z jakimkolwiek procesem stochastycznym.

Abstrahując od tego, czy stosowanie dla PV standardowego (stochastycznego) schematu zmian w czasie jest uzasadnione, czy nie, w przypadku przyjęcia takiego modelu istotnym wyzwaniem, jakie stoi przed analitykiem, jest oszacowanie zmienności skonsolidowanej jako wypadkowej zmienności budowanej na podstawie niepewności poszczególnych parametrów występujących w arkuszu przepływów pieniężnych. Zmienność skonsolidowaną określa się z wykorzystaniem jednej z następujących metod¹⁴:

- 1) logarytmicznych stóp zwrotu z przepływów pieniężnych lub cen akcji (*logarithmic cash flow returns or logarithmic stock price returns approach* – LCFR/LSPR),
- 2) logarytmicznych stóp zwrotu z wartości bieżącej (*logarithmic present value returns approach* – LPVR),
- 3) autoregresji z heteroskedastycznością warunkową (*generalized autoregressive conditional heteroskedasticity* – GARCH),
- 4) eksperckiej,
- 5) rynkowych analiz porównawczych.

¹² T. Copeland, V. Antikarov: Op. cit.

¹³ P. Saługa: Elastyczność decyzyjna..., op. cit.

¹⁴ J. Mun: Real Options Analysis – Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions. Wiley, Hoboken, New Jersey 2006, s. 290.

Najbardziej popularną z nich jest metoda LPVR, wykorzystująca symulację Monte Carlo, jednak stosowanie wszystkich z wymienionych sposobów określania zmienności istotnie zwiększa w rachunku rolę czynnika subiektywnego.

1.2. Instrument bliźniaczy waloru bazowego w podejściu MAD

Zmiana w kwalifikacji aktywów bazowych opcji rzeczowych spowodowała pojawienie się drugiego istotnego problemu natury teoretycznej – kwestii dotrzymania założenia o wymogu istnienia instrumentu bliźniaczego, niezbędnego do określenia sprawiedliwej ceny opcji w warunkach braku arbitrażu i ryzyka (zidentyfikowanie takiego waloru na rynkach jest praktycznie niemożliwe). Ów problem teoretyczny rozwiązany został, jak już wspomniano, w sposób bezprecedensowy – przez przyjęcie kontrowersyjnego założenia, że walorem bliźniaczym projektu rzeczowego jest ten sam projekt bez elastyczności (założenie MAD). Wartość zaktualizowana netto jest więc surogatem wartości rynkowej przedsięwzięcia (NPV „udaje” wartość rynkową jego hipotetycznych aktywów bliźniaczych).

Założenie, że subiektywnie oszacowana NPV jest wartością, którą osiągnąłby projekt, gdyby podlegał obrotowi rynkowemu – pomija jednocześnie możliwość określenia jego aktywów bliźniaczych, a tym samym przekreśla również ewentualność zidentyfikowania takich walorów dla jakichkolwiek jego zmiennych – np. cen. W konsekwencji, z wyjątkiem stopy dyskontowej „dostosowanej do ryzyka” (*risk-adjusted discount rate* – RADR), założenie to ignoruje w zupełności wszelkie inne związki danego przedsięwzięcia z rynkiem. Subiektywne szacowanie wszystkich zmiennych może oznaczać możliwość skorzystania z arbitrażu, jeśli tylko jakieś elementy przedsięwzięcia mają swoje rynkowe odpowiedniki. Jeśli więc takie aktywa bliźniacze istnieją, podejście MAD traci swoje uzasadnienie teoretyczne.

Powyższe argumenty skłaniają do wysnucia wniosku, że stosowanie podejścia MAD może być uzasadnione jedynie w przypadkach, gdy pomiędzy wycenianym projektem lub jego parametrami a rynkami finansowymi nie występują żadne istotne relacje i związki.

2. Instrument referencyjny i konsekwentny

Przyjęcie w teorii opcji rzeczowych jako instrumentu bazowego wartości bieżącej brutto jest logiczne i przekonująco uzasadnione. Przedsiębiorcy i inwestorzy podejmując decyzję biorą pod uwagę poziom tej wartości.

Pytanie o model zmian PV pozostaje więc problemem otwartym – w istocie: zmienność wartości PV uzależniona jest od zmienności najważniejszych niepewnych kategorii ekonomicznych przedsięwzięcia (głównie cen i kosztów); jej wielkość uwarunkowana jest aktualnymi poziomami tych zmiennych oraz przyjętym modelem kalkulacji przepływów pieniężnych.

Zalety analizy opcji rzeczowych są bezsporne – dlatego też odrzucenie założenia MAD niesie z sobą konieczność zaproponowania alternatywnego podejścia, które umożliwiłoby jednak logiczne i prawidłowe przeprowadzanie rachunku opcyjnego dla projektów rzeczowych. Logicznym wyjściem z problemu wydaje się być powrót do modelowania tych parametrów przedsięwzięć, które mają swoje notowane na rynkach instrumenty bliźniacze i których zmiany mogą być ewidentnie opisywane za pomocą procesów stochastycznych (np. ceny surowców mineralnych). Pozwala to na zachowanie poprawności formalnej i spójności teoretycznej.

Dysponując modelami zmienności w czasie (drzewami dwumianowymi) najważniejszych zmiennych, można w sposób pośredni określić zmienność wartości PV przez odpowiednią adiustację przepływów pieniężnych. W takiej sytuacji występują więc dwa etapy modelowania: pierwotne – najważniejszych zmiennych, które mają swe instrumenty bliźniacze oraz wtórne – wartości PV przez adiustację *cash flows*. Aktywa modelowane bezpośrednio (kategorie ekonomiczne) skonkretyzowane zostały jako „referencyjny”, natomiast wtórnie (PV) – jako „konsekwentny” instrument bazowy¹⁵.

Referencyjny instrument bazowy (*referential underlying instrument*) można więc określić jako walor, który ma swoje notowane na rynku aktywa bliźniacze i którego zmiany w czasie modelowane są w sposób bezpośredni.

Z kolei konsekwentny instrument bazowy (*consecutive underlying instrument*) można zdefiniować jako walor podstawowy opcji rzeczowych modelowany w sposób wtórny – w zależności od poziomów referencyjnych instrumentów bazowych.

Decyzje i kalkulacje odnoszone są w stosunku do występujących poziomów konsekwentnego instrumentu bazowego.

Oczywiście w przypadku modelowania więcej niż jednego referencyjnego instrumentu bazowego następuje istotne skomplikowanie algorytmu, jako że opcja prosta przechodzi w złożoną (tęczową). Problem staje się tym poważniejszy, im występuje większa liczba instrumentów referencyjnych – w sytuacji modelowania dwóch parametrów instrument konsekwentny PV zmienia się w drzewie czteromianowym, natomiast trzech – ośmiomianowym (zgodnie z formułą 2^n).

¹⁵ P. Saługa: Elastyczność decyzyjna..., op. cit.

W sytuacji wyceny projektów rzeczowych *gros* niepewności związanych jest z ceną – w wielu przypadkach inwestorzy mogą w dużym stopniu być pewni co do poziomu kosztów i wielkości produkcji, dlatego skłonni są uznawać modelowanie ceny za wystarczające¹⁶.

Przykład modelowania referencyjnego i konsekwentnego instrumentu bazowego ilustruje rys. 1¹⁷, przedstawiający drzewa dwumianowe ceny, przepływów pieniężnych i wartości PV dla hipotetycznego 3-letniego projektu X, generującego w latach od $t = 1$ do $t = 3$ przepływy pieniężne w postaci:

$$CF_t = (S_t - K_t) (1 - tax)Q, \quad (1)$$

gdzie:

CF_t – przepływ pieniężny w roku t (tys. PLN),

S_t – cena w roku t (tys. PLN),

K_t – koszty operacyjne (PLN/Mg),

tax – stawka podatku (19%),

Q – roczna wielkość produkcji (tys. Mg).

Założono, że jedynym źródłem niepewności – referencyjnym instrumentem bazowym – jest cena towaru, która fluktuuje w czasie zgodnie z geometrycznym ruchem Browna, ze zmiennością 25% (przyjęto, że walorem bliźniaczym jest cena *futures*). Pozostałe parametry są znane i stałe w czasie: $K_t = 8$ PLN/Mg, $Q = 10$ tys. Mg/rok; stopa RADR = 10%, stopa wolna od ryzyka, $r_f = 5\%$.

W części B rys. 1 przedstawiono dwumianowe drzewo iloczynowe instrumentu referencyjnego, w części C – drzewo przepływów pieniężnych uzyskane w wyniku adiustacji, natomiast w części D – drzewo zmian instrumentu konsekwentnego (PV). W węzłach tej ostatniej kratownicy występuje wypłacanie „dywidend” – poszczególnych *cash flows*, które powodują zmniejszanie oczekiwanej wartości projektu brutto PV. Konstruując drzewo w modelu iloczynowym należy zwrócić uwagę, aby odprowadzane „dywidendy” były wprost proporcjonalne do relacji oczekiwanych wartości CF i PV w węźle. Pozwala to na uzyskanie rekombinacji kratownicy.

¹⁶ Dla parametrów innych niż cena (np. kosztów) trudno jest zidentyfikować rynkowe instrumenty bliźniacze (nie istnieją dla nich rynki terminowe); ryzyko związane z pozostałymi parametrami projektu można więc wyrazić w stopie dyskontowej bądź wykorzystując subiektywne prawdopodobieństwa i funkcje użyteczności (analiza decyzyjna).

¹⁷ P. Saługa: Elastyczność decyzyjna..., op. cit.

A. Wartości oczekiwane przepływów
pieniężnych oraz wartości bieżącej
brutto [tys. PLN]

$$CF_t = (S_t - K_t)(1 - \text{tax})Q$$

$\text{tax} = 19\%$

$K = 8,00 \text{ [zł/Mg]} = \text{const}$

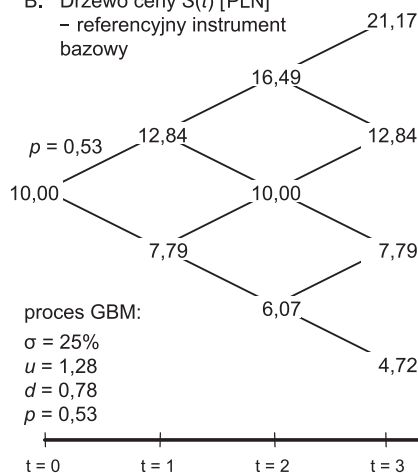
$Q = 10,00 \text{ [tys. Mg/rok]} = \text{const}$

$\text{RADR} = 10\%$

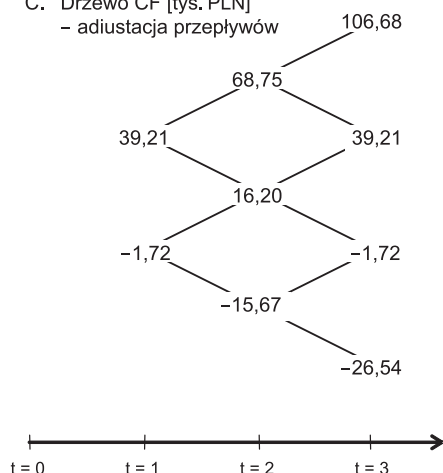
$r_f = 5\%$

czas	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3
E(CF)		16,20	16,20	16,20
E(DCF)		14,73	13,39	12,17
E(PV)	40,29			

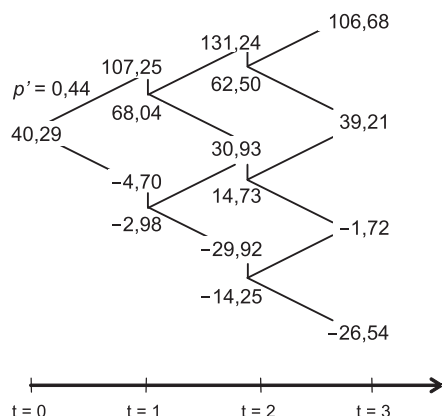
B. Drzewo ceny $S(t)$ [PLN]
– referencyjny instrument
bazowy



C. Drzewo CF [tys. PLN]
– adiustacja przepływów



D. Drzewo PV [tys. PLN]
– konsekwentny instrument bazowy



Rys. 1. Przykład przedsięwzięcia (projekt X) o ujemnych wartościach przepływów pieniężnych i wartości bieżącej brutto

Źródło: P. Saługa: Elastyczność decyzyjna w procesach wyceny projektów geologiczno-górnictw. Studia, Rozprawy, Monografie nr 167. IGSMiE PAN, Kraków 2011, s. 269.

Przedstawiony przykład dowodzi, że PV może przyjmować wartości ujemne (jeśli relacja cen do kosztów jest niekorzystna, występują ujemne wartości przepływów oraz, w konsekwencji, negatywne wartości PV), oraz że zmienności (i prawdopodobieństwa neutralne względem ryzyka) instrumentu referencyjnego i konsekwentnego mogą się istotnie od siebie różnić (tu: prawdopodobieństwo zmiany ceny w górę wynosi 0,53, natomiast wartości PV – 0,44). W tym kontek-

ście za interesujące zagadnienie można uznać sformułowanie zależności pomiędzy zmiennością instrumentu referencyjnego i konsekwentnego.

Rys. 2 z kolei pokazuje, że dla opcji czekania modelowanie pierwotne i wtórne zmienia strukturę drzewa instrumentu konsekwentnego w zależności od momentu jej wykonania. Wynika to z różnego umiejscowienia w czasie tych samych przepływów pieniężnych.

A. Wartości oczekiwane przepływów
pieniężnych oraz wartości bieżące
brutto [tys. PLN]

$$CF_t = (S_t - K_t)(1 - \text{tax})Q$$

$\text{tax} = 19\%$

$K = 8,00$ [PLN/Mg] = const

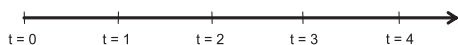
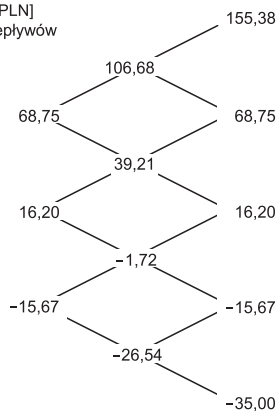
$Q = 10,00$ [tys. Mg/rok] = const

$RADR = 10\%$

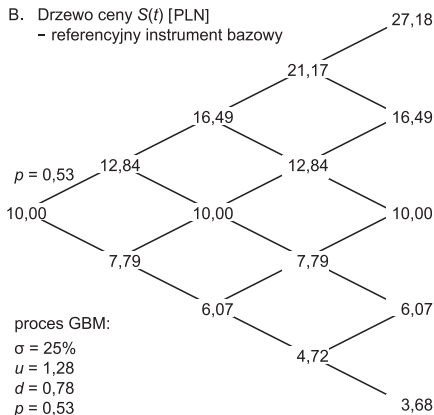
$r_f = 5\%$

czas	t = 0	t = 1	t = 2	t = 3	t = 4
E(CF)			16,20	16,20	16,20
E(DCF)			13,39	12,17	11,06
E(PV)	36,62				

C. Drzewo CF [tys. PLN]
- adiestacja przepływów



B. Drzewo ceny $S(t)$ [PLN]
- referencyjny instrument bazowy



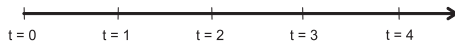
proces GBM:

$\sigma = 25\%$

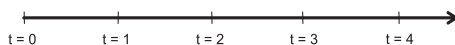
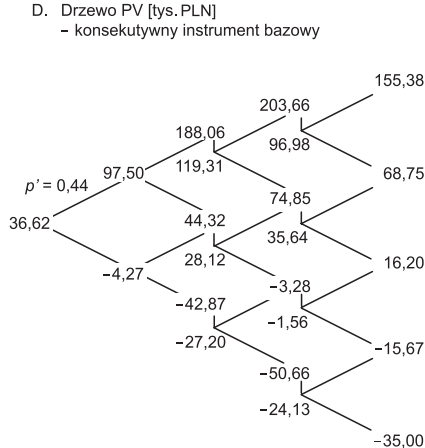
$u = 1,28$

$d = 0,78$

$\rho = 0,53$



D. Drzewo PV [tys. PLN]
- konsekwentny instrument bazowy



Rys. 2. Projekt X – drzewa dwumianowe ceny, przepływów pieniężnych i wartości PV w przypadku rocznego odroczenia podjęcia przedsięwzięcia

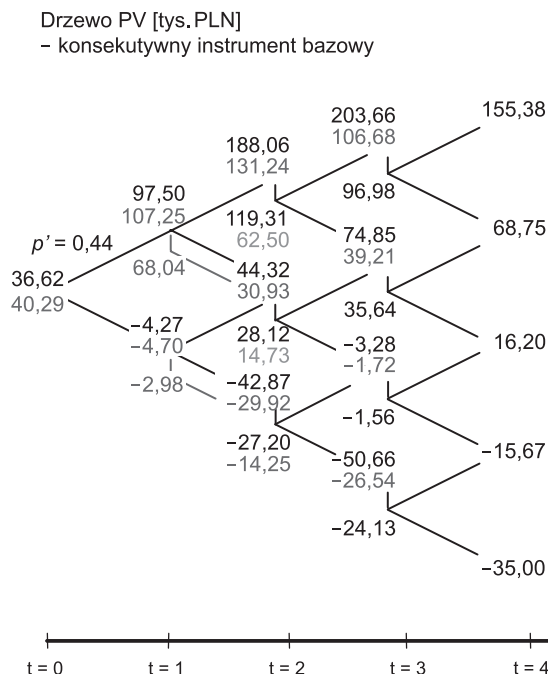
Źródło: Ibid.

Ilustracja przedstawia ten sam przykład, co powyżej, z założeniem, że inwestor ma możliwość podjęcia realizacji projektu o rok później. Dwumianowe drzewo zmian ceny produktu pozostaje bez zmian – inwestor zakłada, że cena dzisiejsza – na poziomie 10 PLN/Mg w roku 1 może osiągnąć poziom 12,84 lub 7,79 PLN/Mg, w roku 2 – 16,49, 10,00 lub 6,07 PLN/Mg, w roku 3 – 21,17, 12,84, 7,79 lub 4,72 PLN/Mg oraz w roku 4 – 27,18, 16,49, 10, 6,07 lub 3,68 PLN/Mg (rys. 2B). Zainicjowanie projektu w roku 1 (rys. 2C) oznacza więc, że pierwszy przepływ pieniężny, który wystąpi w roku 2, może przyjąć trzy wartości – 68,75, 16,20 lub 15,67 tys. PLN, przepływ drugi, otrzymywany w roku 3 – odpowiednio – cztery możliwe wartości: 106,68, 39,21, -1,72 lub -26,54 tys. PLN, natomiast trzeci – pięć potencjalnych wartości: 155,38, 68,75, 16,20, -15,67 lub -35 tys. PLN. O ile schemat zmian cen jest stały i niezmienny, o tyle różne momenty rozpoczęcia w czasie tego samego projektu (realizacji opcji) determinują – uzależnioną od drzewa ceny – inną kratownicową strukturę przepływów.

W efekcie drzewo zmian wartości instrumentu konsekwentnego – wartości PV (rys. 2D), stanowiące bezpośrednie nawiązanie do wartości występujących w węzłach kratownicy zmian ceny, ma układ odmienny od przedstawionego na rys. 1D, zakładającego niezwłoczne rozpoczęcie inwestycji (pierwszy przepływ pieniężny uzyskiwany jest w roku pierwszym, drugi – w drugim itd.). Przesunięcie momentu podjęcia przedsięwzięcia o rok oznacza, że kolejne przepływy pieniężne adiustowane są innymi cenami, niż w przypadku inicjacji natychmiastowej. Ewentualne odłożenie inwestycji o kolejny rok itd. oznaczałoby jeszcze inną strukturę zmian wartości bieżącej brutto.

Powyższe obserwacje mają istotne znaczenie w kontekście kalkulacji wartości strategicznej przedsięwzięcia z opcją czekania – rachunek będzie ulegał komplikacji, gdyż w zależności od momentu wykonania tej opcji w poszczególnych – tych samych – węzłach będą obliczane i porównywane inne wartości PV.

Dla przykładowego projektu X drzewo zdarzeń wartości PV dla opcji czekania – powstałe w wyniku nałożenia kratownic z części ilustracji 1D i 2D – przedstawiono na rys. 3.



Rys. 3. Złożone drzewo dwumianowe instrumentu konsekwentnego projektu X dla opcji czekania (kolorem szarym oznaczono wielkości i linie występujące w przypadku, gdy nie ma czekania)

Podsumowanie i wnioski

Analiza opcji rzeczowych ROA staje się aktualnie atrakcyjną, coraz częściej stosowaną przez instytucje finansowe i wymaganą przez banki metodą oceny efektywności ekonomicznej przedsięwzięć, zwykle uzupełniającą kalkulacje wykonane z zastosowaniem techniki DCF.

Wśród niekwestionowanych atutów analizy opcji rzeczowych należy wymienić przede wszystkim możliwość wyceny dotychczas niemierzalnych cech inwestycji, występujących pod pojęciem tzw. elastyczności decyzyjnej i wyrażających się w możliwościach:

- 1) odkładania przedsięwzięcia w czasie (wybór najlepszego momentu rozpoczęcia inwestycji – *timing*),
- 2) wprowadzania zmian/odchodzenia od przyjętego pierwotnie harmonogramu inwestycji w kierunku bardziej korzystnych scenariuszy (modyfikacja strategii operacyjnych).

Należy pokreślić, że elastyczność osiąga największe wartości, gdy jednocześnie:

- 1) występuje wysoka niepewność,
- 2) menadżerowie mają możliwości reagowania na jej ewentualne skutki.

Algorytm metody wyceny opcji jest pozornie prosty. Wystarczy poprawnie zbudować stochastyczny model zmian instrumentu podstawowego, na którym są określone opcje, zidentyfikować jego walor bliźniaczy, a następnie skonstruować portfel replikujący wypłaty z instrumentu bazowego i opcji, umożliwiającą przeprowadzenie jej wyceny w warunkach braku arbitrażu, neutralności względem ryzyka i zupełności rynku.

Niemniej jednak do początku lat 90. XX wieku rozpowszechnienie analizy opcji rzeczowych następowało z trudem i bardzo powoli. Przyczyną takiego stanu rzeczy były m.in. trudności z przyswojeniem jej algorytmu – wymagającego znajomości zagadnień matematyki wyższej, w tym w szczególności rozwiązywania cząstkowych równań różniczkowych. Powodowało to naturalną niechęć w środowiskach pracowników przemysłu, preferujących proste i zrozumiałe rozwiązania.

Obecne zainteresowanie metodą opcji rzeczowych wiąże się z dopracowaniem się przez naukę przystępnej i spójnej koncepcji, bazującej na schematach kratownicowych, określanej popularnie jako tzw. podejście MAD. Koncepcja ta zakłada, że instrumentem bazowym opcji rzeczowych jest wartość bieżąca brutto PV, która rozwija się w czasie w sposób standardowy – zgodnie z geometrycznym ruchem Browna (lub procesem pochodnym) z tzw. zmiennością skonsolidowaną. W celu dopełnienia wymogów teoretycznych przyjmuje się ponadto założenie, że walorem bliźniaczym instrumentu bazowego – wartości PV – jest wartość tego samego przedsięwzięcia, kalkulowana bez uwzględnienia elastyczności (założenie MAD).

Stanowi to istotną różnicę w stosunku do założeń teorii wyceny opcji finansowych określanych na aktywach, które są przedmiotem wystandaryzowanego rynkowego obrotu, co powoduje, że w prostszy sposób można oszacować ich parametry; powszechna dostępność notowań tych walorów umożliwia ich bieżącą obserwację i dokonywanie analiz umożliwiających określanie ich zmienności – czy to na podstawie badania danych z przeszłości (zmienność historyczna), czy też na bazie kursów opcji na aktywa (zmienność implikowana).

Założenie MAD jest jednak krytykowane¹⁸. Za główne przyczyny tej krytyki uważa się:

¹⁸ A. Borison: Real Options Analysis: Where Are the Emperor's Clothes? „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring 2005, Vol. 17, No. 2, s. 17-31.

- 1) fakt, że wartość aktywów podstawowych szacowana jest w sposób całkowicie subiektywny,
- 2) założenie, że instrument bazowy zmienia się zgodnie z geometrycznym ruchem Browna lub procesem pochodnym.

Założenie, że subiektywnie oszacowana NPV jest wartością, którą osiągnąłby projekt, gdyby podlegał obrotowi rynkowemu – pomija jednocześnie możliwość określenia jego aktywów bliźniaczych, a tym samym przekreśla również ewentualność zidentyfikowania takich walorów dla jakichkolwiek jego zmiennych – np. cen. W konsekwencji, z wyjątkiem stopy dyskontowej „dostosowanej do ryzyka”, założenie to ignoruje w zupełności wszelkie inne związki danego przedsięwzięcia z rynkiem. Ponadto subiektywne szacowanie wszystkich zmiennych może oznaczać możliwość skorzystania z arbitrażu, jeśli tylko jakieś elementy przedsięwzięcia mają swoje rynkowe odpowiedniki. Wymienione argumenty *summa summarum* prowadzą do wniosku, że założenie MAD może być zasadne jedynie wtedy, gdy pomiędzy wycenianym przedsięwzięciem (lub jego parametrami) a rynkami finansowymi nie występują żadne istotne korelacje.

Z kolei założenie o kształtowaniu się zmian wartości bieżącej brutto PV zgodnie z procesem stochastycznym niesie ze sobą istotne implikacje w kontekście kalkulacji zmienności. W sytuacji oddziaływania na przedsięwzięcie różnych źródeł niepewności (np. cen, kosztów, wielkości produkcji) niezbędne jest zredukowanie jej do pojedynczego parametru – zmienności skonsolidowanej projektu. Metody określania tej zmienności są wszakże dyskusyjne.

Ponadto założenie o geometrycznym modelu zmian instrumentu bazowego w konsekwencji oznacza, że PV nie może przyjmować wartości ujemnych, co w rzeczywistości nie jest prawdą.

Z przedstawionej powyżej krytyki wynikają wnioski o konieczności istotnych modyfikacji metodycznych algorytmu wyceny opcji, a mianowicie:

- 1) odejście od założenia MAD w sytuacjach, gdy istnieją instrumenty bliźniacze jakichkolwiek parametrów inwestycji,
- 2) utrzymanie założenia MAD wyłącznie w przypadkach, gdy nie ma możliwości zidentyfikowania aktywów bliźniaczych, z dopuszczeniem możliwości zmian PV według arytmetycznego ruchu Browna.

Odstąpienie od założenia MAD, przy pozostawieniu jako właściwego instrumentu bazowego opcji rzeczowych wartości PV, wymaga przetworzenia modelu klasycznego ROA obejmującego:

- 1) bezpośrednie modelowanie parametrów przedsięwzięcia, które mają swoje walory bliźniacze,
- 2) adiustację jego przepływów pieniężnych modelowanymi wartościami,

3) modelowanie (wtórne) wartości PV.

Aktywa modelowane pierwotnie nazwano „referencyjnymi”, a wtórnie – „konsekwentnymi” instrumentami bazowymi. W artykule pokazano, że prawdopodobieństwa neutralne względem ryzyka w gałęziach drzew instrumentu referencyjnego i konsekwentnego nie pokrywają się ze sobą oraz że opcja czekania zmienia strukturę waloru konsekwentnego.

Literatura

- Bachelier L.: *Théorie de la speculation*. Annales Scientifiques de l'Ecole Normale Supérieure 1900, Nr 17.
- Black F., Scholes M.: The Pricing of Options and Corporate Liabilities. „Journal of Political Economy” 1973, No. 81.
- Borison A.: Real Options Analysis: Where Are the Emperor's Clothes? „Journal of Applied Corporate Finance”, Spring 2005, Vol. 17, No. 2.
- Brealey R.A., Myers S.: *Principles of Corporate Finance* (6th edition). Irwin, McGraw-Hill 2000.
- Brennan M.J., Schwartz E.S.: A New Approach to Evaluating Natural Resource Investments. „Midland Corporate Finance Journal” 1985, No. 3.
- Brennan M.J., Schwartz E.S.: Evaluating Natural-Resource Investments. „Journal of Business” 1985, Vol. 58, No. 2.
- Copeland T., Antikarov V.: *Real options. A practitioner's guide*. Texere, New York-London 2001.
- Copeland T., Koller T., Murrin J.: *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd edition). John Wiley and Sons, New York 2000.
- Kendall M.S.: The Analysis of Economic Time Series – Part I: Prices. „Journal of the Royal Statistical Society” 1953, Series A 66.
- Merton R.C.: Theory of Rational Option Pricing. „Bell Journal of Economics and Management Science” 1973, No. 4 (Spring).
- Myers S.C.: Determinants of Capital Borrowing. „Journal of Financial Economics” 1977, Vol. 5, No. 2.
- Mun J.: *Real Options Analysis – Tools and Techniques for Valuing Strategic Investments and Decisions*. Wiley, Hoboken, New Jersey 2006.
- Osborne M.F.M.: Brownian Motion in the Stock Market. „Operations Research” 1959, No. 7.
- Osborne M.F.M.: Periodic Structure in the Brownian Motion of Stock Prices. „Operations Research” 1962, No. 10.

- Paddock J.L., Siegel D.R., Smith J.L.: Option Valuation of Claims on Real Assets: the Case of Offshore Petroleum Leases. „Quarterly Journal of Economics” 1988, Vol. 103, No. 3.
- Pera K., Saługa P.: Estimation of Price Volatility and the Convenience Yield – a Study Based on Zinc and Lead Example. W: Research Papers of Wrocław University of Economics No. 38 – Financial Sciences, 5. Ed. K. Jajuga. Wrocław 2011.
- Roberts H.V.: Stock Market Patterns and Financial Analysis: Methodological Suggestions. „Journal of Finance” 1959, No. 14.
- Saługa P., Grudziński Z.: Określenie zmienności cen i premii z tytułu składowania (convenience yield) dla węgla kamiennego. W: Polityka Energetyczna, tom 12, z. 2/2. IGSMiE PAN, Kraków 2009.
- Saługa P.: Elastyczność decyzyjna w procesach wyceny projektów geologiczno-górnictw. Studia, Rozprawy, Monografie nr 167. IGSMiE PAN, Kraków 2011.
- Samuelson P.A.: A Rational Theory of Warrant Pricing. „Industrial Management Review” 1965, No. 6 (Spring).
- Samuelson P.: Proof that Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly. „Industrial Management Review” 1965.
- Trigeorgis L.: Real Options – Managerial Flexibility and Strategy in Resource Allocation. The MIT Press, Cambridge, London 1996.

ABOUT REFERENTIAL & CONSECUTIVE UNDERLYING INSTRUMENTS OF REAL OPTIONS

Summary

Since 1990s real options analysis (ROA) has been perceived as the alternative to the discounted cash flow method. The ROA approach, enabling more accurate valuation of real assets and formulating reasonable strategy for the companies, has attracted the increased interests not only among the academics but also in the industry. The increase of desirability of the ROA approach is caused not only by pros of the method but also with last modifications in its algorithm that substantially simplify the calculus. The most popular and widespread procedure of the ROA uses gross present value, PV, as the underlying asset of real options. Unfortunately, such approach involves several theoretical problems – the PV usually has not any twin assets that neither would be quoted in stock exchanges nor traded publicly. The paper refers to the mentioned questions concreting the concept of an underlying instrument of real options and demonstrating that the PV asset should be modeled in indirect manner.

O METODYCZNEJ POPRAWNOŚCI WYCENY OBLIGACJI

Wprowadzenie

Przedmiotem opracowania jest metodyka szacowania sprawiedliwej wartości obligacji o stałym oprocentowaniu, generującej m płatności w skali roku ($m > 1$). Inspiracją do bliższego oglądu metodyki wyceny takich obligacji są pewne wątpliwości autora, które nakazują postawić następujące pytanie: Czy proponowane w literaturze przedmiotu rozwiązania metodyczne sprawiedliwej wyceny m kuponowej obligacji są poprawne w stopniu niebudzącym najmniejszych wątpliwości?

Na podstawie logicznego oraz liczbowego wywodu postaram się wykazać, że nie wszystkie aspekty wyceny mogą być potraktowane jako do końca wyjaśnione i niebudzące wątpliwości. Punktem odniesienia do sformułowania własnego poglądu jest sposób wyceny przedmiotowych obligacji prezentowany w wielu podręcznikach i metodykach wyceny.

1. Założenia i hipoteza badawcza

Podstawą analizy jest sama kategoria wartości wewnętrznej obligacji. Przyjmuję, że sprawiedliwa wycena obligacji polega na oszacowaniu jej wewnętrznej wartości na takim poziomie, przy którym strona nabywająca, przetrzymując obligację do terminu jej wykupu, uzyska stopę zwrotu na poziomie przyjętej stopy dyskonta, która staje się stopą zwrotu w okresie do wykupu, czyli stopą YTM. Z kolei strona sprzedająca obligację, angażując inwestycyjnie (na procent również równy YTM) kwotę z tytułu sprzedaży obligacji, uzyska przychód równy po-

tencjalnemu przychodowi, jaki uzyskalaby, przetrzymując tę obligację do terminu jej wykupu.

Wspomniany m -krotny kupon jest – w niniejszym wywodzie – cechą obligacji, która w terminie jej wygaśnięcia zostanie odkupiona po jej cenie nominalnej¹.

Dla tych prostych założeń przyjęto następującą hipotezę: Obligacja kuponowa dla każdego z m kuponów w skali roku, podlegająca sprawiedliwej wycenie, jest tym więcej warta, im większe jest m .

W ujęciu formalnym hipotezę tę można sformułować następująco:

$$PV(BOND_{m=1}) < PV(BOND_{m=2}).$$

Opozycją dla tej hipotezy jest będąca w niniejszym artykule przedmiotem krytyki konstatacja odwrotna, często sugerowana w literaturze przedmiotu, że w warunkach wyceny sprawiedliwej kierunek powyższej nierówności jest odwrotny.

Uprozczone ujęcie przyjętej hipotezy brzmi: obligacja o kuponie rocznym jest mniej warta od obligacji tej samej klasy² o kuponie częstszym niż roczny.

Uogólniony formalny zapis przyjętej hipotezy ma postać:

$$PV(BOND_{m=k}) < PV(BOND_{m=k+1}).$$

2. Wycena obligacji w czasie dyskretnym

Niech przykładowo przedmiotem wyceny będzie obligacja roczna o wartości nominalnej $N = 100$ PLN, oprocentowana nominalnie na $i_k = 5\%$ w skali roku, płatnych na koniec każdego półrocza oraz stopie dyskonta przyjętej na poziomie $r = 10\%$. Dalej wartość bieżąca tej obligacji zostanie porównana do obligacji o tych samych parametrach, ale z kuponem rocznym, płatnym w dniu wykupu obligacji, czyli na koniec okresu jej życia.

W pierwszym podejściu do zagadnienia zostanie oszacowana wartość bieżąca obu obligacji według powszechnie sugerowanego podejścia literaturowego.

¹ Oznacza to, że przedmiotem rozważań nie jest wartość obligacji, np. zerokuponowej, ani również obligacji sprzedawanej z dyskontem.

² Pod pojęciem klasy obligacji – na potrzeby niniejszego artykułu – rozumie się obligacje o tym samym nominale, równym nominalnym oprocentowaniu i takim samym terminie wykupu.

Cechą tego ujęcia jest dyskontowanie nominalu obligacji dokładnie w ten sam sposób, co ostatnich odsetek. Rachunkowo skutkuje to tym, że ostatni składnik ciągu płatności obejmuje ostatnie odsetki oraz nominal obligacji.

Przyjmując za punkt wyjścia powyższe dane liczbowe, zostanie uzasadniona teza, że takie łączne traktowanie ostatnich odsetek i nominalu jest dopuszczalne tylko dla obligacji o kuponie rocznym ($m = 1$), zaś niedopuszczalne dla obligacji o kuponie częstszym niż roczny ($m > 1$).

Podstawowy wzór wyceny obligacji o kuponie rocznym ma postać:

$$v = \sum_{t=1}^n \frac{K_t}{(1+r)^t} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad (1)$$

gdzie kupon roczny wynosi $K_t = Ni_k$.

Dla danych przedstawionych powyżej bieżąca wartość obligacji o rocznym kuponie wynosi 95,45 PLN:

$$V = \frac{5}{1,1} + \frac{100}{1,1} = \frac{105}{1,1} = 95,454.$$

Dla dalszych rozważań istotne jest rozdzielenie bieżącej wartości odsetek ($PV(K_t) = 4,54$ PLN) oraz nominalu ($PV(N) = 90,909$ PLN).

Z kolei w literaturze sugeruje się, aby obligacja o kuponie częstszym niż roczny podlegała wycenie według wzoru:

$$V = \sum_{t=1}^{mn} \frac{\frac{i_k}{m} N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^t} + \frac{N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}}. \quad (2)$$

Dla metodycznie poprawnego oszacowania wartości wewnętrznej takiej obligacji należy uwzględnić, że w istocie jest to obligacja dwuokresowa, przy czym jeden okres jest zdefiniowany jako półrocze. Inwestor otrzyma zatem na koniec pierwszego okresu (półrocza) połowę rocznych odsetek (w analizowanym przykładzie 2,50 PLN) oraz w terminie wykupu obligacji (czyli po roku) drugą połowę odsetek i zwrot nominalu obligacji. Stosując powyższy wzór, otrzymuje się bieżącą wartość obligacji na poziomie 95,35 PLN, czyli mniejszą od obligacji o kuponie rocznym (95,45 PLN).

$$V = \frac{2,5}{1,05} + \frac{2,5}{1,05^2} + \frac{100}{1,05^2} = \frac{2,5}{1,05} + \frac{102,50}{1,1025} = 95,351 \text{ PLN}.$$

Wewnętrzny skład wartości 95,35 PLN tworzą bieżąca wartość odsetek 4,65 PLN oraz wartość bieżąca nominału 90,70 PLN. Zestawiając te liczby z ich odpowiednikami dla obligacji o kuponie rocznym łatwo zauważyć, że bieżąca wartość odsetek wzrosła z poziomu 4,54 do 4,65 PLN, natomiast bieżąca wartość nominału obligacji spadła z poziomu 90,90 do 90,70 PLN. Dalej należy zauważyć, że wzrost wartości odsetek jest mniejszy niż spadek wartości nominału, zatem wartość bieżąca obligacji o kuponie półrocznym jest niższa od wartości obligacji o kuponie rocznym.

Powyższe obliczenia, aczkolwiek zgodne z przedstawionym wzorem (2), doprowadziły w konsekwencji do fałszywych wyników, są zatem moim zdaniem nie do końca poprawne.

Owa metodyczna niepoprawność dotyczy sposobu szacowania bieżącej wartości nominału obligacji. Stawiając proste pytanie, czy lepiej otrzymać po roku 5 PLN, czy też po półroczu 2,5 oraz po kolejnym półroczu drugie 2,50 PLN, odpowiedź nawet intuicyjna przemawia na korzyść tej drugiej możliwości³. Otrzymując bowiem 2,50 PLN po półroczu, można tę kwotę na drugie półrocze inwestycyjnie zaangażować, otrzymawszy w sumie po roku kwotę większą niż 5 PLN. Zakładając, że stopa dyskonta jest stopą reinwestycji, końcowa wartość dwukrotnej płatności po 2,50 PLN wynosi 5,125 PLN⁴. Dla rozważanego przypadku obligacji jest to zawarte w większej wartości bieżącej odsetek płatnych co pół roku względem odsetek rocznych. Zatem w tej części przytoczony powyżej wzór (2) poprawnie oddaje bieżącą wartość odsetek.

Inaczej zagadnienie wygląda od strony analizy bieżącej wartości nominału obligacji. Przy zastosowaniu dalej wzoru (2), bieżąca wartość nominału obligacji o kuponie rocznym jest wyższa od wartości obligacji o kuponie półrocznym⁵. Powstaje pytanie: czy taka nierówność jest uzasadniona? Czy zasadne jest dla obligacji o kuponie częstszym niż roczny dyskontowanie nominału obligacji tym samym współczynnikiem dyskonta, jakim dyskontuje się odsetki ostatniego okresu?

Niniejszy artykuł jest próbą uzasadnienia tezy, że jest to ujęcie niepoprawne, bowiem nadmiernie deprecjonujące wartość nominału obligacji. W konsekwencji

³ Dodatkowo zakładam, że stopa kuponu jest niższa od stopy dyskonta ($i_k < YTM$). Ten kierunek relacji jest częsty i uzasadniony chociażby z tego względu, że obligacje jako instrumenty o stałym i stosunkowo pewnym dochodzie są z reguły oprocentowane niżej niż średnia rynkowa stopa zwrotu, a obligacje skarbowe determinują stopę wolną od ryzyka. Dla odwrotnej relacji pomiędzy stopą kuponu a stopą dyskonta kierunek zmiany wartości obligacji powinien być odwrotny.

⁴ Zakładając warunki kapitalizacji dyskretniej, jednokrotnej w półroczu. Przypadek kapitalizacji ciągłej jest omówiony w dalszej części artykułu. Zostanie wykazane, że zastosowanie dyskonta ciągłego powoduje, iż logika powyższych wzorów zmienia się i wyniki stają się poprawne.

⁵ Dla kuponu rocznego otrzymujemy: $100/1,1 = 90,91$ PLN a dla kuponu półrocznego wartość bieżąca nominału przy użyciu wzoru (2) daje: $100/(1+0,1/2)^2 = 90,70$ PLN.

prowadzi to do sytuacji, w której obligacja o nominale N będzie miała tym niższą wartość bieżącą, im częstszy jest kupon obligacji. Dla przykładowego poziomu nominalu 100 PLN i stopy dyskonta 10% tendencję zmiany wartości nominalu w zależności od krotności wypłaty odsetek prezentuje tabela 1.

Tabela 1

Bieżąca wartość nominalu obligacji w zależności od krotności wypłaty odsetek

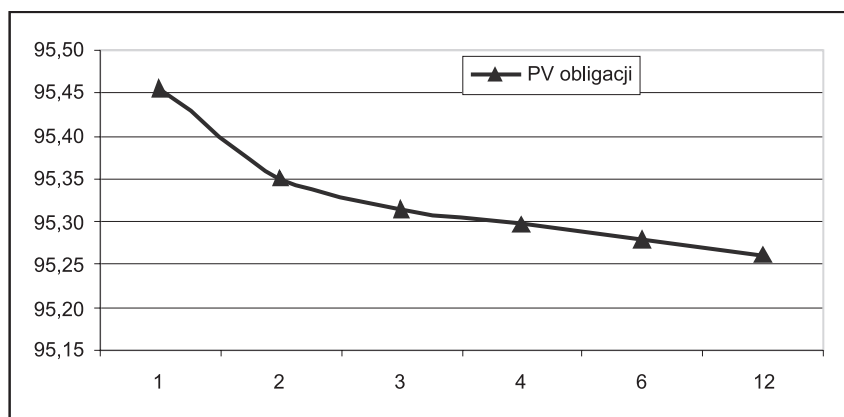
m	1	2	3	4	6	12
PV(N)	90,91	90,70	90,63	90,60	90,56	90,52
różnica	0,00	0,21	0,28	0,31	0,35	0,39

Różnica pomiędzy bieżącą wartością nominalu dla $m = 1$ a każdym kolejnym rosnącym m zwiększa się. Skutkiem takiego podejścia do wyceny obligacja będzie posiadała tym mniejszą wartość, im częstszy jest kupon, ponieważ wzrost bieżącej wartości odsetek jest mniejszy niż spadek bieżącej wartości nominalu. Całkowitą wartość bieżącą obligacji o różnej częstotliwości wypłaty odsetek prezentuje tabela 2 oraz rys. 1.

Tabela 2

Całkowita bieżąca wartość obligacji w zależności od krotności wypłaty odsetek

m	1	2	3	4	6	12
PV(N)	90,91	90,70	90,63	90,60	90,56	90,52
PV(K)	4,55	4,65	4,68	4,70	4,72	4,74
V	95,45	95,35	95,32	95,30	95,28	95,26



Rys. 1. Spadek wartości bieżącej obligacji dla rosnącej krotności wypłaty odsetek w ujęciu wzoru (2)

Powyższe relacje wartości sugerują, że inwestor otrzymujący w skali roku dwa razy kupon odsetkowy powinien oczekiwać niższej wartości rynkowej obligacji względem innej obligacji, która posiada te same wartości nominalu i oprocentowania, ale z kuponem rocznym. Trudno z takim poglądem się zgodzić, choćby z tego względu, że przy równej nominalnej wartości odsetek inwestor jest w tym lepszym położeniu, im wcześniej otrzyma część rocznych odsetek, ponieważ te mogą być reinwestowane do terminu wykupu obligacji i być tym samym źródłem dodatkowych dochodów, których obligacja o kuponie rocznym nie generuje¹.

Tendencja powinna zatem być odwrotna: rynkowa (bieżąca) wartość obligacji powinna być tym wyższa (a nie niższa), im częściej wypłacane są części rocznego kuponu.

Co jest zatem powodem tej odwrotnej proporcji? Otóż, zdaniem autora, błąd takiego podejścia metodycznego tkwi, jak już powyżej wskazano, w sposobie dyskontowania nominalu obligacji kuponowej dla każdego $m > 1$. Trzeba zauważyć, że dowolna kwota nominalu obligacji możliwa do odzyskania po określonym czasie posiada wartość bieżącą mniejszą od samego nominalu, ale jest to zależne wyłącznie od przedziału czasowego, jaki pozostaje do terminu wykupu oraz stopy dyskonta, lecz nie powinno zależeć od towarzyszącej obligacji krotności wypłaty odsetek, a nawet od tego, czy te odsetki w ogóle występują. Przykładowo bieżąca wartość 100 PLN, jakie inwestor bez ryzyka otrzyma za rok, nie zależy od tego, czy 100 PLN jest nominalem obligacji o kuponie rocznym czy półrocznym. W obu przypadkach inwestor po roku uzyska 100 PLN, zatem bieżąca wartość tej kwoty musi być taka sama².

Metodycznym rozwiązaniem prowadzącym do korekty kierunku zależności, powodującym że obligacja tej samej klasy ma tym wyższą wartość bieżącą, im wyższy jest kupon obligacji, jest dyskontowanie nominalu obligacji zawsze w ten sam sposób, zawsze dyskontem rocznym. Chodzi zatem o rachunkowe oddzielenie dyskontowania ostatniego kuponu od dyskontowania nominalu obligacji.

Formalny zapis wzoru na bieżącą wartość obligacji z kuponem rocznym pozostaje bez zmian (tak jak wzór 1), natomiast wartość bieżąca obligacji dla każdego $m > 1$ powinna być szacowana według wzoru:

¹ W tym przypadku również przy założeniu, że stopa kuponu jest niższa od stopy reinwestycji kuponu.

² Oczywiście założeniem jest tutaj brak ryzyka niewypłacalności, które może towarzyszyć obligacji, jednak i ten czynnik dla tej samej klasy obligacji nie powoduje różnicowania bieżącej wartości nominalu. Gdyby zwrot nominalu nie był pewny, to wyższa byłaby roczna stopa dyskonta, ale znów taka sama dla każdego m .

$$V = \sum_{t=1}^{mn} \frac{\frac{i_k}{m} N}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^t} + \frac{N}{(1+r)^n} \quad (3)$$

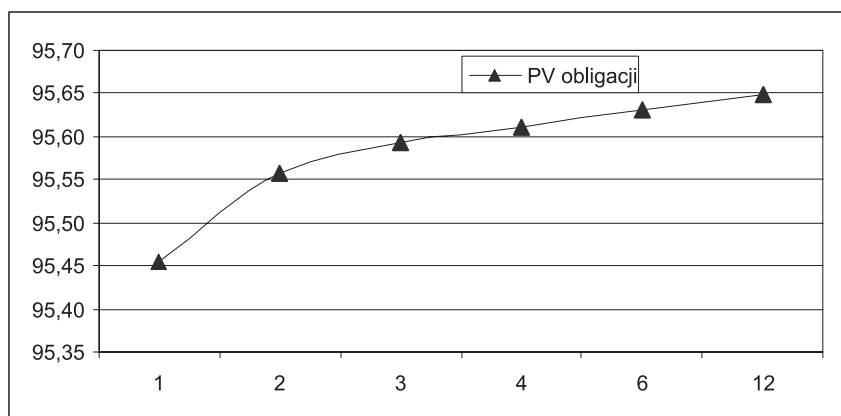
Dla rozważanego przykładu uzyskuje się następujące PV obligacji (tabela 3):

Tabela 3

Wartość obligacji w warunkach dyskontowania nominalu dyskontem rocznym

m	1	2	3	4	6	12
PV(N)	90,91	90,91	90,91	90,91	90,91	90,91
PV(K)	4,55	4,65	4,68	4,70	4,72	4,74
V	95,45	95,56	95,59	95,61	95,63	95,65

Graficzne ujęcie zmiany wartości obligacji wskazuje na odmienny względem wcześniejszego kierunek zmian wartości:



Rys. 2. Wzrost wartości bieżącej obligacji dla rosnącej krotności wypłaty odsetek w ujęciu wzoru (3)

Zdaniem autora ta wzrostowa tendencja wartości obligacji jest poprawna i logiczna, bowiem inwestor jest w tym lepszym położeniu, im wcześniej otrzyma odsetki (*ceteris paribus*), zatem dla zachowania takiej samej rentowności obligacji (takiej samej stopy YTM) cena rynkowa obligacji musi być tym wyższa, im częstszy jest kupon. Ten warunek jest spełniony w postulowanym wzorze (3).

3. Wycena obligacji w czasie ciągłym

Podstawowa różnica dyskontowania ciągłego względem dyskretnego polega na istnieniu założenia o możliwości ciągłej kapitalizacji dyspozycyjnego kapitału. Tym samym w warunkach spełnienia tego założenia deprecjacja pieniądza w czasie jest silniejsza względem dyskonta dyskretnego, a współczynnik dyskonta przybiera postać e^{-rt} .

Trzeba też odpowiedzieć na pytanie, czego zastosowanie dyskonta ciągłego w wycenie obligacji nie zmienia, tym bardziej że odpowiedź na nie determinuje dalszy wywód. Otóż, bez względu na sposób dyskontowania, kierunek zmiany wartości pieniądza w czasie musi być taki sam, zmienne jest jedynie tempo tej zmienności. Innymi słowy, jeżeli ciąg określonych wartości zdyskontowanych w sposób dyskretny jest rosnący, to ten sam ciąg zdyskontowany w sposób ciągły również jest rosnący, aczkolwiek przy mniejszych wartościach. Kierunek zmian pozostaje taki sam.

W zakresie wyceny obligacji oznacza to, że dyskontowanie obligacji dyskontem ciągłym powinno spowodować, że ich bieżące wartości będą każdorazowo nieco niższe, jednak kierunek zmian wartości pod wpływem rosnącej częstotliwości wypłaty odsetek powinien być taki sam. Zmiana dyskonta jest zmianą narzędzia, a nie zmianą filozofii wyceny, zatem zależności muszą pozostać takie same. Warto zatem sprawdzić, jak zmieni się wnioskowanie o poziomie wartości m kuponowej obligacji w warunkach jej wyceny wykorzystującej dyskonto ciągłe.

Zostanie tym samym poniżej wykazane, że kierunek zmiany wartości PV obligacji jest taki sam, jak dla zaproponowanej modyfikacji wzoru na wycenę obligacji (wzór 3), zatem odwrotny względem wzoru (2), który został poddany metodycznej krytyce.

Tym samym uznaję, że zgodność postulowanego ujęcia wyceny dyskretniej i ciągłej, przy niezgodności wcześniejszego ujęcia, jest kolejną przesłanką uzasadniającą tę metodyczną modyfikację. Ponieważ o kierunku zmiany wartości można mówić dla ciągu obserwacji, przedmiotem analizy będzie teraz obligacja kuponowa, dla której $m > 1$.

Wzór na bieżącą wartość m kuponowej obligacji, będący jedynie alternatywnym ujęciem wzoru (2) do postaci z dyskontem ciągłym, ma teraz postać:

$$V = \sum_{t=1}^{mn} \frac{\frac{i_t}{m} N}{e^{\frac{rt}{m}}} + \frac{N}{e^{\frac{r mn}{m}}} = \sum_{t=1}^{mn} \frac{\frac{i_k}{m} N}{e^{\frac{rt}{m}}} + \frac{N}{e^{rm}}. \quad (4)$$

Oczywiście dla kuponu rocznego ($m = 1$) wzór ten również jest prawdziwy, jedynie ulega uproszczeniu do postaci:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{i_k N}{e^{rt}} + \frac{N}{e^{rn}}. \quad (5)$$

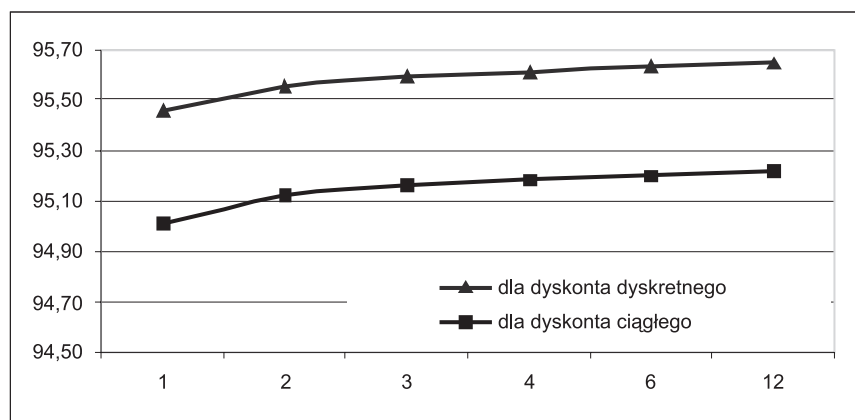
Weryfikacja tych zapisów na danych liczbowych, tych samych jak dla warunków wyceny dyskretniej, daje dla różnych rosnących wartości m następujące wyniki (tabela 4):

Tabela 4

Wycena obligacji w warunkach dyskonta ciągłego

m	1	2	3	4	6	12
PV(N)	90,48	90,48	90,48	90,48	90,48	90,48
PV(K)	4,52	4,64	4,68	4,70	4,72	4,74
V	95,01	95,12	95,16	95,18	95,20	95,22

Z wyników wyceny widać, że dla czasu ciągłego kierunek zmian wartości obligacji jest taki sam, jak dla proponowanej modyfikacji dla czasu dyskretnego. Graficzne porównanie owej zgodności prezentuje rys. 3, na którym górna funkcja jest wartością obligacji obliczoną według propozycji zmienionej formuły zaprezentowanej jako wzór (3), a dolna funkcja jest wartością tej samej obligacji dyskontowanej w sposób ciągły według wzoru (4).



Rys. 3. Bieżąca wartość obligacji przy dwóch sposobach dyskontowania

Ponieważ tym samym kierunek zmian wartości obligacji jest teraz odwrotny niż dla wzoru (2), a zbliżony z postulowanym wzorem (3), należy uznać, że sugerowana modyfikacja w sposobie wyceny jest poprawna. Warto dla uzupełnienia

wyvodu przypomnieć, że wzory (4) oraz (5) są jedynie innymi zapisami wzoru (2), z których jednoznacznie wynika, że bieżąca wartość nominału obligacji nie powinna zależeć od częstości wypłacania odsetek.

Podsumowanie

Jak wykazano w treści, problematyka wyceny instrumentów finansowych nie należy do zagadnień rozpoznanych ostatecznie i do końca. Instrumenty o stałym dochodzie, które traktuje się jako łatwiejsze do wyceny, pozostawiają nadal pewien margines nieścisłości.

Zasadniczym wnioskiem płynącym z przedstawionej analizy jest postulat zmiany podejścia do wyceny obligacji kuponowej. O ile sama filozofia, idea wyceny polegającej na sumowaniu zdyskontowanych strumieni przyszłych przepływów pieniężnych nie budzi wątpliwości, o tyle już sam sposób dyskontowania nie jest tak jednoznaczny. W artykule wykazano, że nominal obligacji o kuponie częstszym niż roczny nie powinien być dyskontowany w ten sam sposób, jak ostatni kupon. Taki sposób ujęcia jest właściwy jedynie dla obligacji o kuponie rocznym.

Dalej wykazano, że kierunek zmiany bieżącej wartości obligacji przy rosnącej liczbie kuponów w roku jest odmienny od tego, jaki uzyskuje się, wyceniając obligacje metodą dyskontowania nominału w sposób analogiczny jak ostatnie odsetki. Konsekwencją postulowanej zmiany jest rosnąca wartość bieżąca obligacji wraz z rosnącą częstotliwością wypłaty odsetek, co jest zgodne z logiką zmiennej wartości pieniądza w czasie oraz samej wartości bieżącej.

Wzmocnieniem przytoczonej w artykule argumentacji jest przeprowadzona wycena obligacji z zastosowaniem dyskonta ciągłego. Okazało się, że również dla tego sposobu dyskontowania wzrost częstości wypłaty odsetek powoduje wzrost bieżącej wartości obligacji, i co ważniejsze, bez względu na to, czy do wyceny używa się podejścia standardowego, dotychczasowego, czy też zaproponowanego w tym artykule. Ponieważ kierunek zmiany wartości jest dla ciągłego dyskonta taki sam, jak w zaproponowanym podejściu, uznaję, że hipoteza postawiona na początku tego artykułu została należycie uzasadniona.

THE METHODICAL CORRECTNESS OF BONDS EVALUATION

Summary

The article concentrates on the issue of estimating the present, fair value of coupon bonds. The author takes under consideration comparison of the present value of bonds with the same face value, the same coupon yield but different interest payment frequencies. It has been shown that the commonly proposed methods lead to erroneous measurement results. Therefore, a modification in the methodology of the coupon bonds valuation was proposed. The modification concerns a different way of discounting the bond face value. The analysis was performed for the discrete and continuous time evaluation.

POPRAWNOŚĆ WYCENY FUNDUSZU ETF REPLIKUJĄCEGO INDEKS WIG20

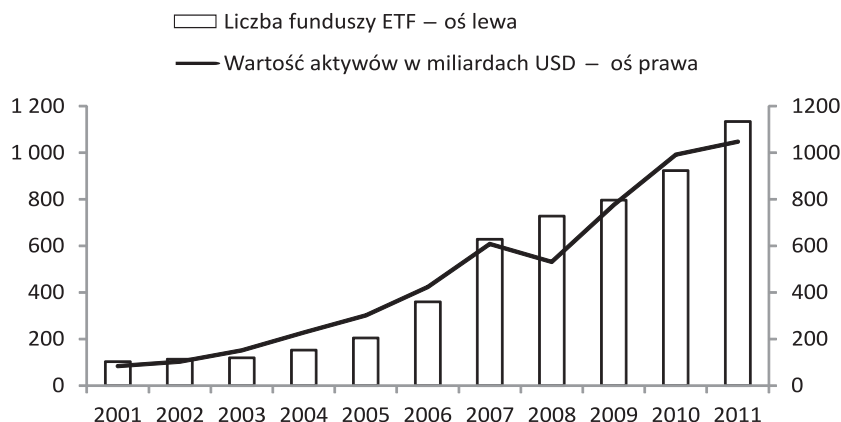
Wprowadzenie

Fundusze ETF to otwarte fundusze inwestycyjne, których celem jest odwzorowanie ruchów wybranych indeksów. Stanowią one atrakcyjną alternatywę dla tradycyjnych funduszy inwestycyjnych, do czego przyczynia się wiele ich zalet. W tym kontekście należy wymienić: niższy poziom kosztów administracyjnych i opłat manipulacyjnych związany z pasywnym charakterem funduszu, większą płynność będącą pochodną dopuszczenia funduszu do obrotu giełdowego, jak również możliwość łatwej dywersyfikacji portfela i uwzględnienia w nim specyficznych klas aktywów¹.

Wszystkie wymienione cechy przyczyniają się do gwałtownego wzrostu popularności tych rozwiązań i dynamicznego rozwoju tego segmentu rynku finansowego. Tendencję tę potwierdza wzrost liczby funduszy ETF w Stanach Zjednoczonych w skali ostatnich dziesięciu lat. W 2001 roku istniały w tym kraju 102 fundusze ETF² o łącznej wartości aktywów wynoszącej 83 mld USD. Pod koniec 2011 roku liczba ta sięgała 1134, a kwota ulokowanych w nich aktywów wyniosła 1,048 bln USD. Pod względem liczby funduszy nastąpił więc ponaddziesięciokrotny wzrost, a aktywa powiększyły się w tym samym czasie jedenastokrotnie. Omawiane statystyki przedstawiono na rys. 1.

¹ R.A. Ferri: The ETF Book. All You Need to Know About Exchange-Traded Funds. John Wiley & Sons, Canada 2008, s. 25.

² Dane pochodzą z raportu 2012 Investment Company Fact Book, sporządzonego przez Investment Company Institute.



Rys. 1. Wzrost liczby funduszy ETF i wartości ich aktywów w Stanach Zjednoczonych

Źródło: Investment Company Institute: 2012 Investment Company Fact Book. 52nd Edition.

Na polskim rynku finansowym dostępne są trzy fundusze typu ETF, wprowadzone do obrotu przez spółkę Lyxor Asset Management, należącą do francuskiej grupy Societe Generale. Replikują one ruchy polskiego indeksu WIG20, amerykańskiego indeksu S&P500 oraz niemieckiego indeksu DAX. Walutą bazową funduszy naśladujących ruchy indeksów zagranicznych jest euro, więc inwestycja w te rozwiązania związana jest z ryzykiem walutowym.

Przedmiotem zainteresowań poniższego artykułu jest poprawność wyceny funduszu replikującego indeks dwudziestu największych spółek w Polsce. Forma prawna tego rozwiązania została zorganizowana w postaci subfunduszu³ wydzielonego z funduszu Multi Units Luxembourg. Jego skrócona nazwa to ETFW20L, a wprowadzenie do obrotu giełdowego nastąpiło w dniu 22 września 2010 roku. Wartość tego funduszu powinna oscylować wokół 1/10 wartości indeksu WIG20 i wzrastać wraz z jego przyrostem.

W analizie wykorzystano dane od momentu wprowadzenia funduszu do obrotu aż do końca 2012 roku. Pierwotnym źródłem danych była strona internetowa Lyxor Asset Management. Wartości tam zamieszczone zweryfikowano, a w razie konieczności skorygowano, z informacjami udostępnionymi na stronie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

³ Prospekt emisyjny Multi Units Luxembourg, grudzień 2011.

3. Specyfika wyceny funduszy ETF

Fundusze ETF to rozwiązania, których proces wyceny charakteryzuje się swoistą dwoistością. Dualny charakter wyceny jest prostą konsekwencją możliwości nabycia i sprzedaży jednostek tego typu funduszy. Proces ten pierwotnie przebiega w ramach instytucji tworzącej fundusz, a następnie jego jednostki wprowadzane są do obrotu giełdowego.

Pierwszy ze sposobów nabycia jednostek funduszu ETF przeznaczony jest dla inwestorów dokonujących transakcji o bardzo dużej wartości. W tym procesie¹ fundusz kreuje jednostki uczestnictwa w zamian za przekazanie mu przez inwestora określonego pakietu akcji o ściśle ustalonych proporcjach. Podmiot po prostu wymienia posiadane przez siebie akcje na jednostki uczestnictwa funduszu. W podobny sposób przebiega umorzenie jednostek. Inwestor chcący odzyskać swój pierwotny pakiet akcji przekazuje do funduszu jego jednostki. Z racji wysokiej wartości transakcji ten sposób nabycia jednostek funduszu wykorzystują duże podmioty instytucjonalne.

Drugim sposobem uzyskania jednostek funduszu jest ich zakup na rynku giełdowym. Podmioty instytucjonalne, które pełnią rolę animatora rynku, zobowiązane są do stałego oferowania możliwości zakupu i zbycia jednostek funduszu. Dodatkowo inwestorzy, którzy wcześniej nabyli jednostki bezpośrednio w ramach funduszu, również mogą wprowadzić je do obrotu giełdowego. W tej procedurze wartość transakcji jest zdecydowanie mniejsza, co w większym stopniu umożliwia zakup jednostek funduszu inwestorom indywidualnym.

Dwoistość procesu nabywania i umarzania jednostek funduszu prowadzi do ustalenia się dwóch cen tego samego instrumentu finansowego. Pierwszą jest wartość aktywów netto na jednostkę funduszu, publikowana każdego dnia sesyjnego. Po tej cenie możliwe jest nabycie jednostek bezpośrednio w ramach funduszu, co uwiadamia analogię do rozwiązań stosowanych przy zakupie jednostek uczestnictwa tradycyjnych otwartych funduszy inwestycyjnych.

Druga cena notowana jest na rynku giełdowym i podlega wahaniom w związku ze zmianami popytu i podaży. Teoretycznie cena na giełdzie nie powinna odbiegać od wartości aktywów netto na jednostkę, jednakże w praktyce często notuje się odstępstwa od tej zasady. Możliwa jest bowiem sytuacja, w której cena na giełdzie przewyższa wartość aktywów netto na jednostkę, czyli zawiera w sobie pewną premię. W odwrotnym przypadku cena giełdowa cechuje się dyskontem w stosunku do tej wartości.

¹ K. Gabryelczyk: *Exchange Traded Funds*. W: *Private Asset and Wealth Management*. Red. K. Gabryelczyk. C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 231.

Z racji występowania różnic w cenach istnieje naturalna możliwość przeprowadzenia arbitrażu², który powinien doprowadzić do zbieżności ceny na rynku giełdowym i wartości aktywów netto na jednostkę. W sytuacji, w której cena giełdowa notowana jest z premią, inwestor może wymienić pakiet akcji na jednostki bezpośrednio w ramach funduszu i sprzedać je po wyższej cenie na giełdzie. Jeśli cena giełdowa charakteryzuje się dyskontem w stosunku do wartości aktywów netto na jednostkę, inwestor może umorzyć jednostki w ramach funduszu i odzyskać pakiet akcji o wyższej wartości.

W praktyce istnieją jednak pewne ograniczenia³, związane z kosztami występującymi w trakcie kreowania i umarzenia jednostek bezpośrednio w funduszu, które limitują możliwość wykonywania arbitrażu. Z racji dodatkowych kosztów nie każde odchylenie cen jest korygowane, co powoduje, że cena notowana na giełdzie zwyczajowo różni się od wartości aktywów netto na jednostkę.

W literaturze przedmiotu⁴ badano również inne źródła powstających różnic w cenach. Poza ograniczeniem możliwości stosowania arbitrażu, do możliwych czynników mających wpływ na wielkość odchyleń zaliczono:

1. Zaburzenia w funkcjonowaniu rynku.
2. Nieaktualność cen, czyli sytuację, w której ceny rynkowe nie oddają w pełni wszystkich dostępnych informacji.
3. Oczekiwania inwestorów co do wypłaty dywidendy przez fundusz.
4. Posiadanie w portfelu funduszu pozycji niezwiązanych z replikowanym indeksem.

W części analitycznej artykułu zbadano występujące odchylenia od wartości aktywów netto na jednostkę funduszu. Poza tym analizie podlegał czas potrzebny do skorygowania powstałych odchyleń i sposób, w jaki korekta ta nastąpiła.

4. Poprawność wyceny funduszu replikującego indeks WIG20

Aby zweryfikować pojawiające się odchylenia ceny giełdowej jednostki funduszu w stosunku do wartości aktywów netto na jednostkę, wykorzystano noto-

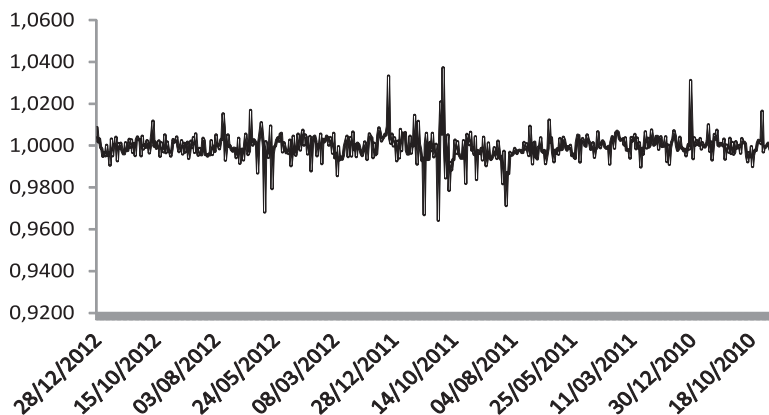
² Ibid., s. 234.

³ W przypadku analizowanego funduszu replikującego ruch indeksu WIG20 na rynku pierwotnym występują opłaty początkowe i końcowe, związane z przeprowadzeniem inwestycji. Zgodnie z informacjami zawartymi w prospekcie, ich wysokość została ustalona na takim samym poziomie, wynoszącym od 50 000 EUR do 5% wartości aktywów netto na jednostkę uczestnictwa za każde zlecenie subskrypcji.

⁴ R. Engle, D. Sarkar: Premiums-Discounts and Exchange-Traded Funds. The Journal of Derivatives 36, Summer 2006, s. 27-45.

wania dzienne od momentu wprowadzenia funduszu do obrotu (22 września 2010 roku) do końca 2012 roku. W konsekwencji otrzymano 569 obserwacji.

Na początku analizy zdefiniowano pojawiające się odchylenia jako iloraz giełdowej ceny zamknięcia jednostki funduszu i obliczonej w tym dniu wartości aktywów netto na jednostkę. Wartość tego wskaźnika poniżej jedności oznacza, że cena rynkowa była zaniżona w stosunku do wartości aktywów (dyskonto). Wartość większa od jedności wskazuje na premię. Graficzną ilustrację pojawiających się odchyleń przedstawia rys. 2.



Rys. 2. Przebieg odchyleń od wartości aktywów netto na jednostkę

Podstawowe własności pojawiających się odchyleń zestawiono w tabeli 1.

Tabela 1

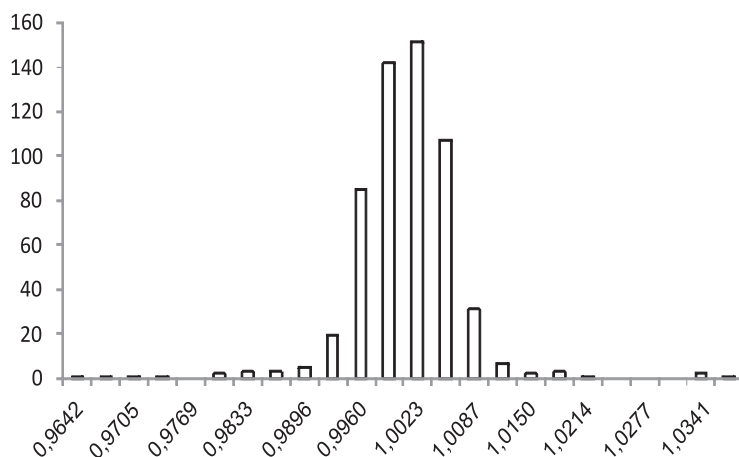
Analiza statystyczna odchyleń

Liczba obserwacji z premią	305
Liczba obserwacji z dyskontem	264
Średnia premia	1,0038
Średnie dyskonto	0,9957
Średnia różnica w stosunku do wartości aktywów netto na jednostkę	0,9994
Odchylenie standardowe dziennych różnic	0,0061
Maksymalna premia	1,0373
Maksymalne dyskonto	0,9642

W analizowanym okresie, w przypadku premii, średnie odchylenie *in plus* od wartości aktywów netto na jednostkę wynosiło 38 punktów bazowych. W ramach dyskonta cena rynkowa była średnio zaniżona o 43 punkty bazowe. Mimo częstszego występowania premii, dzienna cena notowana na giełdzie była niedoszacowana w całym okresie o średnio 6 punktów bazowych, przy odchyleniu standar-

dowym wynoszącym 0,61%. Maksymalna zanotowana premia wyniosła 1,0373, co stanowi odchylenie od parytetu o 3,73%. Z drugiej strony maksymalne dyskonto wynosiło 0,9642, czyli w ujęciu procentowym 3,58%.

Analizując uzyskane odchylenia można zauważyć, że ich rozkład nie odbiega znacząco od typowego rozkładu normalnego, co ilustruje rys. 3.



Rys. 3. Rozkład odchyleń od wartości aktywów netto na jednostkę

Aby uzyskać dokładniejszą informację o skali i strukturze pojawiających się odchyleń, podzielono zbiór danych na dziewięć percentyli. Uzyskane wyniki przedstawiono w tabeli 2.

Tabela 2

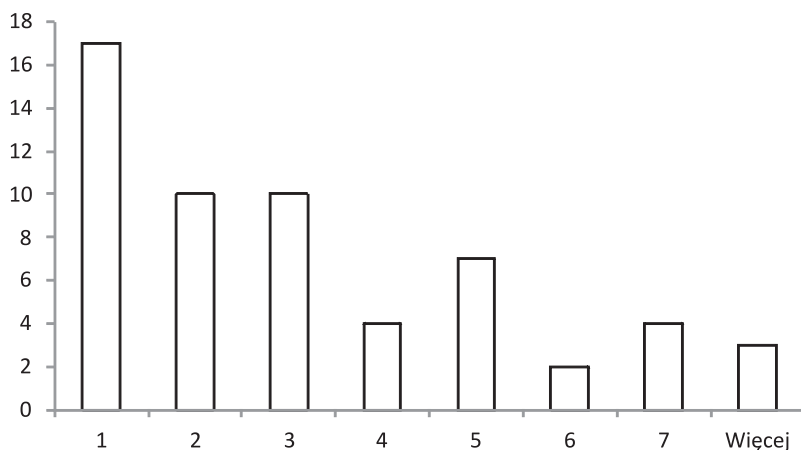
Analiza skali i struktury odchyleń

Percentyl	Odchylenie	Różnica w stosunku do parytetu
0,1	0,9940	-0,60%
0,2	0,9958	-0,42%
0,3	0,9973	-0,27%
0,4	0,9985	-0,15%
0,5	0,9996	-0,04%
0,6	1,0008	0,08%
0,7	1,0018	0,18%
0,8	1,0034	0,34%
0,9	1,0051	0,51%

Zdecydowana większość odchyleń ceny funduszu od wartości aktywów netto na jednostkę zawiera się w przedziale od -0,15% do 0,08%. Analizując wartości skrajne można zauważyć, że 10% różnic odchyła się *in minus* od parytetu o ponad

0,60%. Z kolei w przypadku odchyleń *in plus* 10% premii jest przewartościowa-
na w stosunku do parytetu o ponad 0,51%.

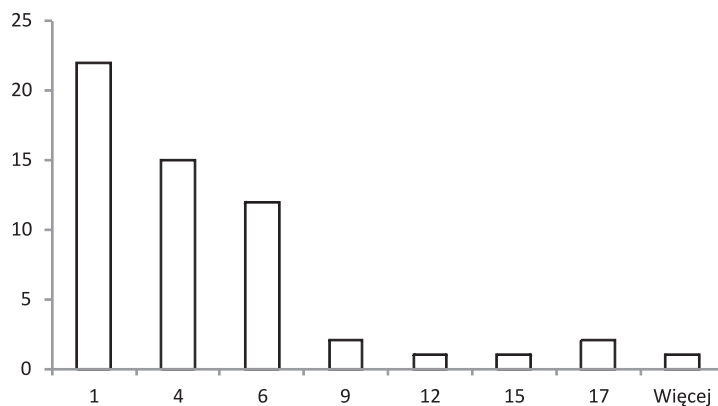
W celu ustalenia czasu potrzebnego na korektę pojawiających się różnic
poddano analizie wartości zawarte w percentylu rzędu 0,1 i wykraczające poza
percentyl rzędu 0,9. Przedmiotem badania była liczba dni, po upływie których
rozpatrywane odchylenia zostały na tyle zniwelowane, by można je było zakla-
syfikować do najczęściej pojawiających się obserwacji (percentyle rzędu od 0,4
do 0,6). Rys. 4 przedstawia rozkład liczby dni, które musiały upłynąć, by nastąpi-
ła korekta odchylenia w przypadku obserwacji charakteryzujących się dyskontem
do parytetu o ponad 0,6%.



Rys. 4. Liczba dni wymaganych do zniwelowania odchyleń (dyskonto)

Średnia ilość czasu potrzebna do zniwelowania powstałych odchyleń wy-
nosi ok. 3 dni (dokładnie 3,19). Można zauważyć, że korekta zachodzi stosun-
kowo szybko (najwięcej odchyleń jest korygowanych po upływie jednego dnia).
W skrajnym przypadku musiało upłynąć 8 dni, zanim powstałe dyskonto uległo
wyrównaniu.

W przypadku premii sytuacja nie jest do końca analogiczna. Średni czas po-
trzebny do korekty odchyleń jest dłuższy (3,70 dnia) oraz występuje zdecydowa-
nie więcej obserwacji skrajnych, w których odstępstwo od wartości aktywów net-
to na jednostkę utrzymuje się przez kilkanaście dni. Można więc stwierdzić, że
w przypadku wysokich premii potrzeba zdecydowanie więcej czasu na zniwelowa-
nie odchyleń, a cena jednostki funduszu charakteryzuje się pewną „skłonno-
ścią” do przewartościowania względem wartości aktywów netto na jednostkę. Po-
wyższe kwestie zilustrowano na rys. 5.



Rys. 5. Liczba dni wymaganych do zniwelowania odchyleń (premii)

Aby zbadać sposób, w jaki powstałe silne odchylenia są korygowane, dokonano dekompozycji stopy zwrotu na dwa elementy – stopę zwrotu „przez noc”, do obliczenia której wykorzystano cenę otwarcia dnia następnego i cenę zamknięcia dnia poprzedzającego oraz stopę zwrotu „przez dzień”, liczoną na podstawie ceny zamknięcia i ceny otwarcia dnia bieżącego. Tym sposobem z analizowanego zbioru obserwacji uzyskano 567 dziennych stóp zwrotu „przez noc” i 569 dziennych stóp zwrotu „przez dzień”. Okazało się, że średnia dzienna stopa zwrotu „przez noc” wynosi 0,27%, a średnia dzienna stopa zwrotu „przez dzień” przyjmuje wartości ujemne (-0,25%). Sugeruje to, że wzrost wartości jednostki funduszu odbywa się głównie dzięki wzrostowi „przez noc”, czyli większej cenie otwarcia, w porównaniu do ceny zamknięcia dnia poprzedniego. W trakcie sesji giełdowej jednostka funduszu, średnio rzecz biorąc, z dnia na dzień traciła na wartości.

W celu przeanalizowania sposobu korygowania silnego dyskonta ceny jednostki funduszu w stosunku do wartości aktywów netto na jednostkę sprawdzono kształtowanie się dziennych stóp zwrotu „przez noc” i „przez dzień” w kolejnych pięciu dniach od zanotowania odchylenia. W przypadku obserwacji wyodrębnionych przez percentyl rzędu 0,1 zanotowano 57 takich odchyleń. Średnie dzienne stopy zwrotu uzyskane w poszczególnych dniach przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

Średnie dzienne stopy zwrotu po zanotowaniu silnego dyskonta

Dzień	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Średnia stopa zwrotu „przez noc”	0,83%	0,31%	0,49%	0,28%	0,34%
Średnia stopa zwrotu „przez dzień”	0,05%	-0,28%	-0,94%	-0,17%	-0,19%

W przypadku silnego dyskonta korekta odchylenia powinna przebiegać poprzez wzrost ceny jednostki funduszu. Analizując uzyskane wyniki można jednak zauważyć, że dodatnie średnie dzienne stopy zwrotu notuje się tylko „przez noc”. Średnie dzienne stopy zwrotu osiągane w ciągu następnych dni po zanotowaniu odchylenia na giełdzie są ujemne lub bliskie zeru. Dodatkowo dostosowanie ceny jednostki funduszu jest najsilniejsze w pierwszym dniu po zanotowaniu aberracji w stosunku do wartości aktywów netto na jednostkę.

Podobną analizę przeprowadzono w przypadku premii. Jako punkt „graniczny” uznano percentyl rzędu 0,9. Sprawdzono stopy zwrotu w dniach po zanotowaniu każdego dodatniego odchylenia ceny jednostki funduszu od wartości aktywów netto na jednostkę, przekraczającego ustalony wcześniej poziom. W konsekwencji otrzymano zbiór 56 obserwacji. Uzyskane wyniki przedstawiono w tabeli 4.

Tabela 4

Średnie dzienne stopy zwrotu po zanotowaniu silnej premii

Dzień	T+1	T+2	T+3	T+4	T+5
Średnia stopa zwrotu „przez noc”	0,03%	0,01%	0,58%	-0,24%	0,70%
Średnia stopa zwrotu „przez dzień”	-0,33%	-0,09%	-0,53%	-0,08%	-0,52%

Naturalnym sposobem korekty powstałej premii jest spadek ceny jednostki funduszu. Warto zauważyć, że odwrotnie niż w przypadku dyskonta, korekta odchylenia występuje w trakcie sesji giełdowej. W większości przypadków średnie dzienne stopy zwrotu „przez noc” wykazują charakter dodatni. Nie można równocześnie wskazać, tak jak to miało miejsce w przypadku dyskonta, na dzień, w którym dostosowanie wycen było najsilniejsze. Żadna średnia dzienna stopa zwrotu w okresach po zanotowaniu wysokiej premii nie przyjmuje wartości znacznie niższej niż pozostałe.

Podsumowanie

Fundusze ETF to rozwiązania charakteryzujące się dualnym charakterem wyceny. Poza wartością aktywów netto na jednostkę, występuje również cena kształtowana przez popyt i podaż na rynku giełdowym. Teoretycznie ceny te powinny być równe, jednakże w praktyce istnieją pewne ograniczenia, związane głównie z kosztami występującymi w ramach kreowania i umarzania jednostek bezpośrednio w ramach funduszu. Z tego powodu cena notowana na giełdzie zwyczajowo będzie się różniła od wartości aktywów netto na jednostkę (może wystąpić premia lub dyskonto).

Ze względu na przedmiot opracowania, w artykule poddano analizie wielkość pojawiających się odchyleń, czas potrzebny do ich zniwelowania oraz sposób, w jaki korekta ta następuje. Okazało się, że w trakcie analizowanego okresu częściej występowały premie, jednakże dzienna cena na giełdzie była średnio o 6 punktów bazowych niedoszacowana w stosunku do wartości aktywów netto na jednostkę. Maksymalne niedoszacowanie i przeszacowanie względem parytetu było podobne i wynosiło odpowiednio 3,58% oraz 3,73%.

Korekta powstałych odchyleń następuje szybciej w przypadku dyskonta i wynosi średnio 3 dni (najwięcej aberracji ulega zniwelowaniu po upływie jednego dnia). Premie utrzymują się dłużej, a średni czas potrzebny na ich skorygowanie wynosi blisko 4 dni. Dodatkowo w ich przypadku częściej występuje sytuacja, w której dodatnie odchylenie od wartości aktywów netto na jednostkę utrzymuje się przez skrajnie długi czas (kilkanaście dni).

Sposób, w jaki odchylenia zostają zniwelowane, zależy od charakteru powstałej różnicy. W przypadku dyskonta korekta następuje „przez noc” i jest najsilniejsza w pierwszym dniu po zanotowaniu niedoszacowania. Premie są niwelowane w trakcie trwania sesji giełdowej, a dodatkowo nie można wyróżnić żadnego dnia, w którym dążenie do parytetu byłoby dominujące.

Literatura

- Engle R., Sarkar D.: Premiums-Discounts and Exchange-Traded Funds. „The Journal of Derivatives” Summer 2006, No. 36.
- Ferri R.A.: The ETF Book. All You Need to Know About Exchange-Traded Funds. John Wiley & Sons, Canada 2008.
- Gabryelczyk K.: Exchange-Traded Fund. W: Private Asset and Wealth Management. Red. K. Gabryelczyk. C.H. Beck, Warszawa 2009.
- Investment Company Institute: 2012 Investment Company Fact Book. 52nd Edition. Prospekt emisyjny Multi Units Luxembourg, grudzień 2011.

CORRECTNESS IN PRICING OF EXCHANGE-TRADED FUND WHICH REPLICATES THE INDEX WIG20

Summary

This paper verifies the difference between the ETF (*Exchange-Traded Fund*) market price and the value of its assets per share class. It also examines the duration of this differences and the way, in which they are corrected.

METODY WSPIERAJĄCE DECYZJE INWESTYCYJNE NA RYNKU AKCJI W ŚWIECIE TEORII EFEKTYWNOŚCI RYNKU I TEORII BEHAWIORALNEJ

Wprowadzenie

Inwestorzy alokujący środki na rynkach kapitałowych stosują różnorodne metody wspierające decyzje inwestycyjne. Do wiodących i najbardziej profesjonalnych zaliczyć można analizę techniczną, analizę portfelową oraz analizę fundamentalną. Bezpośredni wpływ na dobór narzędzi wspierających inwestycje finansowe mają dwie teorie związane z rynkami. Są nimi teoria efektywności rynku oraz teoria behawioralna. Celem artykułu będzie zaprezentowanie wpływu, jaki mają obydwie teorie na dobór narzędzi wspierających decyzje inwestycyjne. W niniejszym artykule podjęta zostanie próba odpowiedzi na pytanie, które z powyższych narzędzi, w świetle teorii behawioralnej i teorii efektywności rynku, może umożliwiać efektywniejszą alokację kapitału oraz jakie warunki powinny zostać spełnione, aby było to możliwe?

1. Hipoteza efektywności rynku kapitałowego

Jedną z podstawowych teorii związanych z rynkiem kapitałowym jest teoria efektywności rynku. Budzi ona wiele kontrowersji i wywołuje wiele emocji wśród inwestorów giełdowych. Pierwsze wzmianki na temat efektywności rynku zaczęły pojawiać się już od 1900 roku. Przełomowym momentem dla koncepcji

okazały się jednak publikacje E.F. Famy, który w swojej pracy doktorskiej w 1964 roku oraz późniejszych publikacjach (1965 i 1970) rozwinął tę teorię oraz sformułował definicję, na której oparte jest współczesne rozumienie jego koncepcji¹.

Zgodnie z definicją zaprezentowaną przez E.F. Famę, rynek efektywny to taki, na którym ceny instrumentów finansowych w każdym momencie w pełni odzwierciedlają wszelkie dostępne informacje dotyczące instrumentów finansowych². Teoria ta zakłada więc, iż rynek instrumentów finansowych jest zawsze w stanie równowagi i inwestorzy nie są w stanie systematycznie wypracowywać stóp zwrotu wyższych niż rynek. Koncepcja ta nie wyklucza całkowicie osiągnięcia wyników lepszych od rynkowych, jednak zakłada, iż jest to możliwe jedynie w krótkim okresie. Ponieważ większość uczestników rynku inwestuje w perspektywie długookresowej, okazjne „pobicia” rynku nie mają dla nich większego znaczenia³.

Analiz dotyczących efektywności informacyjnej rynków kapitałowych, zarówno w Polsce, jak i na świecie, przeprowadzono wiele. Część z nich potwierdza hipotezę, inne podważają ją w całości lub częściowo. Wyniki badań nad efektywnością rynku amerykańskiego przedstawione przez F.K. Reilly’ego i K.C. Browna wskazują, iż giełda w Nowym Jorku jest efektywna w sensie słabym, w miarę efektywna w sensie półsilnym oraz silnym⁴. Kompleksowe badania dotyczące efektywności rynku przedstawili L. Kristoufek oraz M. Vosvrda. Przeprowadzone badania wskazały, iż najbardziej efektywne rynki kapitałowe leżą na terytorium Europy, a najmniej efektywność wykazują giełdy w Ameryce Łacińskiej, Azji i Oceanii⁵. Analizy efektywności rynków kapitałowych w krajach rozwijających się ukazują stosunkowo często ich nieefektywność informacyjną. Badania wykonane na rynku indyjskim⁶ i rumuńskim⁷ wskazały nieracjonalne wycenianie instrumentów finansowych na tych rynkach.

¹ J. Czekaj: Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce: z perspektywy dziesięciolecia. WN PWN, Warszawa 2001, s. 32.

² E.F. Fama: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. „The Journal of Finance” 1970, s. 383.

³ H.B. Mayo: Wstęp do inwestowania. Liber, Warszawa 1997, s. 232.

⁴ F.K. Reilly, K.C. Brown: Analiza inwestycji i zarządzania portfelem. Tom I. PWE, Warszawa 2001, s. 343.

⁵ L. Kristoufek, M. Vosvrda: Measuring capital market efficiency: Global and local correlations structure. *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications* 2012, s. 8.

⁶ P.K. Mishra, U.S. Mishra, B.R. Mishra, P. Mishra: Capital Market Efficiency and Economic Growth: The Case of India. „European Journal of Economics”, Finance and Administrative Sciences 2010, No. 27, s. 136.

⁷ V. Dragota, E. Mirica: Emergent capital markets’ efficiency: The case of Romania. „European Journal of Operational Research” 2004, No. 155 (2), s. 360.

Również na polskim rynku przeprowadzono wiele badań dotyczących efektywności rynku. Analizy wykonane przez J. Czekaja wskazują, iż w Polsce występuje wiele przypadków nieefektywności rynku. Jednak różnice w stopach zwrotu pomiędzy inwestorami stosującymi różne strategie a stopami zwrotu indeksu rynkowego wydają się przypadkowe. W długim okresie posługiwanie się tymi strategiami nie przynosiło bowiem wyższych od rynkowych stóp zwrotu. Inne konkluzje od powyższych można wyciągnąć na podstawie wyników analiz przeprowadzonych w latach 2000-2005 przez A. Orzechowskiego. Analizy wykazały, iż jest możliwe osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu, które przewyższają te wypracowywane przez indeks WIG oraz ponoszone koszty zawierania transakcji⁸.

2. Narzędzia wspierające decyzje na rynku kapitałowym w świetle teorii efektywności

Akceptacja hipotezy efektywności rynku powoduje wiele konsekwencji dla uczestników rynku kapitałowego. Znaczące implikacje teoria efektywności ma dla doboru narzędzi wspierających podejmowanie decyzji na rynku kapitałowym, takich jak analiza techniczna, analiza fundamentalna i analiza portfelowa. W przypadku rynku efektywnego na poziomie półsilnym dwie pierwsze z metod tracą w sposób znaczący na przydatności.

Zwolennicy analizy technicznej sprzeciwiają się teorii efektywności rynku. Zgodnie z koncepcją analizy technicznej możliwe jest stworzenie systemu, który pozwala rozpoznawać ruchy cen instrumentów finansowych do nowej równowagi. Dzięki temu można dokonywać transakcji i wypracowywać stopy zwrotu wyższe niż rynek. Wymienione aspekty analizy technicznej są sprzeczne z teorią efektywności rynku kapitałowego. Ceny akcji na efektywnym rynku kapitałowym dyskontują pojawiające się nowe informacje praktycznie natychmiastowo, co powoduje, iż procedury analizy technicznej nie umożliwiają, po uwzględnieniu ryzyka oraz kosztów transakcji, osiągnięcia wyższych od rynkowych stóp zwrotu. Można więc stwierdzić, że występowanie na rynku efektywności, nawet w formie słabej, powoduje wykluczenie analizy technicznej jako narzędzia wspierającego alokację kapitału na rynku akcji⁹.

⁸ O. Starzeński: *Analiza rynków finansowych*. C.H. Beck, Warszawa 2011, s. 91.

⁹ J. Czekaj: *Op. cit.*, s. 45.

Innymi przesłankami niż analitycy techniczni kierują się zwolennicy analizy fundamentalnej. Uważają oni, iż część akcji na rynku jest niewłaściwie wyceniona i ich ceny różnią się od wartości wewnętrznej, co można wykorzystać do osiągania ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Hipoteza efektywności rynku wyklucza osiąganie wyższych od rynkowych zwrotów w przypadku stosowania analizy fundamentalnej opartej na danych historycznych, jeżeli rynek jest efektywny w sensie pólslilnym. Wyniki inwestorów wykorzystujących takie narzędzia nie powinny się różnić od wyników uczestników rynku stosujących strategię „kupuj i trzymaj”. Teoria efektywności rynku nie wyklucza w zupełności stosowania analizy fundamentalnej. Zwraca jednak uwagę na kilka ważnych aspektów. Stosując analizę fundamentalną należy zrozumieć, jakie zmienne mają istotny wpływ na kształtowanie się stóp zwrotu. Ponadto stosowane w procesie analizy fundamentalnej techniki prognozujące kształtowanie się cen na rynku powinny być bardziej zaawansowane niż klasyczne techniki stosowane przez analityków fundamentalnych. Dlatego, jeżeli analityk posiada umiejętności wykonywania samodzielnych prognoz, różniących się od tych znanych powszechnie, to prawdopodobieństwo osiągnięcia przez niego wyższych stóp zwrotu jest stosunkowo wysokie¹⁰.

Na rynku efektywnym ceny akcji spółek notowanych na giełdach uwzględniają wszystkie dostępne publicznie informacje. Z tego powodu zwolennicy teorii proponują stosowanie przez inwestorów strategii pasywnej. Polega ona na budowie portfela inwestycyjnego, w którego skład, teoretycznie, powinny wchodzić wszystkie papiery wartościowe notowane na rynku, proporcjonalnie do ich kapitalizacji. Analizy wskazują jednak, iż 90% ryzyka niesystematycznego można wyeliminować, budując portfel składający się z 15-20 spółek, nisko ze sobą skorelowanych¹¹. Podkreślić także należy, że punktem wyjścia przy formułowaniu strategii alokacji kapitału powinno być określenie poziomu ryzyka akceptowalnego przez inwestora. Następnie powinien on zbudować portfel inwestycyjny, w którego skład, oprócz instrumentów ryzykownych, wchodzić będą aktywa wolne od ryzyka. Udział ich w portfelu zależeć powinien od akceptowalnego poziomu ryzyka¹².

¹⁰ F.K. Reilly, K.C. Brown: Op. cit., s. 341.

¹¹ A. Gabryś: Efektywność rynku kapitałowego: poszukiwania teoretyczne i obserwacje empiryczne. Fundacja Aurea Mediocritas, Warszawa 2006, s. 14.

¹² F.K. Reilly, K.C. Brown: Op. cit., s. 343.

3. Teoria perspektywy – podstawy teorii behawioralnej

W 1979 roku D. Kahneman i A. Tversky¹ opracowali teorię perspektywy, uznawaną za jeden z największych wkładów psychologii w rozwój ekonomii. Teoria ta podważyła postulaty, jakie przedstawiali J. von Neumann i O. Morgenstern w teorii użyteczności. Analizy przeprowadzone przez A. Tversky'ego i D. Kahnemana wskazały, iż teoria użyteczności w pewnych sytuacjach źle przewiduje zachowania ludzi. Ich koncepcja w sposób pełniejszy wyjaśnia rozbieżności decyzyjne w warunkach inwestycyjnych. Tłumaczy ona, dlaczego zachowania jednostek różnią się często od tradycyjnego modelu oczekiwanej użyteczności². Należy podkreślić, że klasyczna teoria ma charakter normatywny, a teoria perspektyw jest koncepcją opisową. A. Tversky i D. Kahneman uważali bowiem, że podejścia normatywne z góry skazane są na niepowodzenie, gdyż ludzie często dokonują wyborów, których nie można uzasadnić, stosując normatywne aksjomaty. Z tego powodu proponują oni koncepcję deskryptywną, która opiera się na wynikach licznych eksperymentów³.

Teoria perspektywy jest w znacznym stopniu podobna do klasycznej teorii użyteczności, gdyż twierdzi ona, że ludzie dążą do maksymalizacji użyteczności. Różnica polega jednak na tym, iż koncepcja A. Tversky'ego i D. Kahnemana zakłada, w przeciwieństwie do klasycznej koncepcji, że suma użyteczności nie jest równa prawdopodobieństwu wyznaczonemu w sposób matematyczny. Autorzy teorii spostrzegli, że jednostki zachowują się tak, jakby uważały zdarzenia bardzo mało prawdopodobne za niemożliwe do wystąpienia, z kolei wydarzenia o ekstremalnie wysokim prawdopodobieństwie za pewne⁴. Ponadto zauważyli oni, iż ludzie przeceniają wydarzenia, które są mało prawdopodobne oraz zbyt nisko oceniają sytuacje o dość wysokim prawdopodobieństwie. Wyniki ich analiz oznaczają więc, że inwestorzy, w zależności od sytuacji, w jakiej się znajdują, oceniają prawdopodobieństwo wystąpienia różnych zdarzeń w sposób subiektywny, odbiegający często od wartości obiektywnego prawdopodobieństwa oszacowanego w sposób matematyczny⁵.

¹ D. Kahneman, A. Tversky: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. „Econometrica” 1979, No. 47 (2), s. 263-292.

² Psychologia ekonomiczna. Red. T. Tyszka. GWP, Gdańsk 2004, s. 53.

³ A. Szyszka: Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym. Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2009, s. 56.

⁴ A. Szyszka: Behawioralne aspekty kryzysu finansowego. „Bank i Kredyt” 2009, nr 40, s. 19.

⁵ M. Czerwonka, B. Gorlewski: Finanse behawioralne. Zachowanie inwestorów i rynków. Oficyna Wydawnicza SGH w Warszawie, Warszawa 2012, s. 44.

4. Wpływ przyjęcia podejścia behawioralnego

Przyjęcie podejścia behawioralnego powoduje wiele konsekwencji dla inwestorów giełdowych oraz narzędzi wspierających decyzje inwestycyjne na rynku kapitałowym. Zwolennicy tej koncepcji podważają występowanie efektywności rynku kapitałowego na poziomie zagregowanym. Dotyczy to nawet efektywności w formie słabej. Główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest występowanie znacznej liczby anomalii. Zwolennicy teorii efektywności rynku podejmowali próby wyjaśnienia obserwowanych anomalii na rynkach kapitałowych w ramach teorii efektywności rynku. Próby te kończyły się najczęściej niepowodzeniem i wykazały, iż przy podtrzymaniu założenia o racjonalności inwestorów nie jest możliwe wyjaśnienie występowania anomalii rynku⁶. Z tego powodu również twórcy teorii efektywności rynku zmienili w pewnym stopniu swoje stanowiska. Uważają oni, że wykorzystywanie anomalii oraz aspektów behawioralnych w inwestowaniu może wpływać na rynki kapitałowe oraz na stopy zwrotu. Oznacza to, iż również ich zdaniem rynki kapitałowe są w mniejszym stopniu efektywne niż przypuszczano wcześniej⁷.

Odrzucenie hipotezy o efektywności rynku w sensie słabym oznacza, iż zwolennicy teorii behawioralnej nie wykluczają wypracowywania ponadprzeciętnych stóp zwrotu za pomocą narzędzi wsparcia decyzji inwestycyjnych, opierających się na historycznych cenach akcji (analiza techniczna). Ponieważ inwestorzy nie zawsze podejmują racjonalne decyzje, efektywne ekonomicznie może być kierowanie się wskazaniem analizy technicznej, opartej na powtarzalności zachowań inwestorów na rynkach kapitałowych. Podobnie jest z wykorzystywaniem analizy fundamentalnej. Analizy wskazują, iż istotne informacje fundamentalne, to jest prognozy wyników finansowych czy publikacje sprawozdań finansowych, stosunkowo wolno znajdują odzwierciedlenie w cenach akcji. Powoduje to, iż jest możliwe wypracowywanie ponadprzeciętnych stóp zwrotu dzięki analizowaniu i szybkiemu reagowaniu na publikowane informacje. Ceny akcji na rynku nie reagują bowiem natychmiastowo na pojawiające się publikacje fundamentalne, co oczywiście oznacza nieefektywność informacyjną rynku⁸. Zwolennicy teorii behawioralnej są zdania, że błędy wynikające z aspektów psychologicznych mogą powodować okresowo niewłaściwą wycenę instrumentów finansowych. Z tego

⁶ P. Zielonka: Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych. CeDeWu. pl, Warszawa 2008, s. 173.

⁷ E.F. Fama, K.R. French: Disagreement, tastes, and asset prices. „Journal of Financial Economics” 2007, No. 83 (3), s. 689.

⁸ A. Szyszka: Finanse behawioralne..., op. cit., s. 36.

powodu wydaje się zasadne aktywne poszukiwanie walorów niedowartościowanych lub przewartościowanych na rynku. Należy jednak podkreślić, iż pokonanie rynku i wypracowywanie zysków wyższych niż przeciętne w praktyce nie jest wcale łatwe, w szczególności, jeżeli mówimy o perspektywie długoterminowej. Wymaga to od inwestora umiejętności kontrolowania swoich niedoskonałości psychologicznych, które w przypadku innych uczestników rynku powodowały nieefektywną wycenę walorów⁹.

Teoria behawioralna odrzuca klasyczną postać teorii portfelowej. Zwolennicy koncepcji behawioralnej uważają, że nie są spełnione podstawowe założenia, na której się ona opiera. Ponieważ inwestorzy nie potrafią prawidłowo oceniać ryzyka oraz zmieniają często swoje preferencje, trudno jest zakładać, iż podejmują oni decyzje zgodnie z koncepcją maksymalizacji wartości użyteczności. Nie do końca przekonuje również teza mówiąca, że w podejmowaniu decyzji inwestycyjnej kierują się oni jedynie relacją pomiędzy ryzykiem rynkowym a wysokością oczekiwanej stopy zwrotu. Także wnioski wynikające z niektórych badań empirycznych dają pewne podstawy do podważania teorii portfelowej. W.F.M. De Bond wykazał¹⁰, iż większość inwestorów nie eliminuje poprzez dywersyfikację ryzyka niesystematycznego. Ponadto inwestorzy nie zwracają dużej uwagi na kwestie korelacji pomiędzy walorami w swoim portfelu inwestycyjnym¹¹. Postępowanie takie stoi w sprzeczności z teorią portfelową i może również wywoływać skutki dla rynku. Konstruowanie przez pewną grupę inwestorów nieefektywnych portfeli powoduje przewartościowywanie lub niedowartościowywanie pojedynczych walorów. To z kolei może spowodować nieefektywność portfela rynkowego oraz podważyć zasadność wykorzystywania w praktyce klasycznej analizy portfelowej¹².

Podsumowanie

Przeprowadzone studia teoretyczne wykazały, iż wykorzystywanie analizy technicznej na rynku kapitałowym, z punktu widzenia zwolenników hipotezy efektywności rynku, nie może powodować generowania ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Inny pogląd na ten temat mają zwolennicy teorii behawioralnej, którzy

⁹ Ibid., s. 38.

¹⁰ W.F.M. De Bond: A portrait of the individual investor. „European Economic Review” 1998, Vol. 42, s. 835.

¹¹ A. Szyszka: *Finanse behawioralne...*, op. cit., s. 116.

¹² Ibid., s. 28.

twierdzą, że na skutek występowania anomalii rynku i podejmowania przez inwestorów nieracjonalnych decyzji można wypracowywać wyższe od rynkowych stopy zwrotu, opierając się na historycznych cenach walorów.

Obydwie koncepcje mają również odmienny pogląd co do stosowania analizy portfelowej. Hipoteza efektywności rynku wskazuje, iż budując portfel inwestycyjny, powinniśmy maksymalnie go zdywersyfikować oraz dopasować jego strukturę do poziomu akceptowalnego przez inwestorów poziomu ryzyka. W tym celu można skorzystać z analizy portfelowej. Zwolennicy teorii behawioralnej są z kolei zdania, że inwestorzy nie zawsze maksymalizują swoją użyteczność, przez co doprowadzają do niewłaściwej wyceny instrumentów finansowych na rynku oraz nieefektywności portfela rynkowego. To natomiast powoduje, iż portfele inwestycyjne inwestorów, konstruowane przy użyciu procedur analizy portfelowej, są nieefektywne.

Jedyną techniką wsparcia decyzji inwestycyjnej, która nie jest jednoznacznie odrzucana przez zwolenników obu analiz, jest analiza fundamentalna. Jedni i drudzy są zdania, iż inwestorzy mogą, stosując analizę fundamentalną, wypracowywać wyższe od przeciętnych stopy zwrotu, jeżeli lepiej niż inni uczestnicy rynku potrafią przewidywać przyszłe wyniki finansowe przedsiębiorstw, a także, co dodają zwolennicy teorii behawioralnej, kontrolować niedoskonałości swojej psychiki, które odpowiadają za nieefektywną wycenę akcji.

Literatura

- Czekaj J.: Efektywność giełdowego rynku akcji w Polsce: z perspektywy dziesięciolecia. WN PWN, Warszawa 2001.
- Czerwonka M., Gorlewski B.: Finanse behawioralne. Zachowanie inwestorów i rynków. Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2012.
- De Bond W.F.M.: A portrait of the individual investor. „European Economic Review” 1998, Vol. 42.
- Dragota V., Mirica E.: Emergent capital markets efficiency: The case of Romania. „European Journal of Operational Research” 2004, No. 155 (2).
- Fama E.F., French K.R.: Disagreement, tastes, and asset prices. „Journal of Financial Economics” 2007, No. 83 (3).
- Fama E.F.: Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. „The Journal of Finance” 1970.
- Gabryś A.: Efektywność rynku kapitałowego: poszukiwania teoretyczne i obserwacje empiryczne. Fundacja Aurea Mediocritas, Warszawa 2006.

- Kahneman D., Tversky A.: Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. „Econometrica” 1979, No. 47 (2).
- Kristoufek L., Vosvrda M.: Measuring capital market efficiency: Global and local correlations structure. „Physica A: Statistical Mechanics and its Applications” 2012.
- Mayo H.B.: Wstęp do inwestowania. Liber, Warszawa 1997.
- Psychologia ekonomiczna. Red. T. Tyszka. GWP, Gdańsk 2004.
- Reilly F.K., Brown K.C.: Analiza inwestycji i zarządzania portfelem. Tom I. PWE, Warszawa 2001.
- Starzeński O.: Analiza rynków finansowych. C.H. Beck, Warszawa 2011.
- Szyska A.: Behawioralne aspekty kryzysu finansowego. „Bank i Kredyt” 2009, nr 40 (4).
- Szyska A.: Finanse behawioralne. Nowe podejście do inwestowania na rynku kapitałowym. Wydawnictwo UE w Poznaniu, Poznań 2009.
- Zielonka P.: Behawioralne aspekty inwestowania na rynku papierów wartościowych. CeDeWu.pl, Warszawa 2008.

THE IMPACT OF BEHAVIORAL THEORY AND THE THEORY OF MARKET EFFICIENCY ON SELECTION OF TOOLS WHICH SUPPORT THE INVESTMENT DECISION ON THE STOCK MARKET

Summary

Allocation of capital on the stock market is a complicated process. For this reason, investors who make investment decisions, often use a various professional methods. Influence on choice of their have two theories, which are: the theory of market efficiency and behavioral theory. The aim of this article is to show the consequences which will cause the acceptance of any of the above theory, for the selection of tools support the allocation of capital.

RYZIKO INWESTYCJI A WYMIAR FRAKTALNY

Wprowadzenie

W teorii inwestycji finansowych problemem, któremu przypisano ogromną wagę, jest kwestia oceny ryzyka. W zależności od sposobu rozumienia tego pojęcia oraz przyjętego modelu kształtowania się cen instrumentów finansowych można wyróżnić wiele miar mających na celu wskazanie inwestorowi, jakie relacje zachodzą pomiędzy rozważanymi możliwościami inwestycyjnymi ze względu na poziom ich ryzykowności. Począwszy od publikacji przełomowego artykułu Harry'ego Markowitza pt. *Portfolio Selection*¹, powszechnie akceptowanym oraz wykorzystywanym w kalkulacjach finansowych miernikiem było odchylenie standardowe stopy zwrotu. Z biegiem czasu okazało się jednak, że jego stosowanie skutkuje na ogół zaniżeniem poziomu ponoszonego ryzyka. Choć opracowano wiele miar mających bardziej adekwatnie odzwierciedlać ryzykowność dokonywanych inwestycji, to jednak wydaje się, że żadna z nich nie znajduje tak szerokiego zastosowania jak wymiar fraktalny. Koncepcję wymiaru mogącego przybierać także wartości niecałkowite stworzono na początku ubiegłego wieku, jednak została spopularyzowana dopiero w latach 70. XX wieku przez Benoit Mandelbrot. Znalazła ona zastosowanie w wielu dziedzinach, m.in. hydrologii, geofizyce czy kardiologii, nie wyłączając nauk ekonomicznych. Wymiar fraktalny został potraktowany jako miara zmienności stopy zwrotu, ponieważ opisuje on, w jaki sposób badany szereg czasowy wypełnia płaszczyznę. W literaturze przedmiotu można napotkać twierdzenie, że im większy wymiar fraktalny analizowanego wykresu, tym większe ryzyko związane z inwestowaniem w dany instrument finansowy². Zdaniem autora powyższe stwierdzenie nie w pełni odpowiada prawdzie.

¹ H. Markowitz: *Portfolio Selection*, „The Journal of Finance” March 1952, Vol. 7, No. 1.

² Por. M. Zwolankowska: *Wykorzystanie wymiaru fraktalnego w ocenie ryzyka inwestycji giełdowych*. W: *Modelowanie preferencji a ryzyko '99*. Cz. 1. Red. T. Trzaskalik. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1999.

Z tego też względu celem niniejszego artykułu jest dostarczenie odpowiedzi na pytanie, jaka relacja zachodzi pomiędzy ryzykiem związanym z inwestowaniem w dany instrument finansowy a wymiarem fraktalnym wykresu skumulowanej logarytmicznej stopy zwrotu z tego instrumentu³. W analizach wykorzystano metodę segmentowo-wariacyjną szacowania wymiaru fraktalnego opracowaną przez Małgorzatę Zwolankowską.

1. Wymiar fraktalny jako miara ryzyka

Koncepcja wymiaru mogącego przyjmować także wartości niecałkowite powstała na początku XX wieku. Zauważono bowiem, że wymiar topologiczny (wynoszący dla punktu – 0, prostej – 1, płaszczyzny – 2 itd.) nie zawiera dostatecznej ilości informacji o skomplikowanych obiektach geometrycznych, takich jak np. wypełniająca całkowicie kwadrat krzywa Peano. Problem ten rozwiązywało (przynajmniej częściowo) wprowadzenie nowego określenia wymiaru przez Hausdorffa czy Minkowskiego i Bouliganda. Zdefiniowane przez nich wymiary nazwano fraktalnymi, to jest mogącymi przyjmować wartości niecałkowite⁴. W niniejszym artykule wykorzystano wymiar pudełkowy (*box dimension*), bowiem jest on prostszy do oszacowania w przypadku finansowych szeregów czasowych niż wymiar Hausdorffa.

Wymiarem fraktalnym pewnego obiektu geometrycznego Γ nazywa się granicę (jeśli istnieje):

$$\Delta(\Gamma) = \lim_{\varepsilon \rightarrow 0} \frac{\ln N(\varepsilon)}{\ln \left(\frac{1}{\varepsilon} \right)}, \quad (1)$$

gdzie: $N(\varepsilon)$ – liczba kwadratów siatki kwadratowej o boku ε mających co najmniej jeden punkt wspólny z danym zbiorem Γ . W praktyce wymiar fraktalny szacuje się za pomocą metod badających, jak zachowuje się $N(\varepsilon)$, gdy zmniejszamy długość boku wybranej siatki kwadratowej. Należy do nich m.in. metoda segmentowo-wariacyjna. Opiera się ona na fakcie, że wzór 1 można zapisać następująco:

³ Argumenty przemawiające za wykorzystaniem raczej logarytmicznych stóp zwrotu niż cen można znaleźć m.in. w: B. Mandelbrot: *The Variation of Certain Speculative Prices*. „The Journal of Business” October 1963, Vol. 36, Iss. 4, s. 394 oraz M. Osborne: *Brownian Motion in the Stock Market*. „Operations Research” March-April 1959, Vol. 7, No. 2, s. 146-151.

⁴ Od łac. *fractus* – złamany. Warto w tym miejscu nadmienić, że choć wymiar fraktalny często bywa nazywany ułamkowym (z ang. *fractional dimension*), to jednak może on być wyrażony liczbą niewymierną (której przedstawienie w postaci ułamka jest niemożliwe). M.in. z tego względu Mandelbrot preferuje określenie wymiar fraktalny (*fractal dimension*).

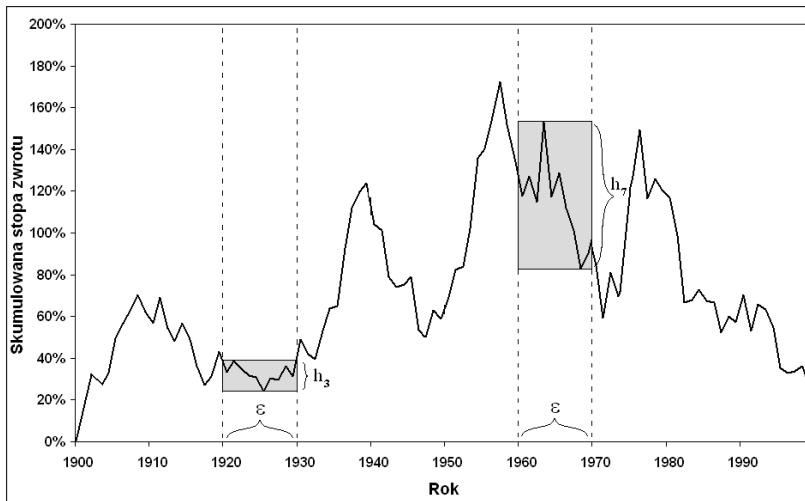
$$\Delta(\Gamma) = \lim_{\varepsilon \rightarrow 0} \frac{\ln\left(\frac{|\Gamma(\varepsilon)|}{\varepsilon^2}\right)}{\ln\left(\frac{1}{\varepsilon}\right)}, \quad (2)$$

gdzie: $|\Gamma(\varepsilon)|$ – pole kwadratów siatki kwadratowej o boku ε , które mają co najmniej jeden punkt wspólny ze zbiorem Γ . $|\Gamma(\varepsilon)|$ oblicza się na podstawie danych empirycznych jako:

$$|\Gamma(\varepsilon)| = \sum_{i=1}^{\left\lceil \frac{N-1}{\varepsilon} \right\rceil} h_i \cdot \varepsilon + h' \cdot \left(N-1 - \left\lceil \frac{N-1}{\varepsilon} \right\rceil \right) \cdot \varepsilon, \quad (3)$$

gdzie: N – liczba obserwacji w szeregu, h_i – rozstęp szeregu w i -tym przedziale postaci $\langle (i-1) \cdot \varepsilon, i \cdot \varepsilon \rangle$, ε – długość przedziału, h' – rozstęp szeregu w ostatnim przedziale (jeżeli $\frac{N-1}{\varepsilon} = \left\lceil \frac{N-1}{\varepsilon} \right\rceil$ należy przyjąć, że $h' = 0$). Obliczenia wykonuje się

dla $\varepsilon = 1, 2, 3, \dots, \left\lceil \frac{N-1}{2} \right\rceil$, a następnie wykorzystuje regresję $\ln\left(\frac{|\Gamma(\varepsilon)|}{\varepsilon^2}\right)$ względem $\ln\left(\frac{1}{\varepsilon}\right)$ (z wyrazem wolnym) w celu otrzymania oszacowania wymiaru fraktalnego danego zbioru⁵. Ideę opisaną metody prezentuje także poniższy wykres.



Rys. 1. Przykładowy szereg skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu wraz z ilustracją idei metody segmentowo-wariacyjnej

⁵ M. Zwołankowska sugeruje, by ostatni etap obliczeń zastąpić nieco bardziej skomplikowaną procedurą oraz inaczej dobrać wartości ε (por. M. Zwołankowska: Metoda segmentowo-wariacyjna. Nowa propozycja liczenia wymiaru fraktalnego. „Przegląd Statystyczny” 2000, nr 1-2). Zdaniem autora nie jest to konieczne, bowiem otrzymane oszacowania nie są istotnie odmienne.

Trzeba podkreślić, że powszechnie wykorzystywane miary ryzyka różnią się nie tylko metodyką obliczania, ale także odmiennym rozumieniem tego pojęcia. Wymiar fraktalny należy zaliczyć do miar zmienności, bowiem jego wartość wskazuje, jak bardzo „postrzępiony” jest wykres skumulowanej logarytmicznej stopy zwrotu z instrumentu finansowego. Uznaje się także, że im h_i jest większe, tym inwestycja w dany instrument finansowy jest bardziej ryzykowna. Im jednak h_i jest większe, tym większe jest pole kwadratów siatki kwadratowej, które mają co najmniej jeden punkt wspólny z wykresem badanego szeregu czasowego, a wzrost $|I(\varepsilon)|$ skutkuje większym wymiarem fraktalnym. Rozumowanie to prowadzi nieuchronnie do wniosku, że im większy wymiar fraktalny wykresu skumulowanej logarytmicznej stopy zwrotu z danego instrumentu finansowego, tym większym poziomem ryzyka cechuje się inwestycja w ów instrument. Zdaniem autora niniejszego artykułu stwierdzenie to jest prawdziwe tylko w przypadku, gdy długość horyzontu inwestycyjnego maleje w granicy do zera. Tym samym uogólnianie opisywanej prawidłowości na horyzonty inwestycyjne o innej długości uznano za nieuprawnione. W dalszej części artykułu zostanie przedstawiony dowód, że powyższe stwierdzenie dla horyzontów inwestycyjnych o odmiennej długości jest nieprawdziwe.

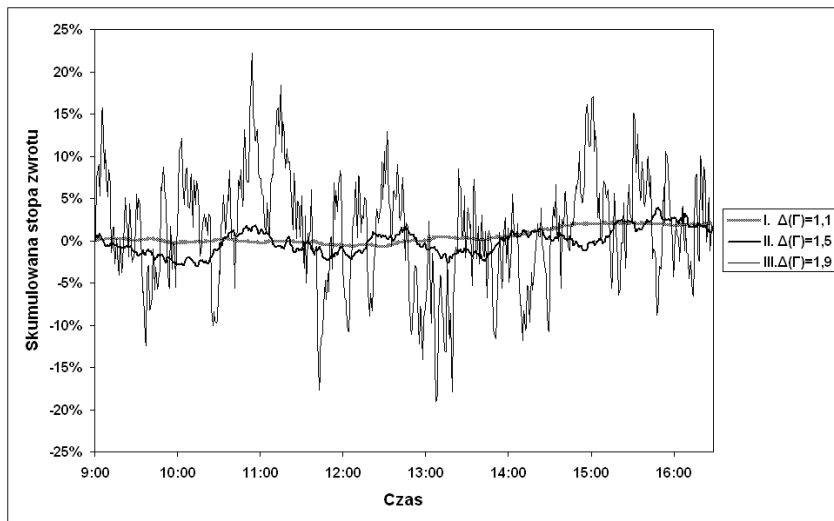
2. Wymiar fraktalny a horyzont inwestycyjny

Założmy, że istnieje możliwość dokonania inwestycji w akcje jednej z dwóch spółek. Akcje pierwszej z nich (spółki A) cechują się wymiarem fraktalnym⁶ wynoszącym Δ_A , zaś drugiej (spółki B) Δ_B , przy czym $\Delta_A > \Delta_B$. Z dotychczasowych rozważań wynikałoby, że należy nabyć akcje drugiej spółki. Chcąc skonfrontować powyższy wniosek z zachowaniem cen akcji, dokonano symulacji i generowano szeregi skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu dla trzech wartości wymiaru fraktalnego: 1,1; 1,5; 1,9. W tym celu wykorzystano opisany przez Mandelbrota przybliżony ułamkowy ruch Browna pierwszego typu⁷. W każdym przypadku przyjęto, że dzienna logarytmiczna stopa zwrotu jest zmienną losową o nadziei matematycznej równej 0% oraz odchyleniu standardowym wynoszą-

⁶ Wymiar fraktalny jest oczywiście cechą przypisaną wykresom skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu z instrumentów finansowych, jednak w dalszej części opracowania w uproszczeniu będzie mowa o wymiarze fraktalnym danego instrumentu.

⁷ B. Mandelbrot: Computer Experiments with Fractional Gaussian Noises. Part 3. Mathematical Appendix. „Water Resources Research” February 1969, Vol. 5, No. 1. Przyjęto, że $M = 10\,000$, zaś $\varepsilon = 0,01$. W wyniku symulacji uzyskano szeregi o 500 obserwacjach.

cym 2,57%. Następnie sporządzono przykładowy wykres skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu w ciągu jednej sesji giełdowej w odstępie minutowym.



Rys. 2. Przykładowe skumulowane logarytmiczne stopy zwrotu z akcji dla $\Delta(I) = 1,1$, $\Delta(I) = 1,5$ oraz $\Delta(I) = 1,9$

Zachowanie skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu przedstawione na wykresie jest zgodne ze spostrzeżeniami sformułowanymi uprzednio, a odnoszącymi się do krótkiego okresu – najbardziej zmiennym okazał się szereg o wymiarze fraktalnym wynoszącym 1,9, zaś najmniej o wymiarze równym 1,1. Potwierdzenie tego wniosku można także znaleźć, wykorzystując przybliżoną zależność zachodzącą między przeciętnym rozstępem skumulowanej logarytmicznej stopy zwrotu obliczanym dla podokresów o różnej długości. W bardziej ogólnej wersji można ją przedstawić jako:

$$\frac{\bar{h}_{T_2}}{\bar{h}_{T_1}} \sim \left(\frac{T_2}{T_1} \right)^{2-\Delta(I)}, \quad (4)$$

gdzie: $\bar{h}_{T_k}$ – przeciętny rozstęp skumulowanej stopy zwrotu w okresie o długości T_k , $T_k > 0$, $\Delta(I)$ – wymiar fraktalny badanego szeregu czasowego⁸. Załóżmy, że w pewnym okresie o długości T_2 przeciętne rozstępy skumulowanej logarytmicznej stopy zwrotu dla akcji spółki A ($\bar{h}_{T_2}^A$) oraz akcji spółki B ($\bar{h}_{T_2}^B$) są rów-

⁸ M. Zwolankowska: Wykorzystanie..., op. cit., s. 475. Autorka wyprowadziła wzór 4 przyjmując, że $T_1 = 1$.

ne oraz wynoszą $\bar{h}_{T_2}^A = \bar{h}_{T_2}^B = \bar{h}_{T_2}$ ⁹. Wtedy $\bar{h}_{T_1}^A \sim \bar{h}_{T_2} \left(\frac{T_1}{T_2} \right)^{2-\Delta_A}$ oraz $\bar{h}_{T_1}^B \sim \bar{h}_{T_2} \left(\frac{T_1}{T_2} \right)^{2-\Delta_B}$.

Stąd $\frac{\bar{h}_{T_1}^A}{\bar{h}_{T_1}^B} \sim \left(\frac{T_2}{T_1} \right)^{\Delta_A - \Delta_B}$. Ponieważ T_2 jest stałe, zatem gdy $T_1 \rightarrow 0$, to $\frac{\bar{h}_{T_1}^A}{\bar{h}_{T_1}^B} \rightarrow \infty$,

bo $\Delta_A - \Delta_B > 0$. Rząd nieskończenie małej $\bar{h}_{T_1}^A$ jest niższy niż rząd $\bar{h}_{T_1}^B$ – zanika ona zdecydowanie wolniej, a zatem dla skracającego się horyzontu inwestycyjnego ($T_1 \rightarrow 0$) ryzyko związane z inwestowaniem w akcje spółki A jest większe niż ryzyko związane z inwestowaniem w akcje spółki B.

Powyższe wnioski są zgodne z rozpowszechnioną opinią, że im większy wymiar fraktalny, tym większy poziom ryzyka związany z inwestowaniem w dany instrument finansowy. Należy wszakże zauważyć, że to stwierdzenie dotyczy wyłącznie sytuacji, gdy horyzont inwestycyjny staje się coraz krótszy (a w granicy dotyczy właściwie chwilowych stóp zwrotu). Inwestorzy są jednak grupą heterogeniczną i tylko część z nich wykorzystuje strategie polegające na otwieraniu i zamykaniu pozycji w trakcie jednej sesji lub nawet po kilku minutach. Podmioty takie jak fundusze inwestycyjne czy emerytalne oraz znaczna część inwestorów indywidualnych utrzymują otwarte pozycje także w długim okresie, nierzadko liczonym w miesiącach lub latach. Wskazane jest zatem zbadanie, czy uprzednio sformułowane wnioski odnoszą się również do inwestycji długoterminowych. W tym celu w pierwszej kolejności dokonano symulacji i otrzymano szeregi skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu o opisanych uprzednio własnościach, z tym że teraz horyzont inwestycyjny określono na dwa lata. Ukazuje je poniższy wykres (rys. 3).

⁹ Jeżeli tylko $\Delta_A \neq \Delta_B$ to okres taki istnieje. Mamy bowiem $\bar{h}_{T_2}^A \approx c_A T_2^{2-\Delta_A}$ oraz $\bar{h}_{T_2}^B \approx c_B T_2^{2-\Delta_B}$, c_A ,

$c_B \in \mathbb{R}_+$. Wówczas $\bar{h}_{T_2}^A = \bar{h}_{T_2}^B$ gdy $c_A T_2^{2-\Delta_A} = c_B T_2^{2-\Delta_B}$, skąd $T_2 = \left(\frac{c_A}{c_B} \right)^{\frac{1}{\Delta_A - \Delta_B}}$. Z kolei w sytuacji, gdy $\Delta_A = \Delta_B$, można wyróżnić trzy przypadki:

1. $c_A = c_B$ – wówczas $\bar{h}_{T_k}^A = \bar{h}_{T_k}^B$ dla dowolnego T_k , $T_k > 0$.
2. $c_A > c_B$ – wówczas $\bar{h}_{T_k}^A > \bar{h}_{T_k}^B$ dla dowolnego T_k , $T_k > 0$.
3. $c_A < c_B$ – wówczas $\bar{h}_{T_k}^A < \bar{h}_{T_k}^B$ dla dowolnego T_k , $T_k > 0$.



Rys. 3. Przykładowe skumulowane logarytmiczne stopy zwrotu z akcji dla $\Delta(I) = 1,1$, $\Delta(I) = 1,5$ oraz $\Delta(I) = 1,9$

Analizując wykres skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu na przestrzeni dwóch lat należy stwierdzić, że zdecydowanie najbardziej ryzykowne jest inwestowanie w akcje o wymiarze fraktalnym wynoszącym 1,1, zaś najmniej – w akcje o wymiarze równym 1,9. Okazuje się zatem, że instrumenty finansowe najbardziej ryzykowne w krótkim okresie są aktywami najmniej ryzykownymi, gdy horyzont inwestora wydłuża się. Z kolei ryzyko związane z instrumentami najbezpieczniejszymi krótkookresowo gwałtownie wzrasta, jeżeli wziąć pod uwagę okres długi. Takie zachowanie jest zgodne z dotychczas poznanymi własnościami szeregów czasowych skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu związanymi z wymiarem fraktalnym ich wykresów. Wiadomo, że gdy $\Delta(I) < 1,5$, to stopy zwrotu w kolejnych okresach są skorelowane dodatnio, zaś w przypadku, gdy $\Delta(I) > 1,5$ – ujemnie (korelacja jest tym silniejsza, im bardziej wartość $\Delta(I)$ odbiega od 1,5). W krótkim okresie trajektorie szeregów antypersystentnych ($\Delta(I) > 1,5$) odchylają się zdecydowanie od nadziei matematycznej, podczas gdy zachowanie szeregów persystentnych ($\Delta(I) < 1,5$) cechuje się dużo mniejszą zmiennością. Z tego też względu można stwierdzić, że dla badanego horyzontu inwestycyjnego są one mniej ryzykowne niż szeregi antypersystentne. Z kolei w długim okresie zjawisko samowzmacniania trendu występujące w odniesieniu do szeregów persystentnych skutkuje istotnym odchylaniem się ich trajektorii od wartości przeciętnej. W przypadku szeregów antypersystentnych częstsze odwracanie trendu sprawia,

że ich trajektorie nie odbiegają istotnie od średniej¹⁰. Z tego powodu należy uznać, że w przypadku coraz dłuższego horyzontu inwestycyjnego to szeregi antypersystentne cechują się mniejszym poziomem ryzyka. Poprawność powyższego rozumowania można potwierdzić, wykorzystując wzór 4. Zakładając tak jak uprzednio, że w pewnym okresie T_2 przeciętne rozstępy skumulowanej logarytmicznej stopy zwrotu dla akcji spółki A oraz akcji spółki B są równe oraz wynoszą $\bar{h}_{T_2}^A = \bar{h}_{T_2}^B$

$$= \bar{h}_{T_2} \text{ otrzymuje się, że } \bar{h}_{T_3}^A \sim \bar{h}_{T_2} \left(\frac{T_3}{T_2} \right)^{2-\Delta_A} \text{ oraz } \bar{h}_{T_3}^B \sim \bar{h}_{T_2} \left(\frac{T_3}{T_2} \right)^{2-\Delta_B}, \text{ skąd } \frac{\bar{h}_{T_3}^A}{\bar{h}_{T_3}^B} \sim \left(\frac{T_3}{T_2} \right)^{\Delta_A - \Delta_B}.$$

Gdy T_2 jest stałe, a $T_3 \rightarrow \infty$, to $\frac{\bar{h}_{T_3}^A}{\bar{h}_{T_3}^B} \rightarrow 0$. Widać zatem, że akcje spółki A przy wydłużającym się horyzoncie inwestycyjnym są zdecydowanie mniej ryzykowne niż akcje spółki B, bo średni rozstęp skumulowanej logarytmicznej stopy zwrotu wzrasta w przypadku spółki B na tyle szybko, że $\frac{\bar{h}_{T_3}^B}{\bar{h}_{T_3}^A} \rightarrow \infty$. Powyższe konkluzje

są spójne z wnioskami Mandelbrota. Mianowicie wykazał on, że dla ułamkowego ruchu Browna odchylenie standardowe przeciętnego przyrostu procesu na odcin-

ku o długości s wynosi $\sqrt{E \left(\frac{B_H(t+s) - B_H(t)}{s} \right)^2} = \sqrt{C_H} s^{H-1}$, gdzie $B_H(t)$ ¹¹ – ułam-

kowy ruch Browna o współczynniku samopodobieństwa H ¹², C_H – stała (równa wariancji przyrostu procesu dla $s = 1$)¹³. Ponieważ dla ułamkowego ruchu Browna

$\Delta(H) = 2 - H$ to można zapisać równoważnie, że $\sqrt{C_H} s^{H-1} = \sqrt{C_H} s^{1-\Delta(H)}$. Stosunek odchyłeń standardowych przeciętnych przyrostów procesów dla dwóch ułamkowych ruchów Browna o odmiennych współczynnikach samopodobieństwa (a zatem i odmiennych wymiarach fraktalnych, $\Delta(H_A) > \Delta(H_B)$ czyli $H_A < H_B$) jest rów-

$$\text{ny } \sqrt{\frac{C_{H_A}}{C_{H_B}}} \left(\frac{1}{s} \right)^{\Delta(H_A) - \Delta(H_B)}. \text{ Gdy teraz } s \rightarrow 0, \text{ to } \sqrt{\frac{C_{H_A}}{C_{H_B}}} \left(\frac{1}{s} \right)^{\Delta(H_A) - \Delta(H_B)} \rightarrow \infty, \text{ zaś dla}$$

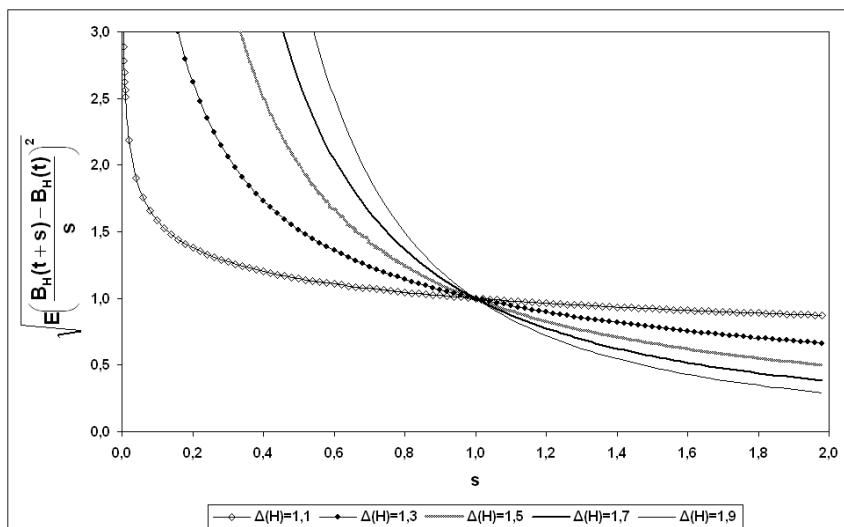
¹⁰ Nie należy mylić opisywanej prawidłowości ze zjawiskiem powracania do średniej występującym np. w modelu Vasička.

¹¹ Dla $H = 1/2$ subskrypt H na ogół pomija się.

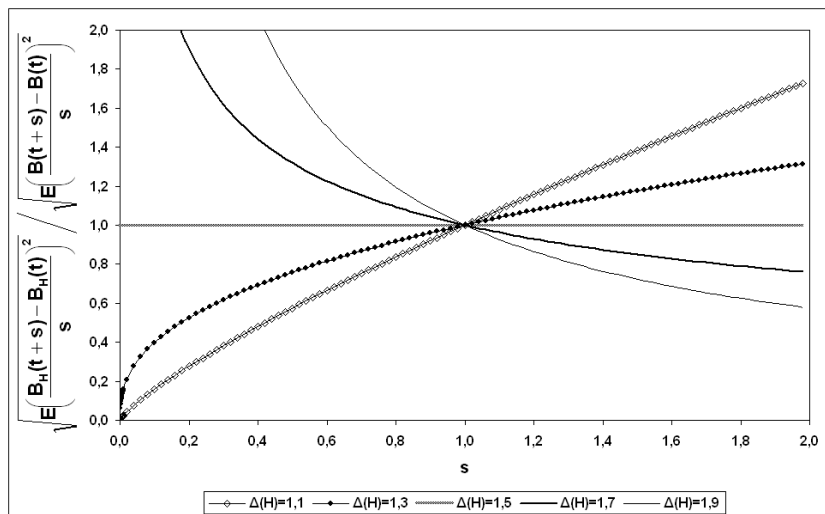
¹² Ułamkowy ruch Browna jest właściwie procesem samoafinicznym, jednak przyjęło się wykładnik Hursta H nazywać współczynnikiem samopodobieństwa.

¹³ B. Mandelbrot: Computer Experiments with Fractional Gaussian Noises. Part 1. Averages and Variances. „Water Resources Research” February 1969, Vol. 5, No. 1.

$s \rightarrow \infty$ zachodzi $\sqrt{\frac{C_{H_A}}{C_{H_B}}} \left(\frac{1}{s}\right)^{\Delta(H_A) - \Delta(H_B)} \rightarrow 0$. Sytuacja ta została przedstawiona na poniższych wykresach.



Rys. 4. Odchylenie standardowe przeciętnego przyrostu ułamkowego ruchu Browna dla $\Delta(H) = 1,1; 1,3; 1,5; 1,7; 1,9$ ($C_H = 1$)



Rys. 5. Stosunek odchylenia standardowego przeciętnego przyrostu ułamkowego ruchu Browna do odchylenia standardowego przeciętnego przyrostu standardowego ruchu Browna dla $\Delta(H) = 1,1; 1,3; 1,5; 1,7; 1,9$ ($C_H = 1$).

Widać zatem, że uprzednio sformułowane wnioski dotyczące szerszej klasy procesów są spójne z konkluzjami właściwymi dla przypadku szczególnego, to jest ułamkowego ruchu Browna.

Rozważania przedstawione w niniejszym punkcie uprawniają do stwierdzenia, że dotychczasowy pogląd na relację występującą pomiędzy poziomem ryzyka związanym z danym instrumentem finansowym a wymiarem fraktalnym szeregu skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu z tego instrumentu odpowiada prawdzie tylko wówczas, gdy rozpatruje się krótki horyzont inwestycyjny. W okresie długim prawdziwa jest relacja odwrotna, to jest instrumenty cechujące się niższym wymiarem fraktalnym są bardziej ryzykowne niż te o wymiarze wyższym.

3. Wyniki badań

W niniejszym punkcie zostaną zaprezentowane wyniki badań przeprowadzonych w celu skonfrontowania wniosków dotyczących kształtowania się stóp zwrotu sformułowanych uprzednio z zachowaniami obserwowanymi w rzeczywistości. Analizom poddano wartości wybranych indeksów giełdowych oraz ceny akcji spółek notowanych na GPW SA w Warszawie. W badaniach wykorzystano kwotowania z okresu 3.10.1994-17.10.2012 (to jest począwszy od momentu, kiedy sesje giełdowe odbywały się pięć dni w tygodniu) udostępniane przez serwis stooq.pl (ceny akcji) bądź serwis GPW SA (wartości indeksów giełdowych). W przypadku akcji uwzględniono wszelkie pożytki z instrumentu (wynikające m.in. z wypłaty dywidend, odcięcia praw poboru itd.). Wszelkie obliczenia wykonano za pomocą programu MS EXCEL, stosując logarytmiczne skumulowane stopy zwrotu w odniesieniu do cen zamknięcia.

W pierwszej kolejności oszacowano wymiar fraktalny dla 15 indeksów giełdowych (w tym 11 indeksów sektorowych). Wyniki zestawiono w tabeli 1¹⁴.

¹⁴ Należy zauważyć, że w odniesieniu do badanych indeksów i spółek dostępna liczba obserwacji różni się znacząco. Oszacowania otrzymane w oparciu o większą liczbę obserwacji należy uznać za bardziej wiarygodne. Tym niemniej zdecydowano się na porównywanie oszacowań wymiaru fraktalnego uzyskanych na podstawie prób o odmiennych liczebnościach ze względu na bardzo dobre dopasowanie wykorzystywanych linii regresji (współczynnik determinacji w każdym przypadku był większy niż 0,99). Ponadto dokonano regresji otrzymanych oszacowań względem liczebności próby. Zmienna reprezentująca liczbę obserwacji okazała się nieistotna statystycznie (dla poziomu istotności wynoszącego 1%), wyjaśniając jedynie 6,61% wariancji zmiennej niezależnej.

Tabela 1

Oszacowany wymiar fraktalny dla wybranych indeksów giełdowych

Nazwa	Liczba obserwacji	Wymiar fraktalny
WIG	4519	1,4233
WIG20	4519	1,4671
MWIG40	3712	1,4036
SWIG80	4460	1,3717
WIG_BANKI	3711	1,4513
WIG_BUDOW	3711	1,3939
WIG_CHEMIA	1024	1,3772
WIG_DEWEL	1342	1,3104
WIG_ENERG	703	1,4682
WIG_INFO	3711	1,4881
WIG_MEDIA	1958	1,4657
WIG_PALIWA	1707	1,4552
WIG_SPOZYW	3711	1,4159
WIG_SUROWC	411	1,4556
WIG_TELKOM	3711	1,4793

W pierwszej grupie indeksów (WIG, WIG20, MWIG40, SWIG80) najwyższym wymiarem fraktalnym cechuje się indeks WIG20, zaś najniższym SWIG80. Jest to wynik zgodny z przewidywaniami, bowiem w długim okresie za najmniej ryzykowne uznaje się inwestowanie w akcje dużych i stabilnych spółek, zaś za najbardziej ryzykowne nabywanie akcji spółek małych i rozwijających się. W grupie indeksów sektorowych za najbardziej ryzykowny długookresowo należy uznać indeks WIG-deweloperzy (wymiar oszacowano na 1,3104), zaś za najmniej ryzykowny indeks WIG-informatyka (1,4881). Ze względu na otrzymanie istotnie odmiennych oszacowań wymiaru fraktalnego dla wspomnianych indeksów sektorowych postanowiono zbadać także, jak kształtuje się wymiar fraktalny szeregów czasowych skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu z akcji poszczególnych spółek wchodzących w ich skład. Ponadto podobnej analizie poddano akcje spółek tworzących indeks WIG20. Otrzymane wyniki zestawiono w tabelach 2, 3, 4, 5.

Tabela 2

Oszacowany wymiar fraktalny dla spółek tworzących indeks WIG20

Nazwa	Liczba obserwacji	Wymiar fraktalny	Udział w indeksie*
ACP	3609	1,4242	1,757%
BHW	3837	1,4976	1,943%
BRE	4517	1,4669	2,649%
BRS	4087	1,3886	0,336%
GTC	2126	1,3713	0,820%
JSW	324	1,4769	2,106%
KER	1229	1,4474	2,077%
KGH	3831	1,4745	13,992%
LTS	1850	1,4016	1,157%
LWB	837	1,4198	2,668%
PEO	3592	1,4572	10,316%
PGE	741	1,4937	8,216%
PGN	1775	1,5444	4,071%
PKN	3236	1,4721	8,269%
PKO	1995	1,4495	15,797%
PZU	615	1,5117	13,361%
SNS	1968	1,3112	1,709%
TPE	581	1,4333	3,154%
TPS	3492	1,5388	4,881%
TVN	1977	1,4207	0,721%

* stan na dzień 17.10.2012 r.

Tabela 3

Oszacowany wymiar fraktalny dla spółek tworzących indeks WIG-deweloperzy

Nazwa	Liczba obserwacji	Wymiar fraktalny	Udział w indeksie*
08N	3846	1,4252	0,359%
BBD	3850	1,3608	3,274%
CPD	295	1,3601	0,888%
DOM	1502	1,3493	4,609%
ECH	4143	1,4523	23,458%
EDI	459	1,3935	0,158%
GNT	3155	1,3735	1,126%
GTC	2126	1,3713	40,778%
INP	308	1,3250	0,720%
JHM	295	1,2471	0,183%
JWC	1351	1,3038	1,568%
LCC	1333	1,3715	5,698%
OPG	2868	1,3351	0,458%
PLZ	1474	1,3728	5,448%
PND	3399	1,4121	4,514%
RNK	575	1,4331	2,619%
ROB	479	1,4516	1,227%
RON	1189	1,3068	0,956%
TUP	3029	1,3887	0,409%
VTG	141	1,3268	0,332%
WIK	3554	1,3902	0,425%
WXF	1411	1,2977	0,791%

* stan na dzień 17.10.2012 r.

Tabela 4

Oszacowany wymiar fraktalny dla spółek tworzących indeks WIG-informatyka

Nazwa	Liczba obserwacji	Wymiar fraktalny	Udział w indeksie*
ABS	1164	1,4234	3,088%
ACP	3609	1,4242	55,435%
ACS	1272	1,4776	5,395%
ASE	608	1,4594	2,790%
ASI	93	1,3759	0,557%
ATM	2014	1,3277	4,022%
CDR	4478	1,4628	6,138%
CIA	1223	1,3356	3,048%
CMP	1943	1,4089	4,490%
CMR	3412	1,4546	6,821%
CTC	3493	1,3856	0,992%
IMX	1371	1,3498	0,392%
MCL	3417	1,4330	0,402%
NTT	1386	1,3607	0,258%
PCG	1753	1,4819	0,459%
QSM	1518	1,4830	1,870%
SGN	4254	1,4485	3,017%
TLX	2784	1,5724	0,105%
WAS	2774	1,4556	0,723%

* stan na dzień 17.10.2012 r.

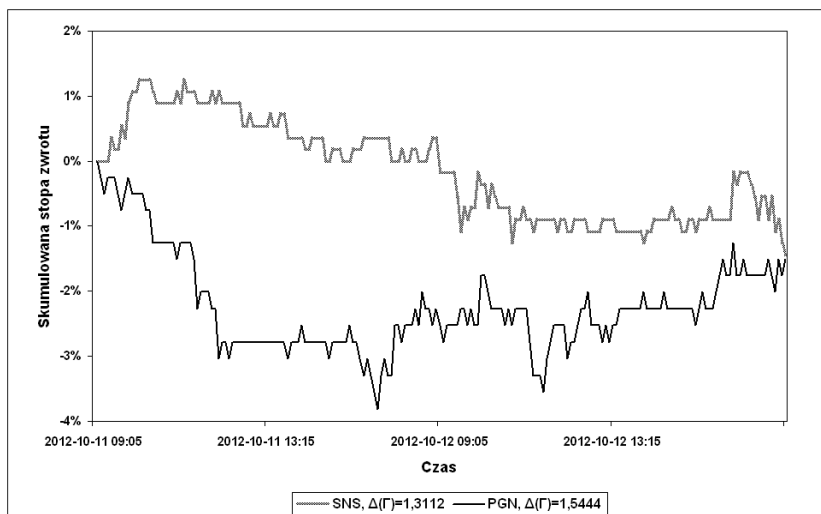
Tabela 5

Oszacowany wymiar fraktalny dla wybranych indeksów giełdowych

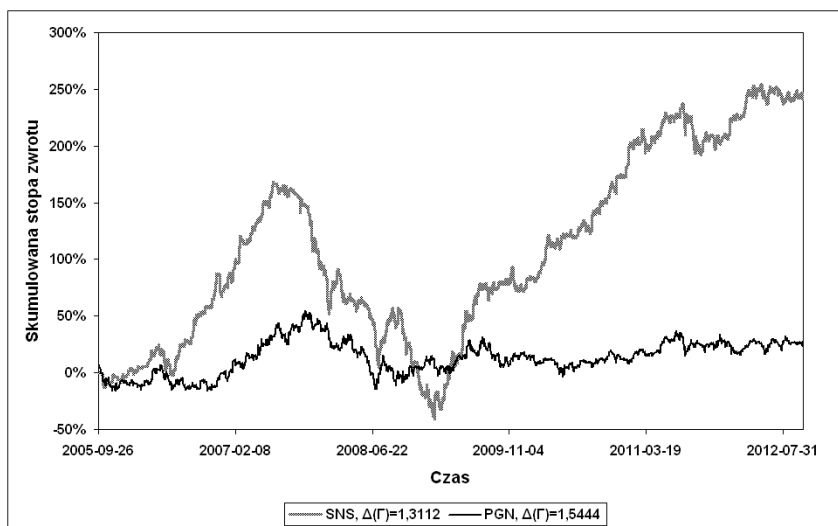
Miara	Wymiar fraktalny		
	Indeks		
	WIG20	WIG_DEWEL	WIG_INFO
Dla indeksu			
$\Delta(\Gamma)$	1,4671	1,3104	1,4881
Dla komponentów indeksu			
Średnia	1,4501	1,3658	1,4274
Mediana	1,4534	1,3714	1,4330
σ	0,0553	0,0512	0,0596
Q	0,0303	0,0319	0,0402
Dla komponentów indeksu z uwzględnieniem wag			
Średnia	1,4720	1,3906	1,4266
Mediana	1,4712	1,3701	1,4239
σ	0,0399	0,0409	0,0339
Q	0,0217	0,0342	0,0107

Wymiary fraktalne oszacowane na podstawie wartości indeksu oraz przeciętne wymiary fraktalne dla spółek tworzących indeks (z zastosowaniem przypisanych im wag bądź przy założeniu identycznego wpływu na poziom indeksu) skłaniają do sformułowania odmiennych wniosków dla każdego z badanych indeksów. W przypadku indeksu WIG20 wartości oszacowanych wymiarów fraktalnych są zbliżone. Świadczy to o tym, że inwestowanie w akcje losowo wybranej spółki wchodzącej w skład indeksu jest tak samo ryzykowne, jak inwestowanie w portfel, który reprezentuje indeks. W odniesieniu do indeksów WIG-informatyka oraz WIG-deweloperzy konkluzje są zdecydowanie odmienne. Inwestowanie w akcje przeciętnej spółki informatycznej jest w długim okresie bardziej ryzykowne niż inwestowanie w portfel, który reprezentuje indeks WIG-informatyka. Skłania to do stwierdzenia, że w przypadku długiego horyzontu inwestycyjnego nabywanie akcji kilku spółek informatycznych jest bezpieczniejsze niż akcji pojedynczych spółek. Strategia ta zapewnia zatem dywersyfikację ryzyka (mimo że spółki te pochodzą z tego samego sektora). Odwrotna sytuacja zachodzi w przypadku indeksu WIG-deweloperzy. Inwestowanie w portfel akcji spółek deweloperskich jest bardziej ryzykowne (w długim okresie) niż w akcje losowo wybranej spółki z tego sektora. A zatem nabywanie akcji kilku spółek deweloperskich nie tylko nie powoduje dywersyfikacji ryzyka, lecz prowadzi nawet do wzrostu jego poziomu. Wydaje się, że istotną rolę dla istnienia opisanych relacji odgrywa fakt, że kondycja spółek deweloperskich jest silnie uzależniona od koniunktury gospodarczej, której stan w podobny sposób wpływa na sytuację każdej z nich. Z kolei ceny akcji spółek informatycznych nie są w długim okresie tak silnie powiązane, na co może oddziaływać ogromne znaczenie innowacji w tym sektorze.

Prócz analizy relacji zachodzących pomiędzy oszacowaniami wymiaru fraktalnego dla poszczególnych indeksów i spółek, celem przeprowadzonych badań było potwierdzenie konkluzji sformułowanych w poprzednim punkcie, które opisywały związki pomiędzy wymiarem fraktalnym, poziomem ryzyka a długością horyzontu inwestycyjnego. Akcje większości badanych spółek mają zbliżone wymiary fraktalne, zatem odróżnienie odmiennych typów zachowań ich cen byłoby raczej trudne. Z tego też powodu postanowiono zaprezentować, jak kształtowały się skumulowane logarytmiczne stopy zwrotu z akcji spółek o najwyższym i najniższym oszacowanym wymiarze fraktalnym w grupie akcji o najwyższej płynności, to jest wchodzących w skład indeksu WIG20. Największe oszacowanie wymiaru fraktalnego uzyskano dla akcji Polskiego Górnictwa Naftowego i Gazownictwa SA (1,5444), zaś najmniejsze dla walorów spółki Synthos SA (1,3112). Zachowanie skumulowanych logarytmicznych stóp zwrotu z akcji tych podmiotów obrazują wykresy na rys. 6 i 7.



Rys. 6. Skumulowane logarytmiczne stopy zwrotu z akcji PGNiG SA oraz Synthos SA w okresie 11.10.2012-12.10.2012



Rys. 7. Skumulowane logarytmiczne stopy zwrotu z akcji PGNiG SA oraz Synthos SA w okresie 26.09.2005-17.10.2012

Dane empiryczne dostarczają potwierdzenia dla konkluzji zawartych w poprzednim punkcie. Analiza przebiegu poszczególnych sesji giełdowych skłania do przyjęcia stwierdzenia, że w krótkim okresie większą zmiennością cechują się akcje spółek o wyższym wymiarze fraktalnym. Z kolei badanie, jak kształtują się

ceny na przestrzeni kilku lat prowadzi do wniosku, że większym ryzykiem w długim okresie obarczone są akcje spółek o niższym wymiarze fraktalnym.

Podsumowanie

Rozważania oraz wyniki badań przedstawione w niniejszym opracowaniu skłaniają do weryfikacji dotychczasowego poglądu na relację pomiędzy wymiarem fraktalnym a poziomem ryzyka związanym z inwestowaniem w instrumenty finansowe. Do stwierdzenia głoszącego, iż instrumentom o wyższym wymiarze fraktalnym przypisany jest większy poziom ryzyka należy dołączyć warunek, że jest ono prawdziwe jedynie w sytuacji, gdy długość horyzontu inwestycyjnego maleje do zera. W artykule wyprowadzono także zależność pomiędzy wymiarem fraktalnym a poziomem ryzyka dla okresu długiego. W tym przypadku za bardziej ryzykowne należy uznać instrumenty cechujące się niższym wymiarem fraktalnym. Stwierdzenia powyższe znalazły potwierdzenie w wynikach badań przeprowadzonych przez autora, dotyczących wybranych indeksów giełdowych oraz spółek notowanych na warszawskiej giełdzie.

Literatura

- Barcellos A.: The Fractal Geometry of Mandelbrot. „The College Mathematics Journal” March 1984, Vol. 15, No. 2.
- Dubuc B., Quiniou J., Roques-Carnes C., Tricot C., Zucker S.: Evaluating the fractal dimension of profiles. „Physical Review A” February 1989, Vol. 39, No. 3.
- Mandelbrot B.: Computer Experiments with Fractional Gaussian Noises. Part 1. Averages and Variances. „Water Resources Research” February 1969, Vol. 5, No. 1.
- Mandelbrot B.: Computer Experiments with Fractional Gaussian Noises. Part 3. Mathematical Appendix. „Water Resources Research” February 1969, Vol. 5, No. 1.
- Mandelbrot B.: Fractal Financial Fluctuations. W: Lesmoir-Gordon N.: The Colours of Infinity: The Beauty and Power of Fractals. Springer-Verlag London Ltd., London 2010.
- Mandelbrot B.: The inescapable need for fractal tools in finance. „Annals of Finance” April 2005, Vol. 1, No. 2.
- Mandelbrot B.: The Variation of Certain Speculative Prices. „The Journal of Business” October 1963, Vol. 36, Iss. 4.

- Markowitz H.: Portfolio Selection. „The Journal of Finance” March 1952, Vol. 7, No. 1.
- Orzeszko W.: Wymiar fraktalny szeregów czasowych a ryzyko inwestowania. „Acta Universitatis Nicolai Copernici. Nauki Humanistyczno-Społeczne. Ekonomia” 2010, z. 397.
- Osborne M.: Brownian Motion in the Stock Market. „Operations Research” March-April 1959, Vol. 7, No. 2.
- Zwolankowska M.: Wykorzystanie wymiaru fraktalnego w ocenie ryzyka inwestycji giełdowych. W: Modelowanie preferencji a ryzyko '99. Cz. 1. Red. T. Trzaskalik. Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 1999.
- Zwolankowska M.: Metoda segmentowo-wariacyjna. Nowa propozycja liczenia wymiaru fraktalnego. „Przegląd Statystyczny” 2000, nr 1-2.

FRACTAL DIMENSION AS A MEASURE OF INVESTMENT RISK

Summary

This article deals with problem of investment risk assessment by exploiting fractal dimension. In the first part of the article author presents the idea of treating fractal dimension of logarithmic cumulated returns as a risk measure. The relationship between fractal dimension and the riskiness of investment in case of its horizon tending to infinity is introduced. In the last part of the article results of empirical analysis confirming conclusions described are presented.

SKUTECZNOŚĆ STRATEGII INWESTYCYJNEJ BAZUJĄCEJ NA WSKAŹNIKU CENY DO ZYSKU W OPARCIU O MODEL JOHNA NEFFA

Wprowadzenie

Długoterminowe strategie inwestycyjne, których istotą jest przewidywanie przyszłych perspektyw spółek w oparciu o kryteria fundamentalne, nie znajdują wielu zwolenników wśród inwestorów na rynku polskim. Wśród przyczyn takiego stanu rzeczy można wymienić m.in. ich niechęć do blokowania środków finansowych w długim okresie, niski poziom zaufania wobec sprawozdawczości spółek oraz niepewność co do skuteczności tego typu strategii.

Celem niniejszego artykułu jest zbadanie skuteczności jednej ze strategii inwestycyjnych z zakresu inwestowania w wartość spółek na polskim rynku giełdowym. Przedmiotowa strategia zbudowana została w drugiej połowie XX wieku na podstawie wieloletnich obserwacji amerykańskich akcji. Jej podstawą jest relacja ceny rynkowej akcji spółki do wypracowywanych przez nią zysków. W artykule poddano weryfikacji problem możliwości zastosowania tej strategii na wschodzącym średniej wielkości rynku, jakim jest rynek polski.

1. Założenia strategii Johna Neffa

Strategia inwestycyjna, której poświęcony jest niniejszy artykuł, pochodzi z rynku amerykańskiego. Jej twórcą jest John Neff, długoletni zarządzający funduszem inwestycyjnym Windsor Fund. Spośród 31 lat aktywności na tym stanowisku (od roku 1964 do roku 1995) przez 25 lat osiągał wyniki przewyższające indeks rynkowy. Średnia roczna nadwyżka wynosiła 3,5%¹.

¹ J. Neff, S.L. Mintz: John Neff on Investing. New York 1999, s. 71.

J. Neff podkreśla, że „nadmierna dywersyfikacja prowadzi do mierności”², a sukces inwestycji tkwi w odpowiednim doborze spółek. Podstawowym parametrem świadczącym o atrakcyjności inwestycyjnej jest tu wskaźnik ceny do zysku. W swojej działalności inwestycyjnej koncentrował się on na badaniu przyczyn jego niskiego poziomu w celu wyodrębnienia wartościowych fundamentalnie podmiotów, które zostały przez rynek przeoczone lub mylnie zrozumiane. Zakładał on, że po zakupie akcji spółek, których wady są powszechnie znane, każda niespodziewana pozytywna informacja przekładać się będzie na znaczący wzrost ich wartości³.

W swojej działalności zawodowej J. Neff często poszukiwał okazji inwestycyjnych wśród akcji odnotowujących największe spadki. Zauważył on, że niedowartościowane akcje często występują w sektorach wrażliwych na zmiany koniunktury, do których można zaliczyć m.in. sektor budowlany czy sektor zaawansowanych technologii. Istotny spadek poziomu wskaźnika C/Z odnotowują również spółki decydujące się na radykalne zmiany w swojej działalności, np. w zakresie rynków zbytu, produktów, sektora czy kierownictwa. Nisko wyceniane są także podmioty niewielkich rozmiarów oraz takie, które nie dają się jednoznacznie zakwalifikować do konkretnego rynku lub sektora. Dotyczy to m.in. firm prowadzących zdywersyfikowaną działalność. W celu wyodrębnienia wartościowych fundamentalnie spółek w tych i innych obszarach konieczne jest dokonanie analizy uwzględniającej wiele czynników.

Pierwszym kryterium selekcji akcji jest poziom wskaźnika ceny do zysku. Powinien kształtować się w przedziale stanowiącym od 40 do 60% średniej rynkowej⁴. W przypadku watorów firm o niskiej wycenie istnieje zwiększone prawdopodobieństwo, że dążąc do osiągnięcia poziomu rynkowego, pozwolą na osiągnięcie ponadprzeciętnych stóp zwrotu.

Jednym z czynników wskazujących przyszłe perspektywy danego podmiotu są jego zyski. Powinny one rosnać o co najmniej 7% rocznie, nie przekraczając jednak poziomu 20%, gdyż wiązałoby się to ze zbyt dużym ryzykiem. Na atrakcyjność inwestycyjną spółki wpływa również fakt wypłacania przez nią dywidend. J. Neff na ogół poszukiwał akcji oferujących dywidendy przewyższające średni poziom rynkowy o 2 punkty procentowe.

Celem wyznaczania akcji niedowartościowanych należy dokonać porównania wskaźnika opartego na relacji całkowitego zwrotu z inwestycji w akcje danej spółki i jej rynkowej wyceny z analogicznie oszacowaną wartością dla rynku.

² Ibid., s. 49.

³ G. Arnold: *Inwestowanie w wartość*. Warszawa 2010, s. 62.

⁴ Ibid., s. 64.

Im wyższy poziom tego wskaźnika, tym bardziej atrakcyjny jest dany podmiot. Zwrot z inwestycji powinien być bowiem jak najwyższy, przy zachowaniu jak najniższego poziomu wyceny. Poszczególne parametry wskaźnika dla danej spółki należy ustalić w sposób następujący⁵:

$$\frac{\text{całkowity zwrot z inwestycji}}{\text{rynkowa wycena inwestycji}} = \frac{\text{wzrost zysków} + \text{dochód z dywidendy}}{\text{wskaźnik C/Z}}$$

Wartość powyższego wskaźnika powinna dwukrotnie przewyższać średnią rynkową. Doprecyzowania wymaga tu kwestia, czym jest całkowity zwrot z inwestycji dla rynku. Ze względu na co najmniej kilkuletni horyzont inwestycyjny przyjęcie przeciętnego wzrostu zysków przedsiębiorstw skutkowałoby wynikiem, który nie uwzględnia cykliczności procesów gospodarczych. Przykładowo, jeżeli w momencie dokonywania analizy średnie zyski firm rosłyby w tempie wyższym niż nominalny wzrost PKB, wówczas zastosowanie tego parametru skutkowałoby przyjęciem założenia, że z upływem czasu będą one stanowić coraz większy odsetek PKB, a co za tym idzie zastępować dochody z pracy i innych źródeł. W długim okresie teza ta jest nieprawdziwa, ponieważ zyski przedsiębiorstw stanowią stały odsetek PKB. Lepszym rozwiązaniem jest więc przyjęcie rocznych procentowych zmian PKB za całkowitą rynkową stopę zwrotu z inwestycji.

Wyodrębnione na podstawie poziomu wskaźnika C/Z i jego relacji do stopy wzrostu zysku spółki powinny charakteryzować się dodatkowo silną pozycją na rynku i funkcjonować w sektorze o dobrej kondycji. Analiza perspektyw biznesowych danego podmiotu ma charakter przede wszystkim jakościowy i opiera się na wiedzy dotyczącej sektora, w którym on działa, oraz jego otoczenia gospodarczego. Omawiana strategia zakłada koncentrację na sektorach rozwijających się, lecz przewidywalnych.

Każda ze strategii inwestycyjnych opartych na inwestowaniu w wartość musi uwzględniać fundamenty badanego podmiotu. Powinien on posiadać silne podstawy finansowe, które dla J. Neffa oznaczają rosnące z roku na rok zyski, sprzedaż i marże. Zwracał on szczególną uwagę na wskaźnik ROE, ponieważ uznawał go za najlepszy miernik skuteczności zarządzania⁶. Obecnie jednak rentowność kapitału własnego powinna być rozpatrywana z uwzględnieniem wielu dodatkowych wskaźników (m.in. ROA, ROIC, marża EBITDA). Jako zjawisko pozytywne traktować należy dodatnie przepływy pieniężne, których spółka nie jest w stanie zainwestować z zyskiem (wzrasta wówczas szansa na wypłacenie dywidendy lub wykup akcji własnych).

⁵ Na podstawie: Ibid., s. 67.

⁶ Ibid., s. 71.

Dobór odpowiednich akcji stanowi pierwszą część procesu inwestycyjnego. Druga, lecz nie mniej istotna, to ustalenie momentu sprzedaży. Zdaniem J. Neffa decyzja o zamknięciu pozycji to najtrudniejsza decyzja w całym cyklu. Istnieją dwa powody dla jej podjęcia. Po pierwsze, pogorszenie się wyników analizy fundamentalnej. Po drugie – gdy cena akcji zbliży się do wartości oczekiwanej, a wartość wskaźnika ceny do zysku będzie kształtować się na poziomie rynkowym. Średni okres utrzymywania inwestycji przez J. Neffa to trzy lata. Zazwyczaj nie posiadał on w swoim portfelu akcji dłużej niż pięć lat. Zachęcając do długoterminowego podejścia do inwestowania, jednocześnie przestrzega przed „przetrzymaniem” akcji w nadziei na dalsze wzrosty jej cen⁷.

2. Metodyka badania

Celem przeprowadzonej analizy empirycznej była weryfikacja skuteczności strategii inwestycyjnej opartej na wskaźniku ceny do zysku w odniesieniu do akcji notowanych na polskim rynku giełdowym. Zakłada ona maksymalnie pięcioletni horyzont inwestycyjny, w związku z czym za moment selekcji spółek pod kątem spełniania przez nie poszczególnych kryteriów przyjęto ostatnią sesję giełdową w roku 2007.

Badaną zbiorowość stanowią wszystkie podmioty charakteryzujące się pożądaną wartością wskaźnika ceny do zysku. Zostały one przeanalizowane pod kątem stopnia spełniania poszczególnych wytycznych modelu według następującego algorytmu:

1. Wzrost zysków rocznych na poziomie 7-20%.
2. Dochód z dywidendy przekraczający średni poziom o 2 punkty procentowe.
3. Stosunek całkowitego zwrotu z inwestycji do wskaźnika C/Z dwukrotnie przewyższający wartość dla rynku.
4. Dobre perspektywy biznesowe mierzone udziałem podmiotu w rynku oraz stosunkiem wskaźników C/Z i C/WK spółki do wskaźników dla sektora.
5. Silne podstawy finansowe – wzrost: przychodów, marży zysku, zysku na akcję, rentowności kapitału własnego oraz rentowności sprzedaży.
6. Dodatnie przepływy pieniężne generowane przez spółkę i odpowiedni ich rozkład (preferowane dodatnie przepływy z działalności operacyjnej oraz ujemne z działalności inwestycyjnej i finansowej).

⁷ J. Neff, S.L. Mintz: Op. cit., s. 115.

Proporcjonalnie do stopnia spełnienia danego warunku dla każdej ze spółek ustalono poziom dopasowania do każdego z kryteriów w skali od 1 do 6, gdzie 1 oznacza całkowity brak zgodności z wymaganiami, natomiast 6 – całkowitą zgodność.

Po dokonaniu oceny wszystkich elementów zbiorowości kolejny etap stanowi analiza wyników inwestycji w akcje tych podmiotów. W tym celu przeprowadzono badanie stóp zwrotu z akcji oraz ryzyka mierzonego ich odchyleniem standardowym. Parametry te zostały porównane z ich wartościami dla indeksu WIG. Na koniec każdego roku inwestycji (2008-2012) wskaźniki ceny do zysku dla każdej ze spółek porównane zostały z wartością dla rynku. Celem było stwierdzenie, czy osiągnęły one już poziom rynkowy, co traktowane jest jako sygnał sprzedaży. Decyzja o zakończeniu inwestycji powinna zostać podjęta również na skutek pogorszenia się sytuacji spółki, czego przejawem jest zmniejszenie się zysków oraz pogarszający się wskaźnik ROE. Informacje te również zostały uwzględnione w przeprowadzonym badaniu.

Źródłem danych merytorycznych były przede wszystkim *Cedule Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie* oraz *Roczniki Giełdowe*. Wybrane dane z rocznych oraz kwartalnych sprawozdań finansowych badanych podmiotów wykorzystane zostały na podstawie informacji zamieszczonych na serwisach internetowych www.escalator.pl, www.bankier.pl oraz www.money.pl. Dane dotyczące dywidend pozyskano z serwisu internetowego www.stockwatch.pl, natomiast dynamikę wartości dodanej brutto – z publikacji wskaźników makroekonomicznych Głównego Urzędu Statystycznego.

3. Zastosowanie strategii Johna Neffa na polskim rynku

Pośród wszystkich akcji notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w dniu 28 grudnia 2007 roku wybrane zostały wszystkie spółki, których wskaźnik ceny do zysku stanowił od 40 do 60% poziomu rynkowego. Wynosił on odpowiednio 18,8 dla podmiotów krajowych oraz 12,5 – dla zagranicznych. Oznacza to, że akcje polskich spółek powinny mieć wskaźnik C/Z z przedziału od 7,52 do 11,28, natomiast spółek z innych krajów – od 5 do 7,5. Kryterium to spełniło 16 z 319 rodzimych firm. Dwie z nich: Prosper oraz Świecie zostały wykluczone z badania ze względu na ich późniejsze wykluczenie z obrotu giełdowego.

Polskie spółki, które charakteryzowały się odpowiednią wysokością wskaźnika ceny do zysku, to: Cashflow, Echo, Energopol, Ferrum, Gant, Helio, Hype-

rion, KPPD, Lotos, Lubawa, Mostostal Export, Orzeł Biały, Variant oraz Yawal. Wśród 23 notowanych przedsiębiorstw zagranicznych żadne nie odnotowało pożądanego poziomu wskaźnika. Najbardziej zbliżoną jego wartość (wynoszącą 4,3) posiadała spółka Orcogroup, została więc warunkowo uwzględniona w dalszej analizie.

Pierwszym z analizowanych warunków był wzrost zysków rocznych na poziomie co najmniej 7, lecz nie więcej niż 20%. Wynik ich porównania przedstawiony został w tabeli 1. Jeżeli roczna zmiana zysku mieściła się w założonym przedziale, wówczas ocena zgodności zwiększona została o 1 punkt dla każdego roku. Jeżeli wykraczała ona poza pożądaną zakres, wówczas ocena nie wzrastała. Obejmuje to zarówno sytuacje, gdy spółka odnotowała straty, jak i przypadki, gdy zysk wykraczał (*in plus* bądź *in minus*) poza ustalone ramy.

Tabela 1

Ocena zgodności rocznych zmian zysków netto badanych spółek w latach 2002-2007

Spółka	Liczba lat, w których wzrost zysku wynosił od 7 do 20%	Liczba lat, w których wystąpiła strata	Liczba lat, w których zysk był mniejszy niż w roku poprzednim	Liczba lat, w których wzrost zysku był mniejszy niż 7%	Liczba lat, w których wzrost zysku był większy niż 20%	Ocena
CASHFLOW	0	1	1	0	3	1
ECHO	2	0	1	0	2	3
ENERGOPOL	0	1	2	0	1	1
FERRUM	0	2	2	0	1	1
GANT	0	1	1	0	3	1
HELIO	0	0	0	1	2	1
HYPERION	0	0	1	0	3	1
KPPD	0	0	1	0	4	1
LOTOS	1	0	1	0	3	2
LUBAWA	0	0	1	0	4	1
MOSTALEXP	0	2	2	0	1	1
ORCOGROUP	0	0	0	1	2	1
ORZBIALY	1	0	0	0	2	2
VARIANT	1	0	1	0	3	2
YAWAL	0	1	1	0	3	1

Każda z badanych spółek charakteryzowała się wysoką zmiennością poziomów rocznych zysków netto. Według Johna Neffa preferowanymi spółkami są takie, które co roku osiągają zyski rosnące w umiarkowanym tempie. Badane podmioty w niewielkim stopniu odpowiadają temu wymaganiu.

W przypadku sześciu z badanych przedsiębiorstw przynajmniej raz wystąpiła strata netto (dla spółek Ferrum oraz Mostostal Export zdarzyło się to dwu-

krotnie). Żadna ze spółek nie charakteryzowała się trwałym spadkiem dynamiki zysku – był on niższy niż zysk w roku ubiegłym maksymalnie w dwóch z pięciu badanych okresów. Stosunkowo rzadko (dwie obserwacje) występowały sytuacje, gdy wzrost zysku był niższy od założonego. Główną przyczyną niespełnienia warunku było odchylenie *in plus* (37 obserwacji). Maksymalny wzrost zysku wynosił 2174,5% (dla spółki Hyperion w roku 2005), natomiast największy jego spadek ukształtował się na poziomie -397% (dla spółki Energopol w 2004 roku). Najbardziej dopasowaną spółką według tego kryterium okazało się przedsiębiorstwo Echo.

Kolejnym z aspektów mogących świadczyć o atrakcyjności inwestycyjnej akcji danego podmiotu jest wypłacanie przez niego dywidend. Na polskim rynku jednak, zważywszy na jego wielkość i stopień rozwoju, zjawisko to występuje bardzo rzadko. W tabeli 2 przedstawiono ocenę badanych spółek pod względem zgodności z wytyczną nr 2 modelu J. Neffa. Za każdą wypłaconą dywidendę wyższą przynajmniej o 2 punkty procentowe od średniej rynkowej spółka otrzymała w swojej ocenie 1 punkt. Ze względu na badany sześcioletni okres jest to jedyne kryterium, w którym możliwe było uzyskanie maksymalnie 7 punktów (6 punktów z tytułu dywidend oraz jeden punkt bazowy).

Tabela 2

Ocena zgodności stopy dywidend badanych spółek w latach 2002-2007 z wytyczną strategii

Spółka	Brak dywidendy	Poniżej średniej	Powyżej średniej	Ocena	Ocena zmodyfikowana
CASHFLOW	6			1	1
ECHO	6			1	1
ENERGOPOL	6			1	1
FERRUM	6			1	1
GANT	6			1	1
HELIO	4			1	1
HYPERION	5			1	1
KPPD	5	1		1	2
LOTOS	4	2		1	3
LUBAWA	3		3	4	4
MOSTALEXP	6			1	1
ORCOGROUP	3	1		1	2
ORZBIALY	4			1	1
VARIANT	6			1	1
YAWAL	4	2		1	3

Ze względu na fakt, że jedynie spółka Lubawa wypłacała dywidendy wyższe o co najmniej 2 punkty procentowe od średniej rynkowej, jest to jedyna spółka oceniona pozytywnie. W związku z tym kryterium nr 2 poddano modyfikacji – podwyższono noty spółek, które wypłaciły dywidendę niezależnie od jej wysokości (jeden punkt za każdy rok). Owa zmodyfikowana ocena posłużyła do dalszych obliczeń.

Trzecim z elementów strategii jest osiągnięcie przez dany podmiot określonej wartości wskaźnika opartego na relacji całkowitego wzrostu z inwestycji i wskaźnika C/Z. W tabeli 3 zaprezentowano jego poziom dla każdej ze spółek oraz porównanie z wartościami dla rynku mierzonymi wzrostem wartości dodanej brutto w cenach średniorocznych roku poprzedniego.

Tabela 3

Wskaźnik relacji całkowitego wzrostu z inwestycji do poziomu jej rynkowej wyceny dla badanych spółek oraz rynku w roku 2007

Spółka	Wzrost zysków	Stopa dywidendy	Wskaźnik C/Z	Wynik*	Porównanie z rynkiem**	Ocena
CASHFLOW	-95,67%	0,00%	9,4	-0,102	-18,76	1
ECHO	16,23%	0,00%	10,9	0,015	2,74	5
ENERGOPOL	-54,92%	0,00%	7,8	-0,070	-12,98	1
FERRUM	-9,63%	0,00%	10,1	-0,010	-1,76	1
GANT	274,94%	0,00%	8,9	0,309	56,94	5
HELIO	47,71%	0,00%	9,4	0,051	9,36	5
HYPERION	117,39%	0,00%	10,0	0,117	21,64	5
KPPD	169,99%	1,50%	9,0	0,191	35,12	5
LOTOS	10,82%	0,80%	8,0	0,015	2,68	5
LUBAWA	-7,26%	0,00%	9,4	-0,008	-1,42	1
MOSTALEXP	-35,25%	0,00%	7,6	-0,046	-8,55	1
ORCOGROUP	3,12%	1,00%	4,3	0,010	1,76	3
ORZBIALY	7,14%	0,00%	8,4	0,008	1,57	3
VARIANT	22,82%	0,00%	7,9	0,029	5,32	5
YAWAL	111,55%	1,20%	9,4	0,120	22,11	5
RYNEK	8,20%	2,00%	18,8	0,005		

* Iloraz sumy rocznej procentowej zmiany zysku netto i stopy dywidendy spółki oraz jej wskaźnika C/Z.

** Iloraz wartości z komórki „Wynik” oraz ilorazu sumy poziomu PKB i średniej rynkowej stopy dywidendy oraz średniego rynkowego wskaźnika C/Z.

Twórca strategii nie podał maksymalnej wartości wynikającej z porównania wskaźnika dla spółki z analogicznie obliczonym parametrem dla rynku. W związku z tym założono, że warunek spełniają wszystkie spółki, dla których był on wyższy niż 2 (ocenione na 5). Przyjęto również, że przedsiębiorstwa, których

wzrost zysków nie był na tyle wysoki, by końcowy wskaźnik osiągnął poziom 2, są bardziej atrakcyjne inwestycyjnie od podmiotów, których zysk się zmniejszał. W związku z tym otrzymały one notę 3, podczas gdy pozostałe spółki ocenione zostały najniżej (ich zyski były mniejsze niż w roku poprzednim).

Badane przedsiębiorstwa powinny charakteryzować się dobrymi perspektywami biznesowymi. Czynniki świadczące o atrakcyjności inwestycyjnej i szansach na ponadprzeciętny zwrot są: mocna pozycja konkurencyjna oraz niższa rynkowa wycena w porównaniu do średnich dla sektora. Ich zestawienie przedstawia tabela 4.

Tabela 4

Ocena perspektyw biznesowych badanych spółek na koniec roku 2007

Spółka	Sektor	Liczba konkurentów	Udział w rynku	C/Z	C/Z sektora	C/WK	C/WK sektora	Ocena
CASHFLOW	finanse	27	0,22%	9,40	11,3	1,89	0,95	2
ECHO	deweloperzy	16	10,32%	10,90	11,7	2,29	2,62	4
ENERGOPOL	budownictwo	28	0,56%	7,80	39,6	1,58	4,37	3
FERRUM	metalurgia	17	0,36%	10,10	7,8	1,06	2,62	2
GANT	deweloperzy	16	2,71%	8,90	11,7	2,22	2,62	3
HELIO	handel hurtowy	27	0,25%	9,40	24,5	1,79	3,04	3
HYPERION	telekomunikacja	7	0,19%	10,00	x	1,27	1,76	4
KPPD	drzewny	8	1,70%	9,00	16,9	2,4	3,27	4
LOTOS	paliwa	5	5,12%	8,00	15	0,91	1,73	4
LUBAWA	lekki	11	3,13%	9,40	44,9	1,45	2,51	4
MOSTALEXP	budownictwo	28	0,87%	7,60	39,6	1,86	4,37	3
ORCOGROUP	deweloperzy	16	9,40%	4,30	11,7	1,86	2,62	4
ORZBIALY	usługi indywidualne	16	13,60%	8,40	x	6,21	2,79	3
VARIANT	handel hurtowy	27	0,47%	7,90	24,5	1,52	3,04	3
YAWAL	materiały budowlane	14	2,27%	9,40	32,2	2,96	3,67	4

Analiza pozycji badanych spółek na tle sektora wykazała, że są to w większości podmioty o niewielkim udziale w rynku, wycenione poniżej średniego poziomu dla sektora. Składnikami częściowymi ich oceny były cztery kryteria: udział w rynku, wskaźnik C/Z i C/WK oraz liczba konkurentów. Spółka otrzymywała po 1 punkcie, jeżeli: charakteryzowała się ponadprzeciętnym udziałem w rynku (przeciętny udział to iloraz 100% i liczby konkurentów), wskaźnik C/Z lub C/WK był niższy od średniej dla sektora oraz gdy liczba konkurentów była niższa niż 16 (średnia dla wszystkich sektorów).

Spółki będące obiektami inwestycji w strategii opartej na wskaźniku ceny do zysku powinny posiadać stabilne podstawy finansowe. John Neff za ich wyznacz-

niki uważał rosnące przychody, marże zysku oraz rentowność. Ocena tych parametrów przedstawiona została w tabeli 5.

Tabela 5

Ocena podstaw finansowych badanych spółek w latach 2002-2007

Spółka	A	B	C	D	E	Średni wzrost przychodów	Średni wzrost marży zysku	Średni wzrost ROE	Średni wzrost ROS	Ocena
CASHFLOW	5	3	4	2	4	52,05%	7,48%	13,64%	4,78%	4
ECHO	4	3	4	3	3	9,27%	61,99%	15,66%	49,05%	4
ENERGOPOL	3	1	2	2	2	11,05%	-3,27%	3,31%	1,46%	1
FERRUM	4	4	3	3	2	22,92%	3,73%	2,90%	1,45%	4
GANT	2	4	4	3	4	-32,68%	15,32%	11,99%	12,73%	3
HELIO	2	1	3	1	1	26,87%	10,41%	30,17%	7,55%	2
HYPERION	4	3	3	2	3	70,16%	13,31%	7,33%	11,07%	3
KPPD	4	4	4	4	4	10,63%	4,97%	16,11%	3,30%	4
LOTOS	4	3	4	3	4	15,36%	7,11%	17,81%	6,50%	4
LUBAWA	2	4	4	4	5	6,63%	17,87%	13,77%	19,18%	4
MOSTALEXP	1	0	3	2	3	-23,49%	-7,76%	-47,81%	5,83%	1
ORCOGROUP	3	1	1	1	1	66,89%	46,82%	19,39%	31,99%	2
ORZBIALY	3	2	3	1	2	34,13%	20,01%	49,32%	18,24%	3
VARIANT	4	3	4	1	3	14,70%	10,20%	18,89%	7,70%	3
YAWAL	3	3	4	2	4	-24,03%	9,73%	-130,29%	17,30%	2

Objaśnienia:

A – liczba lat, w których wzrastały przychody.

B – liczba lat, w których wzrastały marże brutto.

C – liczba lat, w których wzrastał zysk na akcję.

D – liczba lat, w których wzrastał ROE.

E – liczba lat, w których wzrastał ROS.

W większości obserwacji średni geometryczny wzrost analizowanych elementów był dodatni. Pomimo dużego rozstępu wyników można stwierdzić, że w większości badanych lat przychody, marże brutto, zyski oraz rentowność wzrastały. Założono więc ocenę tego kryterium jako zaokrągloną w górę średnią kolumn A-E w tabeli 5 pomniejszoną o ujemne wyniki kolumn pozostałych (minus 1 punkt za każdy ujemny średni wzrost).

Zgodnie z założeniami strategii, spółki powinny generować wysokie dodatnie przepływy pieniężne, co zwiększyłoby szansę na uzyskanie przez inwestora dodatkowego dochodu w postaci dywidend. W tabeli 6 przedstawiono kierunek oraz strukturę przepływów pieniężnych analizowanych podmiotów w latach poprzedzających inwestycję.

W ponad 70% obserwacji badane podmioty osiągały dodatnie przepływy pieniężne. Pożądaną ich strukturą były dodatnie operacyjne przepływy pieniężne przy ujemnych wartościach pozostałych. Oznacza to, że spółka osiąga zyski z działalności podstawowej pozwalające na zaspokojenie swoich potrzeb inwestycyjnych oraz spłatę zobowiązań. Najczęściej jednak potrzeby inwestycyjne finansowane były ze źródeł obcych. Ocena każdej ze spółek dokonana została na podstawie ilości dodatnich przepływów pieniężnych pomniejszonych o przepływy ujemne ogółem oraz przepływy z działalności operacyjnej (w przypadkach, gdy przepływy ujemne ogółem były dodatnie).

Tabela 6

Kierunek i rozkład przepływów pieniężnych badanych spółek w latach 2002-2007

Spółka	Dodatnie przepływy pieniężne	Ujemne przepływy pieniężne	A	B	C	D	E	Ocena
CASHFLOW	5	1		1	2	3		4
ECHO	6		1			5		5
ENERGOPOL	4	2	3	1	1		1	2
FERRUM	4	2	2	1	2	1		2
GANT	6		1	4	1			1
HELIO	3	1		2		2		1
HYPERION	4	1			1	4		3
KPPD	2	4			3	3		1
LOTOS	3	3			4	2		1
LUBAWA	5	1	1	1	3	1		4
MOSTALEXP	3	3	2	3		1		1
ORCOGROUP	3	1		2		2		2
ORZBIALY	4			1	2		1	3
VARIANT	4	2		3	2	1		1
YAWAL	3	3	1	2	2	1		1
RAZEM	59	24	11	21	23	26	2	

Objaśnienia:

A – dodatnie przepływy pieniężne inwestycyjne.

B – ujemne przepływy pieniężne operacyjne.

C – prawidłowa struktura (dodatnie operacyjne przepływy pieniężne, pozostałe ujemne).

D – dodatnie przepływy pieniężne finansowe.

E – dodatnie przepływy pieniężne finansowe i inwestycyjne.

Zgodność badanych podmiotów z zasadami strategii ustalona została na podstawie sumy wszystkich ocen cząstkowych. Przedstawione zostały one w tabeli 7.

Najbardziej dopasowaną do założeń strategii spółką okazała się firma Echo Investment, która spełniła 73% wymagań. Najmniej dopasowana spółka, Mostostal Export, była zgodna z ustalonymi kryteriami w 27%. Najwyższe oceny spółki uzyskały w przypadku kryteriów 3 i 4 (odpowiednio 51 i 50 punktów), natomiast najniższe – w kryteriach 1 oraz 2 (odpowiednio 20 oraz 24 punkty).

Tabela 7

Podsumowanie ocen zgodności badanych spółek z założeniami strategii

Spółka/ kryterium	nr 1	nr 2	nr 3	nr 4	nr 5	nr 6	Razem	Procent zgodności
ECHO	3	1	5	4	4	5	22	73%
LOTOS	2	3	5	4	4	1	19	63%
LUBAWA	1	4	1	4	4	4	18	60%
HYPERION	1	1	5	4	3	3	17	57%
KPPD	1	2	5	4	4	1	17	57%
YAWAL	1	3	5	4	2	1	16	53%
ORZBIALY	2	1	3	3	3	3	15	50%
VARIANT	2	1	5	3	3	1	15	50%
GANT	1	1	5	3	3	1	14	47%
ORCOGROUP	1	2	3	4	2	2	14	47%
CASHFLOW	1	1	1	2	4	4	13	43%
HELIO	1	1	5	3	2	1	13	43%
FERRUM	1	1	1	2	4	2	11	37%
ENERGOPOL	1	1	1	3	1	2	9	30%
MOSTALEXP	1	1	1	3	1	1	8	27%
MAKSYMALNIE	5	5	5	5	5	5	30	

4. Wyniki inwestycyjne strategii

Na podstawie średnich logarytmicznych miesięcznych stóp zwrotu z akcji każdej z badanych spółek oraz indeksu WIG przeprowadzona została analiza porównawcza wyników inwestycji w latach 2008-2012. Zostały one zaprezentowane w tabeli 8.

Biorąc pod uwagę wynik inwestycji w całym pięcioletnim okresie, większość spółek osiągnęła wyniki gorsze od indeksu rynkowego, który osiągnął stratę na poziomie 16%. Mniejszą stratę (-7,7%) poniosła jedynie spółka Lotos. In-

westycja w żaden z badanych podmiotów nie okazała się zyskowna. Zmienność mierzona odchyleniem standardowym rocznych stóp zwrotu również była znacznie wyższa niż w przypadku indeksu WIG. Utrzymywanie walorów na rachunku inwestycyjnym w tym okresie nie było opłacalne. Należy więc zastanowić się nad kwestią optymalnego momentu ich sprzedaży.

Tabela 8

Zestawienie stóp zwrotu dla badanych spółek oraz indeksu WIG w latach 2008-2012

Spółka/indeks	2008	2009	2010	2011	2012	Stopa zwrotu z całego okresu	Odchylenie standardowe
LOTOS	-131,48%	97,87%	13,37%	-44,47%	57,00%	-7,71%	80,32%
WIG	-71,48%	38,43%	17,20%	-23,36%	23,30%	-15,92%	39,80%
ENERGOPOL	-112,57%	51,48%	50,09%	-28,63%	14,51%	-25,12%	61,21%
FERRUM	-54,72%	77,44%	5,54%	-46,08%	-9,59%	-27,42%	47,09%
HELIO	-23,97%	63,71%	83,12%	-118,11%	-34,14%	-29,39%	72,78%
ORZBIALY	-121,98%	71,79%	52,94%	-21,68%	-18,63%	-37,56%	68,37%
LUBAWA	-32,10%	17,33%	42,79%	-64,26%	-1,42%	-37,65%	37,44%
ECHO	-131,02%	66,24%	14,07%	-37,77%	42,85%	-45,63%	70,14%
HYPERION	-80,22%	94,63%	-11,62%	-99,11%	-9,14%	-105,46%	68,13%
KPPD	-184,64%	50,17%	8,53%	-8,07%	10,44%	-123,58%	82,22%
CASHFLOW	-104,81%	-30,35%	61,03%	-66,16%	13,41%	-126,88%	58,25%
VARIANT	-123,75%	6,36%	3,95%	-108,73%	-4,85%	-227,01%	58,15%
YAWAL	-124,32%	13,69%	-11,12%	-146,68%	41,01%	-227,41%	75,66%
MOSTALEXP	-80,97%	-8,99%	-30,75%	-62,36%	-64,93%	-248,01%	26,02%
GANT	-178,18%	81,96%	-28,99%	-95,07%	-50,31%	-270,59%	85,13%
ORCOGROUP	-240,87%	-0,15%	2,90%	-61,94%	-37,02%	-337,07%	90,01%

Jednym z podstawowych wyznaczników momentu sprzedaży akcji jest osiągnięcie przez nie wyceny na poziomie średniej rynkowej. W tabeli 9 znajdują się wartości wskaźników C/Z na koniec każdego z badanych lat hipotetycznego trwania inwestycji. Pogrubioną czcionką oznaczone zostały wartości przekraczające średnią dla wszystkich spółek. Puste pola oznaczają, że ze względu na stratę odnotowaną przez spółkę wskaźnik ceny do zysku nie był możliwy do obliczenia. Jest to sygnał świadczący o pogorszeniu się sytuacji spółki, co jest drugim z wyznaczników momentu sprzedaży akcji.

Tabela 9

Wskaźniki C/Z badanych spółek oraz rynku w ostatnim dniu sesyjnym
w latach 2008-2012

Spółka	2008	2009	2010	2011	2012
CASHFLOW			91,20	10,20	5,50
ECHO	7,20	15,30	14,90	7,70	30,20
ENERGOPOL			16,70	27,50	32,50
FERRUM	13,90	33,40			28,70
GANT	2,40	4,10	15,80	11,80	
HELIO	7,00	9,00	15,00	17,00	30,20
HYPERION	5,50	18,00		34,50	
KPPD	8,70			52,80	8,90
LOTOS	2,00		7,10	3,70	6,80
LUBAWA	17,60		71,30		6,70
MOSTALEXP	3,50				
ORCOGROUP			0,50		
ORZBIALY	2,90	20,00	9,60	8,20	17,20
VARIANT	20,70				
YAWAL	11,60	140,50			8,20
RYNEK	8,40	37,00	17,50	9,20	13,3

Z punktu widzenia inwestora kluczowa jest analiza wyniku inwestycji pomiędzy momentem zakupu oraz planowanej sprzedaży akcji. Wartości te dla każdego z badanych lat przedstawia tabela 10. Wynik inwestycji jest tu stosunkiem ceny akcji w ostatnim dniu sesyjnym danego roku oraz ceny akcji w momencie jej zakupu (ostatni dzień sesyjny roku 2007). Pogrubioną czcionką oznaczone są obserwacje, w których możliwe było osiągnięcie zysku. Podejmowanie decyzji na podstawie przewidywań zmian cen byłoby jednak spekulacją, co nie jest zgodne z założeniami strategii. Uwzględniając bowiem przesłanki świadczące o konieczności wycofania się z inwestycji (strata netto, wskaźnik C/Z przewyższający średnią rynkową), ponad połowa badanych spółek powinna zostać sprzedana już w roku 2008.

Tabela 10

Zmiany cen akcji badanych spółek w latach 2008-2012 w odniesieniu do ceny zakupu z ostatniego dnia sesji giełdowej w roku 2007

Spółka	2008	2009	2010	2011	2012
CASHFLOW	-64,9%	-74,1%	-52,4%	-75,4%	-71,9%
ECHO	-73,0%	-47,7%	-39,8%	-58,7%	-36,6%
ENERGOPOL	-67,6%	-45,7%	-10,4%	-32,7%	-22,2%
FERRUM	-42,1%	25,5%	32,7%	-16,3%	-24,0%
GANT	-83,2%	-61,8%	-71,4%	-89,0%	-93,3%
HELIO	-21,3%	48,8%	241,6%	4,9%	-25,5%
HYPERION	-55,2%	15,5%	2,8%	-61,8%	-65,2%
KPPD	-84,2%	-73,9%	-71,6%	-73,8%	-70,9%
LOTOS	-73,1%	-28,5%	-18,3%	-47,6%	-7,4%
LUBAWA	-27,5%	-13,7%	32,4%	-30,4%	-31,4%
MOSTALEXP	-55,5%	-59,3%	-70,1%	-84,0%	-91,6%
ORCOGROUP	-91,0%	-91,0%	-90,8%	-95,0%	-96,6%
ORZBIALY	-70,5%	-39,5%	2,8%	-17,2%	-31,3%
VARIANT	-71,0%	-69,1%	-67,8%	-89,2%	-89,7%
YAWAL	-71,2%	-66,9%	-70,4%	-93,2%	-89,7%
RYNEK	-51,1%	-28,1%	-14,7%	-32,4%	-14,7%

Sytuacja finansowa badanych spółek w latach 2008-2012 ulegała pogorszeniu. Zmniejszały się ich zyski, w niektórych latach przechodząc nawet w straty. Poziom marż zysku operacyjnego również ulegał stopniowemu pogorszeniu. Dodatkowo spółki zrezygnowały z wypłat dywidend – po roku 2007 dywidendy wypłaciły jedynie spółki Lubawa oraz Orzeł Biały.

Podsumowanie

Przeprowadzony test empiryczny wykazał, że strategia inwestycyjna opracowana przez J. Neffa, zarządzającego funduszem akcji na rynku amerykańskim, nie umożliwia osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Akcje wybranych podmiotów osiągnęły gorsze od rynku stopy zwrotu przy dużo wyższym odchyleniu standardowym.

Na podstawie publikacji opisujących strategię inwestycyjną J. Neffa sformułowano kryteria, których celem było wyodrębnienie podmiotów najbardziej dopasowanych do jej założeń. Za podstawowy warunek uznano odpowiednio niski

poziom wskaźnika C/Z, który miał się kształtować na poziomie od 40% do 60% średniej rynkowej. Stopy zwrotu wybranych spółek dla każdego z badanych lat (2008-2012) zostały porównane z wartościami dla indeksu szerokiego rynku.

Rok 2007 był okresem, gdy na polskim rynku giełdowym występowała hossa. Analizowany przedział czasowy (lata 2008-2012) obejmuje znaczne spadki cen akcji większości notowanych walorów. Akcje badanych spółek jednak zmniejszyły swoją wartość na poziomie wyższym niż przeciętny. Zastosowana strategia na polskim rynku giełdowym w badanym okresie nie przyniosła oczekiwanego rezultatu. Nie wyklucza to jej skuteczności przy innych uwarunkowaniach, z całą pewnością nie można jej jednak nazwać uniwersalną ani ponadczasową.

Literatura

Arnold G.: Inwestowanie w wartość. Wydawnictwa Profesjonalne PWN, Warszawa 2010.
Mintz S.L., Neff J.: John Neff on Investing. John Wiley and Sons Ltd., New York 1999.

EFFECTIVENESS OF THE INVESTMENT STRATEGY BASED ON PRICE-- nEARNINGS RATIO BY MODEL CREATED BY JOHN NEFF

Summary

The article is devoted one of the investment strategy based on value investing. This strategy was developed by John Neff. He headed the Windsor Fund for many years. The main assumption of this strategy is investing in stocks these are low market valuation ratio (price to earnings ratio forming from 40 to 60% of the market) and additionally, these companies are likely to develop. These are measured according to certain criteria.

In this publication empirically verified the results to the strategy of John Neff for the stocks listed on the Polish stock market in the years 2007-2012. Companies in accordance with criterion of size of P/E ratio evaluated for compatibility with the Rother objectives of the strategy, and then tested the effects of investment in their stocks as compared to the results for the broad market index.

Karolina Mucha-Kuś

Maciej Sołtysik

Tauron Polska Energia SA

KOOPETYCJA W PROCESIE INWESTYCYJNYM NA PRZYKŁADZIE PROJEKTU BUDOWY ELEKTROWNI JĄDROWEJ W POLSCE

Wprowadzenie

Kapitałochłonne procesy inwestycyjne w energetyce łączą często kompetencje wielu podmiotów we wspólnych wysiłkach osiągnięcia zamierzonego celu. W dzisiejszych realiach firmy konkurują ze sobą na jednym polu swej działalności, a współpracują na innym¹. Nawet jeśli takie zachowania nie znajdują swego wyjaśnienia w literaturze klasycznej, rzeczywiste zachowania podmiotów na rynku wykorzystują strategię współpracy ze swoimi konkurentami, tworząc zupełnie nową więź międzyorganizacyjną, zwaną koopetycją. Koopetytorzy często nie byłiby w stanie osiągnąć oczekiwanego rezultatu, działając w pojedynkę, dlatego też świadomie decydują się na nawiązanie współpracy ze swoim rywalem.

Celem niniejszego artykułu jest identyfikacja zjawiska koopetycji oraz analiza rodzaju relacji łączących koopetytorów na przykładzie procesu inwestycyjnego budowy pierwszej elektrowni jądrowej w Polsce.

1. Koopetycja – definicja oraz jej rodzaje

Relacje koopetycyjne jako przedmiot badań określane są jako następstwo intensyfikacji i rozwoju złożoności niestabilnych i dynamicznych zachowań kooperacyjnych pomiędzy konkurentami. Koopetycja jest przeniesieniem teorii gier w realia biznesu², tworząc nową teorię strategiczną, oznaczającą zdolność do

¹ Y. Luo: Toward coopetition within a multinational enterprise: a perspective from foreign subsidiaries. „Journal of World Business” 2005, No. 40, s. 71-90.

² A.M. Brandenburger, B.J. Nalebuff: Co-opetition. Doubleday Currency, New York 1996.

wchodzenia w paradoksalne więzi międzyorganizacyjne, umożliwiając dostęp do zewnętrznych zasobów, to jest *know-how*, finansów czy technologii. W tym świetle koopetycja to strategia wspólnego tworzenia wartości i konkurencji przy jej podziale, w warunkach częściowej zbieżności interesów lub celów oraz zmiennej struktury gry o sumie dodatniej (niezerowej), której wynik jest dodatni, ale zmienny ze względu na fakt, że zachowaniu kooperacyjnemu towarzyszy jednocześnie postawa konfrontacyjna i trudno jest określić *ex ante*, w jakim stopniu partnerzy będą uzyskiwać zyski z racji współpracy³.

Koopetycja jest dwustronną i paradoksalną relacją, która pojawia się pomiędzy współpracującymi firmami w pewnej części ich działalności, natomiast jednocześnie firmy te mogą konkurować na innym polu, mając na celu osiągnięcie lepszych wyników zarówno indywidualnych, jak i wspólnych⁴. Innymi słowy, im więcej strony wypracują wspólnymi siłami, tym większe korzyści mogą osiągnąć. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż konkurencja zazwyczaj pojawia się w obszarach działalności bliżej klienta, natomiast współpraca odbywa się w ramach czynności bardziej od niego oddalonych⁵.

Literatura zarządzania strategicznego pokazuje pewne wzorce typowe dla koopetycji w codziennych praktycznych relacjach biznesowych. Zjawisko to można klasyfikować w różny sposób w zależności od przyjętego kryterium podziału. Po pierwsze, koopetycja może być **zamierzona**⁶ oraz **wylaniająca się**⁷. Wzorzec pierwszy charakteryzuje się świadomym, przemyślanym i celowym poszukiwaniem korzyści na poziomie zarówno indywidualnym, jak i wspólnym, gdzie koordynacja działań współpracujących konkurentów jest stosunkowo jasna, a często jest ona wyraźnie sprecyzowana. Koopetycja w tym znaczeniu to zamierzona strategia, zorientowana zewnątrz, silnie skoncentrowana na większej liczbie zaangażowanych podmiotów niż jedna firma. Z drugiej strony może być zachowaniem niejako sprowokowanym aktualną sytuacją na rynku. Wzorzec wylaniający się odnosi się do nagłego i dynamicznego wzrostu indywidualnych zachowań poszukiwania wartości wewnątrz powiązań współpracujących partnerów, najczęściej nieplanowanych przed rozpoczęciem współpracy.

³ J. Macias: Konkurencyjność – strategiczny wymiar efektywności przedsiębiorstw. „Przegląd Organizacji” 2010, nr 5, s. 4-7.

⁴ K. Mucha-Kuś: Strategia koopetycji. Innowacyjne połączenie konkurencji i współdziałania? „Przegląd Organizacji” 2010, nr 2, s. 9-12.

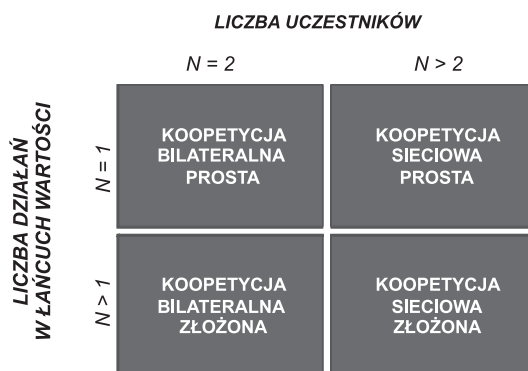
⁵ M. Bengtsson, S. Kock: Cooperation and competition in relationships between competitors in business networks. „The Journal of Business & Industrial Marketing” 1999, No. 14(3), s. 178-191.

⁶ F. Robert, P. Marques, F. Le Roy: Coopetition between SMEs: an empirical study of French professional football. „International Journal of Entrepreneurship and Small Business” 2009, No. 8(1), s. 23-43.

⁷ M. Mariani: Coopetition as an Emergent Strategy. „International Studies of Management & Organization” Summer 2007, No. 37(2), s. 97-126.

Po drugie, biorąc pod uwagę kierunek przedmiotowych relacji, można wyróżnić kooperację **poziomą** oraz **pionową**⁸. Poziome relacje dotyczą współpracy bezpośrednich konkurentów w ramach rynku, na którym funkcjonują, natomiast kooperacja pionowa występuje w relacjach sprzedawca-nabywca i dotyczy przede wszystkim poziomu negocjowanych cen. W relacji pionowej dosyć łatwo jest dostrzec wspólne interesy partnerów i ich współzależność w ramach łańcucha dostaw. Z kolei kooperacja pozioma ma sprzyjać osiągnięciu silnej pozycji na rynku oraz pozyskaniu trwałej przewagi konkurencyjnej. Kooperatorem jest w tej sytuacji rywal, który zabiega o względy tego samego odbiorcy końcowego.

Wreszcie o kooperacji możemy mówić jako o relacji **bilateralnej** – gdy mamy do czynienia ze współpracą pomiędzy dwoma konkurentami, oraz **sieciowej** – w przypadku występowania przedmiotowych relacji pomiędzy więcej niż dwoma konkurentami⁹. Zarówno perspektywę sieciową, jak i bilateralną można podzielić dodatkowo na prostą oraz złożoną¹⁰, co zostało przedstawione na rys. 1. Kooperacją bilateralną prostą określane są relacje pomiędzy dwiema firmami, w odniesieniu do jednego ogniwa w ramach łańcucha wartości. Z kolei kooperacja bilateralna złożona dotyczy więcej niż jednego ogniwa w tym łańcuchu. Analogicznie, kooperacja sieciowa prosta to relacje w grupie firm odnoszące się do jednego ogniwa, natomiast relacja sieciowa złożona angażuje działania w większej ilości ogniw łańcucha tworzenia wartości.



Rys. 1. Kooperacja bilateralna i sieciowa (prosta oraz złożona)

Źródło: G.B. Dagnino, G. Padula: Coopetition Strategy: A New Kind of Interfirm Dynamics for Value Creation. Paper presented at the Second EURAM Annual Conference, Stockholm 2002, May 9-11.

⁸ A. Tidström: Causes of conflict in intercompetitor cooperation. „Journal of Business & Industrial Marketing” 2009, No. 7(24), s. 506-518.

⁹ G.B. Dagnino, F. Le Roy, S. Yami, W. Czakon: Strategie kooperacji – nowa forma dynamiki międzyorganizacyjnej. „Przegląd Organizacji” 2008, nr 6, s. 3.

¹⁰ G.B. Dagnino, G. Padula: Coopetition Strategy: A New Kind of Interfirm Dynamics for Value Creation. Paper presented at the Second EURAM Annual Conference, Stockholm 2002, May 9-11.

Firmy nie mogą działać w oderwaniu od otoczenia zewnętrznego¹¹, dlatego tak ważne jest, by identyfikowały oraz świadomie wykorzystywały wszelkie współzależności z innymi podmiotami na rynku. Można zauważyć, że coraz częściej poszukiwane są korzyści wynikające zarówno z relacji konkutowania¹², jak i współpracy, przy pomocy których firmy uzupełniają swoją działalność. Wspólnie wykreowana wartość jest często efektem współpracy wielu uczestników łańcucha wartości¹³, w tym również konkurentów, co więcej, byłaby ona niemożliwa do osiągnięcia przez zaangażowane strony w pojedynkę¹⁴.

2. Koopetycja w procesie inwestycyjnym

Zwiększanie tzw. tortu do podziału¹⁵ czy zwiększanie rynku należy postrzegać jako wspólną korzyść wynikającą z koopetycji, natomiast należy pamiętać, że każdy podmiot z osobna szuka jak największych korzyści indywidualnych. Inwestowanie w szerokim zakresie tego słowa stanowi podstawę wszelkiego rozwoju, a poszukiwanie wartości dodanej oraz korzyści jest nieodłącznym elementem wynikającym z inwestycji. Należy pamiętać, że przez inwestycję rozumieć można zarówno lokatę kapitału w postaci zakupu udziałów w funduszach inwestycyjnych, akcji, obligacji bądź innych papierów wartościowych, jak również efekt procesu budowy obiektów materialnych lub nabycia nieruchomości w celu osiągnięcia konkretnych korzyści¹⁶. Inwestowanie obejmuje zatem szeroki wachlarz zamierzeń i działań rozwojowych, m.in. inwestowanie w nieruchomości, w nowe technologie, urządzenia powodujące wzrost wydajności pracy, dzieła sztuki czy papiery wartościowe.

Procedury obowiązujące w procesach inwestycyjnych budowlanych, czyli unormowany przepisami i zwyczajami sposób podejmowania i prowadzenia przedsięwzięć inwestycyjnych, stanowią pewnego rodzaju reguły gry inwestycyjnej. Mówiąc najogólniej, unormowania prawne inwestowania *a priori* określają

¹¹ H. Hakanson, I. Snehota: No Business is an Island: the Network Concept of Business Strategy. „Scandinavian Journal of Management” 2006, No. 5, s. 187-200.

¹² F. Robert, P. Marques, F. Le Roy: Op. cit., s. 23-43.

¹³ W. Czakon, K. Mucha-Kuś, M. Sołtysik: Relacje koopetycji w tworzeniu efektywności rynku. „Studia i prace kolegium zarządzania i finansów”, Zeszyt Naukowy 116, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012, s. 48-58.

¹⁴ A.M. Brandenburger, B.J. Nalebuff: Op. cit.

¹⁵ Amerykańscy badacze koopetycji A. Brandenburger oraz B. Nalebuff określają to jako *business pie*.

¹⁶ W.A. Werner: Procedury inwestowania. Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2004, s. 5.

i porządkują podstawowe zasady zagospodarowania i ładu przestrzennego, bezpieczeństwa budowli, ochrony uzasadnionych interesów obywateli oraz państwa. Polityka inwestycyjna państwa ulega zmianom w zależności od poglądów politycznych parlamentu i rządu, sytuacji ekonomicznej kraju i realności pokrycia publicznych potrzeb inwestycyjnych, od skutków obowiązujących przepisów i ich wpływu na skłonności inwestowania kapitału zagranicznego i polskiego, jak również skutków integracji europejskiej oraz wymogów Unii Europejskiej.

Korzystnym efektem liberalizacji działalności gospodarczej naszego kraju, także w dziedzinie inwestycji budowlanych, jest obecnie konieczność wykazania przez każdego inwestora odpowiedniej inwencji i dbałości o efektywność podejmowanych przedsięwzięć inwestycyjnych, co wymaga zapewnienia maksymalnej staranności ich przygotowania i realizacji, z pełnym uwzględnieniem obiektywnych uwarunkowań i racjonalizacji korelacji celów gospodarczych z możliwościami finansowymi inwestora¹⁷. Do podstawowych obowiązków każdego inwestora należy ustalenie optymalnego programu użytkowego inwestycji i zapewnienie odpowiednich środków finansowych dla jej realizacji. Często wymaga to odpowiedniego współdziałania z zainteresowanymi jednostkami organizacyjnymi i gospodarczymi w sprawach realizacji inwestycji wspólnych i towarzyszących. Co więcej, zdarza się również tak, że inwestor nawiązuje relacje współpracy, w różnym zakresie, ze swoim bezpośrednim konkurentem. Koopetycja, bo tak określa się przedmiotową relację, potrzebuje szczególnej uwagi i osobliwego sposobu zarządzania.

Postępująca integracja europejska oraz procesy globalizacji wymagają obecnie stosowania, odpowiednich do sytuacji i potrzeb, form organizowania i zarządzania całym procesem inwestycyjnym. Ogromne zróżnicowanie inwestycji i wielkości ich programów rzeczowych potrzebuje po pierwsze – znajomości wspomnianych już zasad i trybu postępowania w procesie inwestycyjnym i po drugie – odpowiednich zasobów. Niezależnie od wielkości i stopnia złożoności przedsięwzięcia, w każdym przypadku powinny być przestrzegane podstawowe zasady postępowania, wymagające racjonalnego etapowania tych czynności¹⁸, co pokazuje rys. 2. Każde stadium procesu inwestycyjnego¹⁹ zawiera wiele określonych działań i czynności, jakie powinny być wykonane w każdym z nich – zaczynając od sformułowania i uzasadnienia celu inwestycji w stadium przedprojektowym, aż do rozliczenia

¹⁷ W. Korzeniewski: Przygotowanie inwestycji budowlanych. Stadium przedprojektowe. Polcen, Warszawa 2004, s. 9.

¹⁸ Ibid., s. 22-23.

¹⁹ Przedstawione stadia stanowią przykład podziału procesu inwestycyjnego. Inny podział może przebiegać np. według faz ujętych w publikacjach UNIDO (United Nations: Poradnik przygotowania ostatecznych wersji projektów inwestycyjnych w przemyśle. IWZZ, Warszawa 1986) lub zgodnie z przyjętymi metodykami zarządzania projektami.

końcowych kosztów inwestycji w stadium powykonawczym. Dodatkowo na rysunku zaznaczono, że *de facto* na każdym etapie procesu inwestycyjnego mogą wystąpić relacje jednoczesnej współpracy oraz konkurencji pomiędzy zaangażowanymi w inwestycję podmiotami, a ich koniec nie musi pokrywać się z zakończeniem ostatniego stadium inwestycji. Relacje koopetycji mogą trwać jeszcze długo po zakończeniu procesu inwestycyjnego, a każdy z koopetytorów będzie szukał korzyści z przedsięwzięcia zarówno na poziomie wspólnym, jak i indywidualnym.



Rys. 2. Koopetycja we wszystkich stadiach procesu inwestycyjnego

Podstawowym celem inwestowania jest osiągnięcie skonkretyzowanych korzyści, które należy poprzeć odpowiednim rachunkiem ekonomicznym. W literaturze przedmiotu efektywność ekonomiczna ma wiele definicji, ale najczęściej określana jest jako rezultat działalności gospodarczej, określony przez stosunek osiągniętego wyniku do poniesionych nakładów. Taka analiza stanowi jeden z etapów stadium przedprojektowego, a jego podstawowym celem jest ocena ryzyka inwestycyjnego²⁰, szacunek okresu zwrotu nakładów oraz określenie korzyści po okresie zwrotu²¹. Z uwagi na fakt, że gracze rynkowi poszukują przewagi konkurencyjnej w długim okresie, skłonni są do łączenia kompetencji²² z innymi podmiotami po to, by osiągnąć korzyści niemożliwe do osiągnięcia w pojedynkę.

²⁰ Ryzyko i niepewność są cechami każdego procesu inwestycyjnego, gdzie ryzyko ma wymiar finansowy, który można i należy przewidzieć, skwantyfikować i zarządzać nim.

²¹ W.A. Werner: Procedury inwestowania. Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2004, s. 29.

²² K. Mucha-Kuś, M. Sołtysik: Tworzenie efektywnego rynku – koopetycja na rynku energii elektrycznej. XVIII Konferencja Naukowo-Techniczna – Rynek Energii Elektrycznej „Energetyka w dobie integracji europejskiej i kryzysu finansowego”. Zeszyt tematyczny nr I (VII). Kazimierz Dolny 2012, s. 176-181.

Przedmiotem rozważań niniejszego artykułu jest inwestycja związana z planowaną budową elektrowni jądrowej w naszym kraju, w szczególności relacje występujące pomiędzy zaangażowanymi w ten proces interesariuszami.

3. Projekt budowy elektrowni jądrowej w Polsce

Plan budowy pierwszej elektrowni jądrowej w Polsce to wynik wielu czynników, spośród których najbardziej istotne to rosnące zapotrzebowanie na energię elektryczną oraz nowe wymagania środowiskowe, w tym m.in. przyjęty w grudniu 2008 roku pakiet energetyczno-klimatyczny, czy też ambitne cele polityki klimatycznej Unii Europejskiej²³.

PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. (PGE) jako podmiot wiodący przy wdrażaniu programu rozwoju energetyki jądrowej w Polsce powołała w dniu 7 grudnia 2009 roku spółkę PGE Energia Jądrowa S.A., która odpowiada za realizację strategicznych działań związanych z przygotowaniem procesu inwestycyjnego i realizacją projektu budowy elektrowni jądrowych w Polsce. Plany PGE w obszarze rozwoju energetyki jądrowej zakładają budowę dwóch elektrowni jądrowych o mocy około 3 tys. MW każda. Uruchomienie pierwszego bloku zaplanowane jest na koniec 2023 roku. Za przygotowanie procesu inwestycyjnego, przeprowadzenie badań lokalizacyjnych oraz uzyskanie wszelkich niezbędnych decyzji warunkujących budowę elektrowni jądrowych odpowiada spółka PGE EJ 1 Sp. z o.o., którą Grupa Kapitałowa PGE powołała jako spółkę celową.

Od kilku lat prowadzone są w Polsce działania, zarówno na szczeblu administracji rządowej, jak i przez PGE, których celem jest rozwój krajowej energetyki jądrowej. W 2011 roku prowadzona była aktywna współpraca z wieloma interesariuszami projektu, w tym w szczególności z²⁴:

- a) Ministerstwem Gospodarki,
- b) Pełnomocnikiem Rządu ds. Polskiej Energetyki Jądrowej,
- c) Państwową Agencją Atomistyki,
- d) Generalną Dyрекcją Ochrony Środowiska,
- e) PSE Operator,
- f) organizacjami międzynarodowymi²⁵, takimi jak:

²³ <http://www.pgeej1.pl/projekt-ej-w-gk-pge.html>.

²⁴ <http://elektrownia-jadrowa.pl/wspolpraca-z-podmiotami-zaangazowanymi-w-projekt.html>.

²⁵ Dodatkowo w październiku 2011 r. spółka PGE Energia Jądrowa zawarła porozumienie o współpracy ze Światowym Stowarzyszeniem Operatorów Jądrowych (WANO), a od listopada 2011 r. jest również członkiem World Nuclear Association oraz FORATOM.

- Międzynarodowa Agencja Energii Atomowej (IAEA),
 - Agencja Energii Atomowej przy OECD (NEA),
 - World Association of Nuclear Operators (WANO),
 - Europejskie Forum Atomowe (FORATOM),
 - World Nuclear Association (WNA),
- g) innymi istotnymi partnerami, w tym zwłaszcza z administracji rządowej i samorządowej.

Ministerstwo Gospodarki opublikowało przygotowany przez Pełnomocnika Rządu ds. Polskiej Energetyki Jądrowej ramowy harmonogram działań dla energetyki jądrowej, który przewiduje ich prowadzenie w 5 etapach²⁶, co zostało zilustrowane na rys. 3.



Rys. 3. Ramowy harmonogram działań dla energetyki jądrowej

Działaniem, na które należy zwrócić szczególną uwagę w kontekście niniejszego artykułu, było podpisanie listu intencyjnego w dniu 5 września 2012 roku w sprawie nabycia udziałów w spółce celowej, powołanej do budowy i eksploatacji pierwszej polskiej elektrowni jądrowej²⁷ pomiędzy PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., TAURON Polska Energia S.A., ENEA S.A. oraz KGHM Polska Miedź S.A. Zgodnie z uzgodnionymi przez zaangażowane strony zapisami listu, spółki podejmą się wypracowania projektu umowy nabycia udziałów w PGE EJ 1 Sp. z o.o., to jest spółce celowej, która odpowiada za bezpośrednie przygotowanie

²⁶ <http://elektrownia-jadrowa.pl/Decyzje-polityczne-.html>.

²⁷ <http://elektrownia-jadrowa.pl/podpisano-list-intencyjny-ws-budowy-elektrowni-jadrowej-wnp-pl.html>.

całego procesu inwestycyjnego budowy i eksploatacji pierwszej elektrowni jądrowej w Polsce. Przedmiotowa umowa ma regulować prawa i obowiązki odpowiednio każdej ze stron przy realizacji projektu. Zgodnie z ustaleniami PGE Polska Grupa Energetyczna będzie pełnić rolę wiodącą w procesie przygotowania i realizacji projektu. W liście podkreślono również, że PGE przy wykorzystaniu spółek celowych rozpoczęła już prace związane z przygotowaniem budowy pierwszej polskiej elektrowni jądrowej, w tym prace związane z rozpoznaniem i zapewnieniem standardów, w jakich prowadzone są inwestycje jądrowe na świecie²⁸. Zgodnie z opublikowanymi informacjami w tej sprawie PGE rozważa umożliwienie partnerom biznesowym uczestnictwa w projekcie poprzez udział kapitałowy w spółce celowej powołanej przez PGE do realizacji projektu jądrowego. Sytuacja ta może pozytywnie wpłynąć na zwiększenie efektywności biznesowej projektu m.in. poprzez dywersyfikację ryzyka, jak i sprawniejsze zarządzanie kluczowymi elementami procesu inwestycyjnego.

Zaangażowane strony podkreślają, że jest to przełomowy moment dla polskiej energetyki jądrowej ze względu na fakt, że największe polskie przedsiębiorstwa wyraziły chęć wspólnej pracy na rzecz kluczowego projektu dla Polski. W tym świetle, rozpatrując relacje pomiędzy partnerami, którzy podpisali list intencyjny, można zauważyć, że firmy będące dla siebie bezpośrednimi konkurentami na rynku energii zdecydowały się wspólnie zaangażować w budowę elektrowni jądrowej.

KOOPERACJA		SPÓŁKA			
		PGE	TAURON	ENEA	KGHM
Zamierzona		X	X	X	
Wylaniająca się					
Pozioma		X	X	X	
Pionowa					
Bilateralna	Prosta				
	Złożona				
Sieciowa	Prosta				
	Złożona	X	X	X	

Rys. 4. Kooperacyjne relacje pomiędzy spółkami, które podpisały list intencyjny w sprawie budowy elektrowni jądrowej w Polsce

²⁸ <http://www.pgeej1.pl/cztery-spolki-podpisaly-list-intencyjny-dotyczacy-budowy-i-eksploatacji-pierwszej-polskiej-elektrowni-jadrowej.html>.

Mając na uwadze przedstawioną w artykule typologię koopetycji, relacja, która łączy PGE, TAURON oraz spółkę ENEA, ma charakter: (i) zamierzony – jest świadomą decyzją partnerów, jest uzgodniona, zaplanowana oraz sformalizowana, (ii) poziomy – dotyczy współpracy bezpośrednich konkurentów, oraz (iii) sieciowy złożony – dotyczy więcej niż dwóch podmiotów nie tylko w jednym ogniwie łańcucha wartości, biorąc po uwagę szeroki zakres działalności wszystkich konkurentów. Powyższe zostało zilustrowane na rys. 4. Z uwagi na fakt, że trzy z czterech stron listu intencyjnego prowadzą działalność na rynku energii elektrycznej, co czyni z nich rynkowych rywali, oraz mając na uwadze przejrzystość wniosków analizy przedmiotowych relacji, nie skupiono się na czwartym partnerze, to jest spółce KGHM, której działalność ma odmienny charakter.

Podsumowanie

Koopetycja, czyli jednoczesne występowanie relacji współpracy oraz konkurencji, jest dziś praktyką menedżerską obecną w wielu sektorach gospodarki. Zachowania koopetycyjne mogą występować w różnych dziedzinach działalności podmiotów²⁹ i mają na celu osiągnięcie lepszych wyników indywidualnych, jak i wspólnych³⁰.

Rozważania niniejszej pracy dotyczą całościowego spojrzenia na więzi międzyorganizacyjne, których jednoczesność wpływa pozytywnie na proces inwestycyjny. Analiza relacji pomiędzy stronami listu intencyjnego podpisanego w sprawie budowy elektrowni jądrowej pokazuje, że interakcje konkurentów mają charakter koopetycji zamierzonej, poziomej oraz sieciowej złożonej. Wspólne zaangażowanie koopetytorów w proces inwestycyjny pozwoli na jego realizację, dając możliwość osiągnięcia korzyści wszystkim stronom na poziomie zarówno indywidualnym, jak i wspólnym.

²⁹ Y. Luo: Op. cit., s. 71-90.

³⁰ W. Czakon: Problemy modelowania dynamiki strategii cooptition. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach nowej gospodarki. Red. K. Lisiecka, A. Czech. „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe nr 47, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2007, s. 6.

Literatura

- Bengtsson M., Kock S.: Cooperation and competition in relationships between competitors in business networks. „The Journal of Business & Industrial Marketing” 1999, No. 14(3).
- Brandenburger A.M., Nalebuff B.J.: Co-opetition. Doubleday Currency, New York 1996.
- Czakon W.: Problemy modelowania dynamiki strategii co-opetition. Zarządzanie przedsiębiorstwem w warunkach nowej gospodarki. Red. K. Lisiecka, A. Czech. „Studia Ekonomiczne”, Zeszyty Naukowe nr 47, Wydawnictwo AE w Katowicach, Katowice 2007.
- Czakon W., Mucha-Kuś K., Sołtysik M.: Relacje kooperacji w tworzeniu efektywności rynku. „Studia i prace kolegium zarządzania i finansów”. Zeszyt Naukowy nr 116, Szkoła Główna Handlowa, Warszawa 2012.
- Dagnino G.B., Padula G.: Co-opetition Strategy: A New Kind of Interfirm Dynamics for Value Creation. Paper presented at the Second EURAM Annual Conference, Stockholm 2002, May 9-11.
- Dagnino G.B., Le Roy F., Yami S., Czakon W.: Strategie kooperacji – nowa forma dynamiki międzyorganizacyjnej. „Przegląd Organizacji” 2008, nr 6.
- Hakanson H., Snehota I.: No Business is an Island: the Network Concept of Business Strategy. „Scandinavian Journal of Management” 2006, No. 5.
- Korzeniewski W.: Przygotowanie inwestycji budowlanych. Stadium przedprojektowe. Polcen, Warszawa 2004.
- Luo Y.: Toward co-opetition within a multinational enterprise: a perspective from foreign subsidiaries. „Journal of World Business” 2005, No. 40.
- Macias J.: Konkurencyjność – strategiczny wymiar efektywności przedsiębiorstw. „Przegląd Organizacji” 2010, nr 5.
- Mariani M.: Co-opetition as an Emergent Strategy. „International Studies of Management & Organization”, Summer 2007, No. 37(2).
- Mucha-Kuś K.: Strategia kooperacji. Innowacyjne połączenie konkurencji i współdziałania? „Przegląd Organizacji” 2010, nr 2.
- Mucha-Kuś K., Sołtysik M.: Tworzenie efektywnego rynku – kooperacja na rynku energii elektrycznej. XVIII Konferencja Naukowo-Techniczna – Rynek Energii Elektrycznej „Energetyka w dobie integracji europejskiej i kryzysu finansowego”. Zeszyt tematyczny nr I (VII). Kazimierz Dolny 2012.
- Robert F., Marques P., Le Roy F.: Co-opetition between SMEs: an empirical study of French professional football. „International Journal of Entrepreneurship and Small Business” 2009, No. 8(1).

Tidström A.: Causes of conflict in intercompetitor cooperation. „Journal of Business & Industrial Marketing” 2009, No. 7(24).

United Nations: Poradnik przygotowania ostatecznych wersji projektów inwestycyjnych w przemyśle. IWZZ, Warszawa 1986.

Werner W.A.: Procedury inwestowania. Oficyna Wydawnicza Politechniki Warszawskiej, Warszawa 2004.

Strony internetowe

<http://www.pgeej1.pl/projekt-ej-w-gk-pge.html>, dostęp: 11.02.2013.

<http://elektrownia-jadowa.pl/wspolpraca-z-podmiotami-zaangazowanymi-w-projekt.html>, dostęp: 6.02.2013.

<http://elektrownia-jadowa.pl/Decyzje-polityczne-.html>, dostęp: 10.02.2013.

<http://elektrownia-jadowa.pl/podpisano-list-intencyjny-ws-budowy-elektrowni-jadowej-wnp-pl.html>, dostęp: 6.02.2013.

<http://www.pgeej1.pl/cztery-spolki-podpisaly-list-intencyjny-dotyczacy-budowy-i-eksploatacji-pierwszej-polskiej-elektrowni-jadowej.html>, dostęp: 10.02.2013.

COOPETITION IN INVESTMENT PROCESS FROM THE VIEWPOINT OF THE FIRST POLISH NUCLEAR POWER PLANT PROJECT

Summary

Investment processes realized by energy companies are usually very complex and require the involvement of various partners and organizations. Within this particular context, the relations between these partners seem to be worth analyzing focusing on simultaneous cooperation and competition which is called coopetition. The authors identify and analyze cooperative relations from the viewpoint of the first polish nuclear power plant project.

Bartosz Krysta,
Dominik Kudyba
Tauron Polska Energia SA

ZMIANA WARTOŚCI KAPITAŁU RYZYKA POD WPLYWEM ZASTOSOWANIA DYNAMICZNEGO ZABEZPIECZENIA OPCJI ZAKUPU ENERGII ELEKTRYCZNEJ

Wprowadzenie

Jak wynika z obserwacji, działalność przedsiębiorstw na rynku energii elektrycznej charakteryzuje się dużym ryzykiem. Jego źródło tkwi w specyfice funkcjonowania rynku oraz towaru, jakim jest energia elektryczna. Głównym czynnikiem wpływu jest zmienność cen energii elektrycznej, pozwoleń na emisję CO₂, a także zależność pomiędzy popytem i podażą energii elektrycznej.

Energia elektryczna jako towar jest sama w sobie źródłem ryzyka. Stanowi o tym przede wszystkim brak możliwości jej magazynowania w ilościach mających wpływ na mechanizm funkcjonowania rynku energii elektrycznej, co powoduje konieczność ciągłego (w czasie rzeczywistym) bilansowania jej podaży i popytu. Cechą charakterystyczną, uwydatniającą ryzyko związane z energią elektryczną, jest bardzo ograniczona – bliska zeru chwilowa elastyczność cenowa popytu.

Z powyższych cech wynika, że niezabezpieczona pozycja (brak kontraktu zabezpieczającego – zakupowego bądź sprzedażowego na energię elektryczną) wyeksponowana jest na gwałtowny wzrost lub spadek cen. Można stwierdzić, że na rynku energii elektrycznej występuje silna korelacja ryzyka związanego ze zmianą cen, przy jednoczesnej zmianie popytu i podaży. Rynek energii elektrycznej definiowany jest jako rynek chwilowy, który musi osiągać równowagę w chwilo-

wych okresach rozliczeniowych¹. Ma to swoje uzasadnienie w konieczności bilansowania go w ściśle określonych okresach rozliczeniowych. W praktyce odnosi się to do każdej pojedynczej godziny.

Z uwagi na specyfikę ryzyka spółek zajmujących się handlem energią elektryczną istotne jest zapewnienie odpowiedniej wartości kapitału ryzyka (ang. *Capital at Risk* – CaR) stanowiącego zabezpieczenie przed negatywnymi skutkami ryzyka. Szczególną uwagę należy zwrócić na zmienność cen energii elektrycznej, która powodować może dużą ekspozycję na ryzyko, a w konsekwencji oddziaływać na płynność finansową danego przedsiębiorstwa i jego rentowność. Wyznaczając zapotrzebowanie na kapitał ryzyka należy uwzględnić indywidualny profil ryzyka badanego podmiotu. Podejście takie determinuje również pomiar efektywności ich gospodarowania, z uwzględnieniem relacji zysków do podejmowanego ryzyka.

Wzrost konkurencji w obszarze detalicznego rynku energią elektryczną powoduje nie tylko rywalizację cenową pomiędzy spółkami sprzedaży. Coraz częściej ważnym elementem poprawiającym pozycję konkurencyjną jest oferta produktowa bądź wyposażenie sprzedawanego produktu w walory² podnoszące użyteczność w ujęciu technicznym i ekonomicznym. Niejednokrotnie klient w sytuacji spadkowego trendu cen energii elektrycznej zainteresowany jest możliwością skorzystania z tychże „spadków” przy zerowym bądź ograniczonym ryzyku. Oczekuje on wówczas wystawienia przez sprzedawcę opcji zakupu, która zabezpiecza jego ryzyko przed wzrostem cen – gwarantując określony poziom ceny maksymalnej, umożliwiając jednocześnie korzystanie z potencjalnych obniżek cen na rynku hurtowym.

Poziom i specyfika ryzyka handlowego, uwzględniająca zmienność cen, oraz ekspozycja wolumetryczna (pozycja otwarta niezabezpieczona) związana z wystawionymi opcjami zwiększają poziom ryzyka oraz zapotrzebowanie na kapitał ryzyka. Zważywszy na stosunkowo niski poziom marż na sprzedaży energii elektrycznej³ dla odbiorców – szczególnie przemysłowych – oraz ograniczone względami konkurencyjności możliwości transferu ryzyka w cenie sprzedaży dla klienta, konieczne jest stosowanie instrumentów reakcji na ryzyko redukujących ekspozycję. Prowadzi to w konsekwencji do niższej wartości podejmowanego ryzyka, co powoduje obniżenie zapotrzebowania na kapitał ryzyka.

¹ M. Zerka: Mechanizmy rynkowe w elektroenergetyce. Zagadnienia wybrane. Instytut Doskonalenia Wiedzy o Rynku Energii Sp. z o.o., Warszawa 2001, s. 379.

² Dotyczy to m.in. opcji regulacyjności w kontraktach, dzięki której odbiorca ma możliwość zakupu/poboru energii elektrycznej z możliwą tolerancją zwiększenia bądź ograniczenia wolumenu nabywanej/zużywanej energii elektrycznej.

³ W odniesieniu do dużych odbiorców przemysłowych to poziom około 1-2 PLN/MWh.

Celem niniejszego artykułu jest przedstawienie profilu ryzyka wystawcy opcji zakupu (opcja *call*) dla różnych wariantów zabezpieczenia pozycji. Dodatkowo przeprowadzono analizę zapotrzebowania na kapitał ryzyka dla każdego z wyżej wymienionych wariantów oraz ocenę rentowności kontraktu z zastosowaniem pomiaru wyników skorygowanego o ryzyko RAPM (ang. *Risk Adjusted Performance Measurement*).

1. Specyfika ryzyka na rynku energii elektrycznej

Z punktu widzenia budowy oferty sprzedaży energii elektrycznej dla klienta końcowego ryzyko utożsamiane jest z dodatkowym kosztem niezależnie od tego, czy wystąpi. Kalkulacja potencjalnych kosztów ryzyka w cenie sprzedaży, służących pokryciu niepożądanych jego skutków, oraz konserwatywne postępowanie zgodnie z zasadami zarządzania ryzykiem, wywierają ujemny wpływ na konkurencyjność oferty. Z drugiej strony eliminacja zagrożeń i niewłaściwej oceny ryzyka poprawia i stabilizuje wyniki działania spółki. Dodatkowo umiejętnie, bazujące na przemyślanych zasadach i standardach zabezpieczenia, podejmowanie ryzyka niesie ze sobą szansę, z której można skorzystać.

Na potrzeby niniejszej publikacji autorzy ograniczyli się do analizy wpływu ryzyka handlowego – agregatu ryzyk częściowych, a mianowicie⁴:

1. Ryzyka rynkowego, czyli możliwości poniesienia straty w wyniku niekorzystnej zmiany cen aktywów lub kontraktów przedsiębiorstwa.
2. Ryzyka płynności rynku wynikającego z możliwych trudności zabezpieczenia otwartych pozycji w zakresie energii elektrycznej szczególnie w krótkim okresie. Ma ono istotne znaczenie w warunkach rozwijającego się rynku energii elektrycznej.
3. Ryzyka wolumenu związanego z każdą możliwością zmiany zakontraktowanej ilości energii elektrycznej. Spowodowane może być sytuacją ekonomiczną przekładającą się na wielkość konsumpcji energii elektrycznej przez klientów, jak również posiadaną przez nich możliwością zmiany dostawcy energii elektrycznej.

⁴ Opis poszczególnych ryzyk handlowych ograniczony został do zakresu istotnego z punktu widzenia niniejszej publikacji. Sporządzono na podstawie: D. Michalski, B. Krysta, P. Lełątko: Zarządzanie ryzykiem na rynku energii elektrycznej. IDWE, Warszawa 2004 s. 135-145; Introduction and executive summaries of CCRO recommendations. Committee of Chief Risks Officers 2002, s. 6-7.

4. Ryzyka bazy wynikającego z niedopasowania warunków kontraktu podstawowego i kontraktu zabezpieczającego, co w znaczący sposób ogranicza skuteczność hedgingu.

Ekspozycja dotycząca opisanych powyżej ryzyk jest zazwyczaj wypadkową kilku bądź wszystkich ryzyk cząstkowych.

Inaczej sytuacja wygląda w przypadku wystawienia opcji zakupu (opcja *call*) energii elektrycznej. Opcja taka daje klientowi prawo kupna określonego wolumenu energii elektrycznej po ustalonej cenie i w określonym czasie⁵. Opcja jest więc instrumentem niesymetrycznym. Zyskiem ze strony wystawcy opcji jest zainkasowana premia opcyjna, ryzyko zaś jest niewspółmiernie większe. W praktyce niezabezpieczona opcja kupna, w zależności od okresu, na jaki została wystawiona, może spowodować u jej wystawcy stratę jednostkową od kilku do kilkudziesięciu PLN/MWh. Maksymalnym poziomem ryzyka u nabywcy opcji jest koszt zapłaconej premii opcyjnej. W zamian posiada on gwarancję nabycia energii elektrycznej po cenie ustalonej z góry. Ponadto może partycypować w ewentualnym spadkowym trendzie cenowym w okresie wykonania opcji i nabyć energię elektryczną taniej niż w momencie nabywania opcji. Funkcję wypłaty opcji *call* z punktu widzenia wystawcy i nabywcy przedstawia rys. 1.

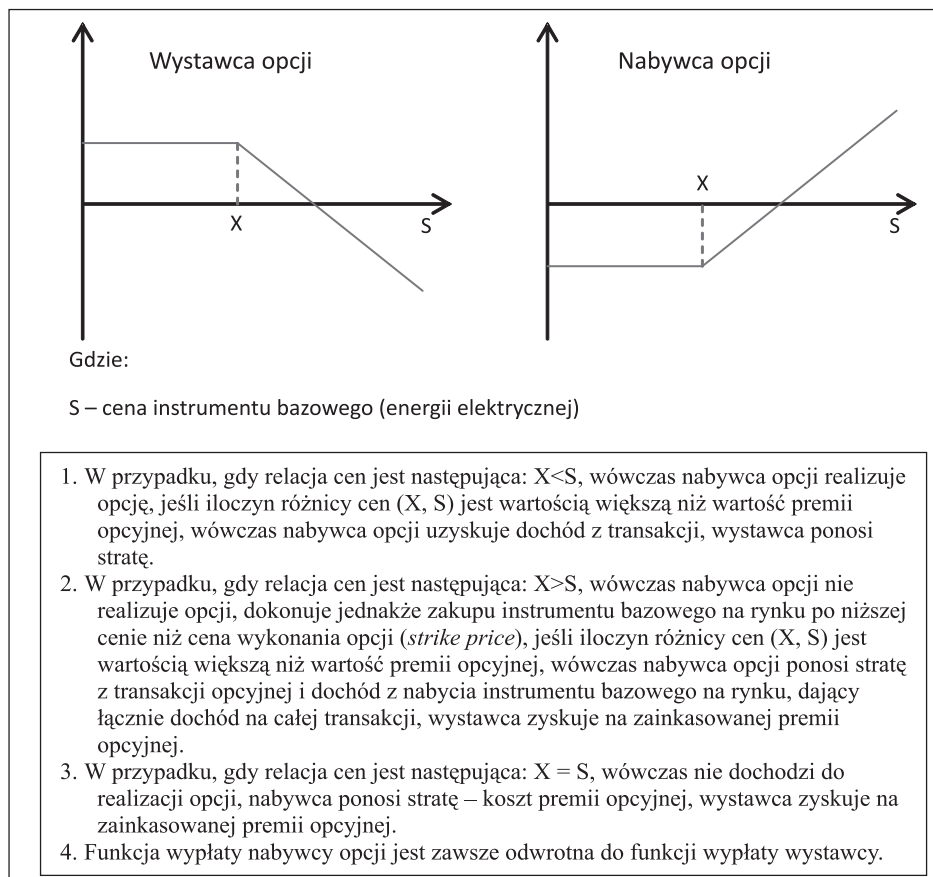
Jeżeli odnieść powyższą zależność niesymetryczności ryzyka i zysku w kontrakcie opcyjnym do praktycznego przykładu transakcji sprzedaży energii elektrycznej z wbudowaną opcją kupna, niejednokrotnie premia opcyjna, którą klient jest skłonny zapłacić jest niższa, aniżeli wyznaczona za pomocą przeznaczonych do tego celu narzędzi. Ponadto sytuacja wystawcy opcji kupna – spółki handlu energią elektryczną jest o tyle trudniejsza, że nie posiada ona praktycznie żadnej możliwości zabezpieczenia swojej pozycji na rynku kontraktów opcyjnych, tworząc strategię opcyjną o zerowej lub ograniczonej ekspozycji na ryzyko.

2. Kapitał ryzyka i jego relacje z pomiarem efektywności działalności

Kapitał ryzyka (CaR) odzwierciedla wartość dodatkowych zasobów, które powinny znajdować się w dyspozycji przedsiębiorstwa na pokrycie możliwych strat lub konieczność natychmiastowego zamknięcia wszystkich pozycji. Ma za zadanie przedstawić maksymalną kwotę, jaką przedsiębiorstwo może stracić przy

⁵ K. Jajuga, T. Jajuga: Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. WN PWN, Warszawa 2008, s. 40.

zadany poziom ufności, w określonym okresie, nie uwzględniając jednakże zdarzeń rzadkich i ekstremalnych⁶.



Rys. 1. Funkcja wypłaty/dochodu z opcji *call* z punktu widzenia jej wystawcy i nabywcy

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: J.C. Hull: Options, Futures, And Other Derivatives. PEARSON 2012, s. 194-205.

Zapotrzebowanie na kapitał ryzyka uzależnione jest od rodzaju i intensywności ryzyk wpływających na działalność przedsiębiorstwa oraz od tolerancji wobec ryzyka⁷. Jest zatem powiązane ze stosowanym poziomem limitów na ryzyko. Istotnym czynnikiem w jego wyznaczaniu jest ponadto poziom ponoszonego ryzyka oraz wymagana stopa zwrotu z prowadzonej działalności.

⁶ P. Best: Wartość narażona na ryzyko. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000, s. 185.

⁷ Tolerancja wobec ryzyka to wartości potencjalnej straty, którą przedsiębiorstwo jest w stanie świadomie ponieść, nie tworząc zabezpieczenia.

Poziom ponoszonego ryzyka może dotyczyć całkowitej ekspozycji na wszystkie ryzyka, na które narażone jest przedsiębiorstwo, jak również tylko niektórych ryzyk, np. ryzyk handlowych. Możliwe jest zatem zawiązywanie kapitału ryzyka dla konkretnych obszarów działalności, czy nawet rodzajów transakcji. Wartość kapitału ryzyka stanowić będzie wówczas komponent stanowiący podstawę wyznaczenia stopy zwrotu z danej działalności czy stopy dyskontowej dla prowadzonych projektów inwestycyjnych⁸.

Kapitał ryzyka dla spółki zajmującej się handlem energią elektryczną można wyliczyć z wzoru:

$$ZCaR = \frac{R_a}{R_w}, \quad (1)$$

gdzie:

$ZCaR$ – zapotrzebowanie na kapitał ryzyka (CaR),

R_a – wartość ryzyka przy zadanym poziomie ufności,

R_w – oczekiwany zwrot z ryzyka podejmowanego w celu wypracowania planowanych wyników.

Dysponowanie kapitałem ryzyka wiąże się z uwzględnieniem elementu ryzyka w pomiarze efektywności działalności. Dzięki wykorzystaniu takiego podejścia możliwe jest porównywanie zwrotu z różnych transakcji, których specyfika może być odmienna. W pomiarze wyników skorygowanych o ryzyko (RAPM) zwrot z zaangażowanego kapitału pomniejszany jest o wartość ryzyka odczytowaną bezpośrednio ze stosowanej miary ryzyka, przy zadanym poziomie ufności⁹. Tworzy on specyficzny mechanizm ukazujący zależność pomiędzy ponoszonym ryzykiem i kosztem jego zabezpieczenia a tym, jaki wynik został uzyskany w warunkach przyzwolenia na poniesienie określonego ryzyka i kosztów związanych z jego zabezpieczeniem.

Jednym z podstawowych mierników skorygowanych o ryzyko jest RORAC (ang. *Return on Risk Adjusted Capital*). Jego formuła przedstawia się następująco:

$$RORAC = \frac{EP}{IC + CaR'}, \quad (2)$$

gdzie:

EP – zysk ekonomiczny (może być zastosowany np. EBIT),

IC – kapitał finansujący działalność operacyjną, tzw. kapitał zainwestowany,

CaR – kapitał ryzyka (może być to kapitał zawiązany w bilansie spółki bądź tzw. kapitał ewentualny, transferowany na strony trzecie lub suma tych kapitałów).

⁸ V. Rao: The Significance of Economic Capital to Financial Institutions. W: *Economic Capital. A Practitioner Guide*. Ed. A. Dev. Risk Book, London 2004, s. 72.

⁹ C. Alexander, E. Sheedy, A. Aziz, D. Rosen: Capital Allocation and RAPM. W: *The Professional Risk Managers' Handbook*. Vol. III: Risk Management Practices, PRMIA 2004, s. 35-40.

Z konstrukcji miernika wynika zależność, że im większy poziom podejmowanego ryzyka, tym potrzebny jest większy bufor kapitałowy w postaci kapitału ryzyka (czyli większy łączny koszt kapitału). Aby zapewnić wymagany poziom efektywności, należy wygenerować odpowiednio wyższy zysk rekompensujący wyższe koszty wynikające z kapitału ryzyka. Miernik RORAC nadaje się więc na kryterium decyzyjne odnośnie do zasadności podejmowania ryzyka, wielkości dopuszczalnej ekspozycji, stosowania konkretnych instrumentów zabezpieczenia i strategii zabezpieczenia (hedgingu).

Odnosząc powyższe rozważania do przykładu transakcji polegającej na wystawieniu opcji zakupu na dostawę energii elektrycznej, nie bez znaczenia jest podejście spółki wystawiającej taką opcję do zabezpieczenia ryzyka. Inny poziom ekspozycji na ryzyko (inne zapotrzebowanie na kapitał ryzyka), przy zastosowaniu różnego podejścia do zabezpieczenia pozycji na takim kontrakcie, determinować będzie stopę zwrotu z takiej transakcji, skorygowaną o ryzyko.

3. Zabezpieczanie ryzyka w kontrakcie opcyjnym

Zgodnie z opisaną wcześniej praktyką ofertowania energii elektrycznej klientom, nierzadko elementem oferty jest wbudowana w kontrakt sprzedaży opcja zakupu (opcja *call*). Obecnie klienci, szczególnie najbardziej energochłonni odbiorcy przemysłowi, posiadają wiedzę, że zakup energii w wybranym momencie może przynieść znaczące oszczędności – szczególnie podczas spadkowego trendu cenowego. W takiej sytuacji klient może partycypować w ewentualnych redukcjach cen energii na rynku hurtowym. Dzięki nabytej opcji zakupu ma on gwarancję, że cena kontraktu na zakup energii nie będzie wyższa niż cena wystawionej opcji.

Wycena opcji przeprowadzona została przy zastosowaniu wzoru Blacka-Scholesa¹⁰. Należy zaznaczyć, że na rynku energii elektrycznej, w obliczu transakcji na rynku *forward* z dostawą fizyczną, koszt pieniądza zaangażowanego w alternatywny do zakupu opcji kontrakt terminowy jest niewielki w stosunku do łącznej wartości tego kontraktu¹¹. Tak więc stopa wolna od ryzyka r w poniż-

¹⁰ F. Black, M. Scholes: The pricing of options and corporate liabilities. „The Journal of Political Economy” 1973, Vol. 81 (3), s. 637-654.

¹¹ Koszt ten wynosi zaledwie kilka procent wartości kontraktu i dotyczy w zależności od miejsca, gdzie odbywa się transakcja, kosztu pieniądza związanego z depozytami giełdowymi bądź innymi zabezpieczeniami w umowach na rynku pozagiełdowym (OTC).

szym wzorze, odpowiadająca kosztom transakcyjnym, w rzeczywistości jest bliska zeru.

$$\begin{aligned}
 Call &= SN(d_1) - Ke^{-rT} N(d_2), \\
 d_1 &= \frac{\ln\left(\frac{S}{K}\right) \left(r + \frac{\sigma^2}{2}\right)}{\sigma\sqrt{T}} \\
 d_2 &= d_1 - \sigma\sqrt{T}
 \end{aligned} \tag{3}$$

gdzie:

$Call$ – cena opcji kupna,

S – aktualna cena instrumentu bazowego,

K – cena wykonania opcji,

T – termin wygaśnięcia opcji,

r – stopa wolna od ryzyka,

$N()$ – dystrybuenta standardowego rozkładu normalnego,

σ – zmienność cen instrumentu bazowego (ang. *volatility*).

Ryzyko wynikające z omawianej opcji zakupu można zabezpieczyć w następujący sposób:

1. Poprzez zakup identycznej opcji na rynku, aczkolwiek jest to w praktyce prawie niemożliwe. W Polsce nie funkcjonuje płynny rynek opcji na energię elektryczną.
2. Poprzez zabezpieczenie otwartej pozycji w opcji kontraktem bazowym *forward* na dostawę energii elektrycznej o tym samym wolumenie, profilu i terminie dostawy.
3. Dynamiczne zabezpieczanie otwartej pozycji w opcji kontraktami bazowymi *forward* na dostawę energii elektrycznej, polegające na stopniowym zabezpieczaniu części wolumenu przy określonych warunkach rynkowych. Zakłada się, że wystawca opcji w momencie sprzedaży opcji kupna spodziewa się wzrostu cen ponad poziom K . Jeżeli cena S zaczyna przewyższać cenę K , wówczas dokonywane jest zabezpieczenie części wolumenu w kontrakcie *forward*. Odsprzedaż wolumenu na rynek następuje, gdy cena S kontraktu bazowego *forward* zaczyna być kwotowana poniżej ceny wykonania opcji K .

Zabezpieczenie pozycji w wystawionej opcji przy zastosowaniu kontraktu bazowego *forward* nie gwarantuje neutralizacji ryzyka. Ekspozycja wynikająca z opcji przenoszona jest na kontrakt *forward*. W wyniku takiego zabezpieczenia ryzyko krótkiej¹² pozycji w opcji zakupu zastępowane jest ryzykiem długiej pozy-

¹² Pozycja krótka odnosi się do sytuacji, kiedy strona posiada niedobór instrumentu/kontraktu bazowego i w celu zabezpieczenia swojej pozycji musi dokonać transakcji zakupu na rynku. Pozycja długa odnosi się do sytuacji przeciwnej.

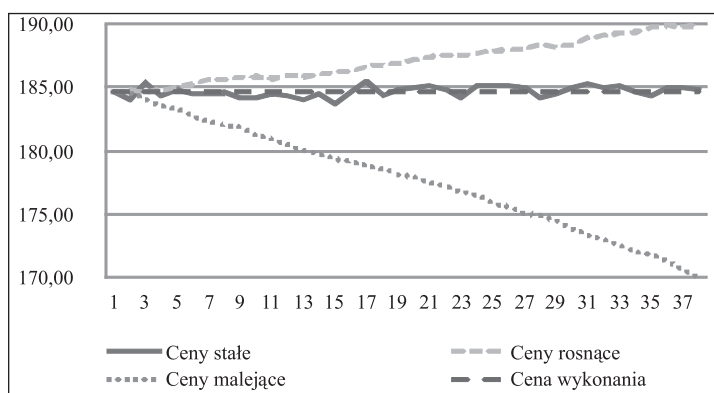
cji w kontrakcie *forward*. Tak więc wzrost ceny w okresie wykonania opcji $S > K$, skutkujący jej wykonaniem, nie powoduje straty u wystawcy opcji z uwagi na zajęcie przeciwnej pozycji w kontrakcie *forward* z dostawą fizyczną¹³. W przypadku redukcji cen $S < K$ opcja nie zostanie wykonana, a zajmowana długa pozycja w kontrakcie *forward* będzie generować stratę.

Dynamiczne zabezpieczanie wolumenu w zależności od relacji cen S i K na rynku może przyczynić się do zmniejszenia ryzyka, jakie niesie ze sobą wystawienie opcji (ryzyko pozycji krótkiej) oraz ryzyka zajęcia pozycji długiej w kontrakcie *forward*. Rozwiązanie takie, w obliczu braku płynnego rynku opcji na kontrakty *forward* na energię elektryczną, jest jedynym sposobem na zabezpieczenie ryzyka. Powoduje redukcję ryzyka oraz stabilizację wyniku na transakcji.

Dla zilustrowania opisanego powyżej mechanizmu rozpatrzmy sytuację wystawienia opcji zakupu kontraktu *forward* na energię elektryczną dla klienta. Parametry kontraktu są następujące:

- całkowity wolumen – 175 200 MWh;
- opcja typu europejskiego – realizacja w określonym z góry terminie;
- cena wykonania opcji – 184,69 PLN/MWh równa cenie kontraktu *forward* z dnia wystawienia opcji;
- stopa wolna od ryzyka wynosi 1%;
- roczna zmienność cen energii elektrycznej wynosi 5,7%;
- okres wykonania opcji – 60 dni po dacie wystawienia.

W celu przeprowadzenia analizy możliwego zysku, ryzyka i stopy zwrotu skorygowanej o ryzyko (RAPM) na niniejszym kontrakcie, wykorzystano trzy symulowane ścieżki cenowe (rys. 2).



Rys. 2. Scenariusze symulowanych cen kontraktu *forward* na dostawę energii elektrycznej w okresie 2 miesięcy

¹³ Strata na pozycji krótkiej w opcji jest rekompensowana zyskiem na pozycji długiej w kontrakcie bazowym – *forward*.

Kalkulacja ryzyka przeprowadzona została za pomocą wskaźnika MLE z 95% poziomem ufności (ang. *Maximum Likely Exposure*) danego wzorami¹⁴:

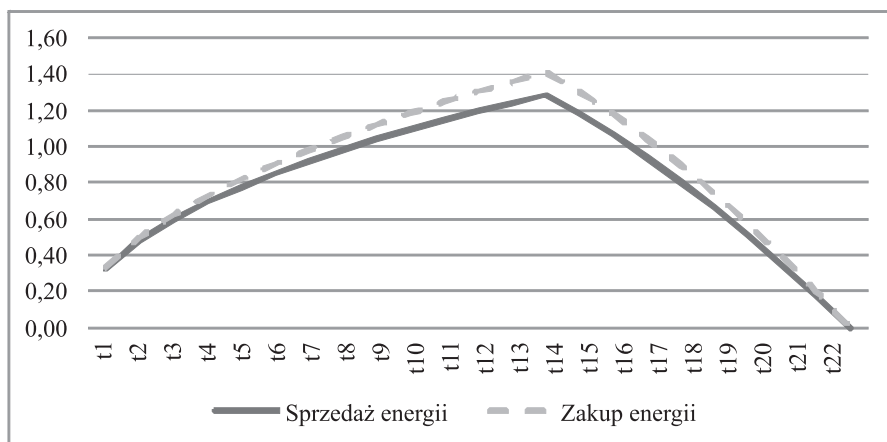
$$MLE(Call) = e^{\left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)T + K(0,95)\sigma\sqrt{T}} - 1, \quad (4)$$

$$MLE(Put) = 1 - e^{\left(r - \frac{\sigma^2}{2}\right)T - K(0,95)\sigma\sqrt{T}}, \quad (5)$$

gdzie:

$K(0,95)$ – wartość krytyczna rozkładu normalnego dla 95% poziomu ufności.

Wskaźnik *MLE* jest funkcją zależną od czasu t . Można go wyznaczać w każdym czasie t przed końcem okresu dostawy oraz z uwzględnieniem poziomu ufności $1-\alpha$ ¹⁵. Należy zauważyć, że $MLE(Call) > MLE(Put)$. Różnica ta ma charakter liniowy, od wystawienia opcji t_{start} do pewnego momentu czasu t różnice sukcesywnie się zwiększają, następnie maleją do zera w ostatniej chwili okresu dostawy t_{end} . Owa niesymetryczność wpływa na profil ryzyka obu pozycji (rys. 3).



Rys. 3. Relacja pomiędzy wskaźnikami MLE dla zakupu i sprzedaży energii elektrycznej w czasie

Źródło: G. Cesari i in.: *Modelling, Pricing, and Hedging Counterparty Credit Exposure. A technical guide*. Springer Verlag, Berlin 2009.

¹⁴ Wskaźnik *MLE* – znany również jako *Potential Future Exposure* (PFE) – ma szerokie zastosowanie w kalkulacji ekspozycji zastąpienia – komponent ryzyka kredytowego, w kontraktach na energię elektryczną. Ekspozycję zastąpienia można utożsamić z ekspozycją na zmienność cen energii elektrycznej w ryzyku cenowym/rynkowym. Stąd adekwatność zastosowania tej metody w opisywanym przykładzie jest zasadna. Więcej na temat metody MLE: G. Cesari i in.: *Modelling, Pricing, and Hedging Counterparty Credit Exposure. A technical guide*. Springer Verlag, Berlin 2009.

¹⁵ α to poziom istotności statystycznej.

W tabeli 1 porównano rezultaty trzech sposobów zabezpieczenia opcji z punktu widzenia jej wystawcy w celu zabezpieczenia wyniku oraz ryzyka, a mianowicie:

- brak zabezpieczenia kontraktu opcyjnego z zastosowaniem kontraktu *forward*;
- całkowite zabezpieczenie na początku okresu;
- zabezpieczenie dynamiczne, uzależnione od relacji cen S i K na rynku.

Tabela 1

Wyniki porównania zabezpieczenia

Scenariusz	Miara	Brak zabezpieczenia	Zabezpieczenie na początku okresu	Zabezpieczenie dynamiczne
Ceny stałe	P/L	294 336	315 360	495 816
	Ryzyko	1 206 507	1 178 798	499 043
Ceny malejące	P/L	315 360	-2 258 328	315 360
	Ryzyko	357 168	354 700	357 168
Ceny rosnące	P/L	-597 432	315 360	170 382
	Ryzyko	345 390	343 082	114 595
PODSUMOWANIE	P/L	12 264	-1 627 608	981 558
	Ryzyko	1 909 065	1 876 579	970 806

Wykorzystując wyniki z tabeli 1, przeprowadzono kalkulację zapotrzebowania na kapitał ryzyka (CaR) oraz zwrotu z kapitału skorygowanego o ryzyko. Dla przedmiotowej kalkulacji przyjęto następujące założenia:

- oczekiwany zwrot z działalności (R_w) na poziomie przyjmowanego w praktyce dla działalności handlowej energią elektryczną średniego ważonego kosztu kapitału $WACC = 10\%$;
- kapitał zainwestowany $IC^{16} = 0$;
- wartość ryzyka, jak również marżę na kontrakcie (ang. *Profit and Loss* – PnL) przyjęto z tabeli 1.

¹⁶ Działalność związana z handlem energią elektryczną charakteryzuje się niską kapitałochłonnością – potrzeby kapitałowe ograniczone do kapitału finansującego zapotrzebowanie na kapitał obrotowy netto – związanego z koniecznością tworzenia depozytów zabezpieczeniowych na Giełdzie Energii oraz przedstawiania stosownych zabezpieczeń transakcjach pozagiełdowych na rynku hurtowym energii elektrycznej. Z uwagi na duże obroty handlowe dla pojedynczych transakcji wartości te są niewielkie. Stąd dla uproszczenia analizy $IC = 0$.

Zestawienie wyników kalkulacji z powyższymi założeniami prezentuje tabela 2.

Tabela 2

Wyniki analizy zapotrzebowania na kapitał ryzyka (CaR) i zwrotu z kapitału skorygowanego o ryzyko (RORAC)

Scenariusz	Miara	Brak zabezpieczenia	Zabezpieczenie na początku okresu	Zabezpieczenie dynamiczne
Ceny stałe	ZCaR	12 065 066	11 787 979	4 990 429
	RORAC	2,4%	2,7%	9,9%
Ceny malejące	ZCaR	3 571 677	3 546 996	3 571 677
	RORAC	8,8%	-63,7%	80,9%
Ceny rosnące	ZCaR	3 453 903	3 430 818	1 145 950
	RORAC	-17,3%	9,2%	14,9%
PODSUMOWANIE	ZCaR	6 363 549	6 255 264	3 236 019
	RORAC	0,2%	-17,3%	35,2%

Niezależnie od scenariusza cenowego zastosowanie metody dynamicznego zabezpieczania pozycji daje najbardziej stabilne wyniki dla transakcji. W każdym przypadku zwrot z kapitału skorygowanego o ryzyko jest najwyższy, co stanowi, że z punktu widzenia wpływu na generowane wyniki finansowe oraz zapotrzebowania na kapitał ryzyka metoda ta jest skuteczna i efektywna. Przewaga dynamicznego podejścia do zabezpieczania pozycji uwarunkowana jest konsekwentnym stosowaniem zasad i limitów ryzyka. Nienależyte zarządzanie dynamiką zabezpieczania może być niebezpieczne, bądź może mieć znamiona spekulacji.

Podejście dynamicznego zabezpieczania pozycji pozwala ponadto na sprawne zarządzanie ryzykiem oraz wykorzystywanie szans korzystnego trendu cenowego. Wymaga natomiast dużej wiedzy o specyfice rynku oraz zaangażowania ze strony zarządzania portfelem i handlu energią. Nie jest ono niestety standardem stosowanym i dostępnym powszechnie, podobnie jak ma to miejsce w przypadku opcji na rynku finansowym. Dlatego należy niewątpliwie do metod empirycznych wykorzystujących powszechnie dostępne standardy i modele wyceny, w oparciu o które tworzy się rozwiązania najlepiej dopasowane do specyfiki i potrzeb konkretnych rynków.

Podsumowanie

Ryzyko handlowe w działalności podmiotów zajmujących się obrotem energią elektryczną ma istotne znaczenie w procesie ich gospodarowania. Czynnikiem wzmacniającym to znaczenie jest coraz większa konkurencja w obszarze sprzedaży do klientów końcowych. Niesie to za sobą wymagania coraz bardziej atrakcyjnej oferty cenowo-produktowej, co w konsekwencji generuje większe wymagania w zakresie kompetencji zarządzania portfelem i ryzykiem.

Z punktu widzenia analizy zwrotu z zaangażowanego kapitału stabilność i bezpieczeństwo wypracowywanych wyników, przy zrównoważonym apetycie na ryzyko, mającym swój wymiar w kapitale ryzyka, nie jest również bez znaczenia. Toteż stosowanie i doskonalenie metod dynamicznego zabezpieczania pozycji, częstokroć niestandardowych i dopasowanych do bardzo specyficznych wymagań rynkowych, jest w warunkach polskiego rynku hurtowego energii elektrycznej rzeczą bardzo ważną. Niejednokrotnie takie właśnie rozwiązania decydują o konkurencyjności spółki i stanowią rękojmię stabilności generowanych przez nią wyników finansowych.

Podejścia do zabezpieczania ekspozycji na ryzyko, opisane w niniejszej pracy, to stosowany w praktyce zestaw metod i narzędzi. W obliczu braku płynnego rynku finansowych instrumentów pochodnych – w szczególności kontraktów opcyjnych, metody te stanowią jedyny dostępny substytut. Powinny zatem być ciągle udoskonalane i ewoluować w kierunku dynamicznych metod optymalizacyjnych, dostarczających rozwiązań o najbardziej efektywnym zabezpieczeniu pozycji przy maksymalizacji parametrów zysku i ryzyka.

Literatura

- Alexander C., Sheedy E., Aziz A., Rosen D.: Capital Allocation and RAPM. W: The Professional Risk Managers' Handbook. Vol. III: Risk Management Practices. PRMIA 2004.
- Best P.: Wartość narażona na ryzyko. Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2000.
- Black F., Scholes M.: The pricing of options and corporate liabilities. „The Journal of Political Economy” 1973, Vol. 81 (3).
- Cesari G. i in.: Modelling, Pricing, and Hedging Counterparty Credit Exposure. A technical guide. Springer Verlag, Berlin 2009.
- Hull J.C.: Options, Futures, And Other Derivatives. Pearson 2012.

Introduction and executive summaries of CCRO recommendations. Committee of Chief Risks Officers 2002.

Jajuga K., Jajuga T.: Inwestycje, instrumenty finansowe, aktywa niefinansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa. WN PWN, Warszawa 2008.

Michalski D., Krysta B., Lełątko P.: Zarządzanie ryzykiem na rynku energii elektrycznej. IDWE, Warszawa 2004.

Rao V.: The Significance of Economic Capital to Financial Institutions. W: Economic Capital. A Practitioner Guide. Ed. A. Dev. Risk Book, London 2004.

Zerka M.: Mechanizmy rynkowe w elektroenergetyce. Zagadnienia wybrane. Instytut Doskonalenia Wiedzy o Rynku Energii Sp. z o.o., Warszawa 2001.

THE CHANGE OF CAPITAL RISK VALUE CAUSED BY THE DYNAMIC SECURITY OF ELECTRICITY CALL OPTIONS

Summary

Progressing liberalization and electricity market development in Poland results in increase of competitiveness. The new products being offered to customers are increasingly more complex and sophisticated. Accordingly, it requires a challenge for both portfolio and risk management skills. Considering market risk peculiarity within the frame of energy market as well as lack of energy derivatives market – including options contracts, position's hedging becomes very difficult. Hedging efficiency determines risk exposure and furthermore risk capital demand. Dynamic hedging approach described in this paper has been focused especially on short position in call option, written as a compliment – additional value for customer. The main purpose of presented approach is to provide stable enough financial performance and adequate risk's yield premium.

WYBRANE ASPEKTY FUNKCJONOWANIA SYSTEMÓW WSPARCIA NA PRZYKŁADZIE WYSOKOSPRAWNEJ KOGENERACJI

Wprowadzenie

Zarówno ostatnie lata, jak i niedaleka przyszłość, to dla polskiego sektora elektroenergetycznego czas podejmowania trudnych decyzji inwestycyjnych. Zaawansowany wiek jednostek wytwórczych wymusza podejmowanie działań mających na celu odbudowę i rozbudowę mocy wytwórczych z ograniczeniami, będącymi pochodną polityki klimatycznej UE. Dodatkowo zobowiązania akcesyjne Polski zdeterminowały prowadzenie polityki energetycznej państwa w zgodzie z dyrektywami promującymi generację z odnawialnych źródeł energii i kluczowej z punktu widzenia niniejszego artykułu – wysokosprawnej kogeneracji. Zgodnie z treścią pkt (1) preambuły dyrektywy 2004/8/WE: „Promowanie wysoko-wydajnej kogeneracji w oparciu o zapotrzebowanie na ciepło użytkowe stanowi priorytet Wspólnoty ze względu na związane z nią potencjalne korzyści w zakresie oszczędzania energii pierwotnej, unikania strat sieciowych oraz ograniczania emisji szkodliwych substancji, w szczególności gazów cieplarnianych”¹.

Dyrektywa wskazała też na możliwe formy i mechanizmy promocji i wsparcia, w tym zgodnie z brzmieniem pkt (26) na „pomoc inwestycyjną, zwolnienia z podatku lub obniżenie podatku, zielone certyfikaty oraz systemy bezpośrednich dopłat do cen”², przy jednoczesnym zachowaniu swobody decyzyjnej państwa członkowskiego w wyborze optymalnego mechanizmu, który opisany został

¹ Dyrektywa 2004/8/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lutego 2004 r. w sprawie wspierania kogeneracji w oparciu o zapotrzebowanie na ciepło użytkowe na rynku wewnętrznym energii oraz zmieniająca dyrektywę 92/42/EWG.

² Ibid.

w pkt (32): „(...) ogólne zasady tworzące ramy dla wspierania kogeneracji na wewnętrznym rynku energii powinny być ustalane na poziomie wspólnotowym, ale szczegółowe ich wdrożenie należy pozostawić w gestii Państw Członkowskich, co pozwoli każdemu Państwu Członkowskiemu wybrać rozwiązania najbardziej odpowiadające jego sytuacji (...)”³.

Polska, mająca już wówczas kilkuletnie doświadczenie w promowaniu energii ze źródeł odnawialnych, za optymalne przyjęła lustrzane rozwiązanie wsparcia, bazujące na mechanizmie certyfikacji energii wytworzonej w wysokosprawnej kogeneracji. Zgodnie z zapisami znowelizowanej 12 stycznia 2007 roku ustawy Prawo energetyczne⁴, nowy mechanizm wsparcia zaczął obowiązywać z dniem 1 lipca 2007 roku. Beneficjentami systemu byli koncesjonowani wytwórcy, którzy spełnili określone kryteria techniczne, pomiarowe i formalne. Należy jednocześnie podkreślić, że mechanizm miał być gwarantem nowych inwestycji w moce kogeneracyjne zarówno w obszarze energetyki zawodowej, jak i małych i średnich producentów. Na konieczność tą wyraźnie wskazywały zapisy pkt 29 i 30 preambuły dyrektywy 2004/8/WE, odpowiednio o brzmieniu: „Należy uwzględnić specyficzną strukturę sektora kogeneracji, który obejmuje wielu małych i średnich producentów, w szczególności przy dokonywaniu przeglądu procedur administracyjnych w zakresie wydawania pozwoleń na budowę obiektów kogeneracji”⁵ i „(...) należy podkreślić konieczność zapewnienia stabilnego środowiska ekonomicznego i administracyjnego dla inwestycji w nowe instalacje kogeneracyjne. Państwa Członkowskie powinny być zachęcane do spełniania tej potrzeby poprzez opracowywanie systemów wsparcia o okresie trwania przynajmniej czterech lat oraz poprzez unikanie częstych zmian w procedurach administracyjnych itd. (...)”⁶.

Wprowadzany system certyfikacji, już na etapie konstruowania założeń i przygotowywania brzemienia zapisów ustawowych, budził wiele wątpliwości w zakresie jego przydatności w osiągnięciu założonych celów. Wskazywały na to m.in. pytania kierowane pod adresem ówczesnego rządu przez członków Komisji Gospodarki. W odpowiedzi na postawione podczas posiedzenia Sejmu w dniu 8 grudnia 2006 roku pytania o długość trwania systemu wsparcia i kwestie potencjalnego deficytu bądź nadwyżek produkcyjnych energii elektrycznej, można było usłyszeć odpowiedź podsekretarza stanu w Ministerstwie Gospodarki: „(...) Otóż, proszę państwa, chcieliśmy dać – zresztą skorygowany na skutek dyskusji w komisji – czas około sześciu lat na to, aby można było obserwować, jak te

³ Ibid.

⁴ Ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 r. Prawo energetyczne. Dz.U. z 2012 r., poz. 1059 z późn. zm.

⁵ Dyrektywa 2004/8/WE, op. cit., s. 2.

⁶ Ibid.

mechanizmy wsparcia kogeneracji rzeczywiście funkcjonują i mieć możliwość ewentualnej korekty (...)”⁷ oraz „(...) Oczywiście, proszę państwa, w szykowanych rozporządzeniach będziemy mieli możliwość takiego dobierania progów obowiązku kogeneracyjnego, który należy wypełnić w danym roku, aby nie było mowy o niebezpieczeństwie (...) analizy realizujemy na bieżąco i będziemy starali się od razu reagować na zmiany sytuacji”⁸.

Te dość optymistyczne stwierdzenia ustawodawcy stały niestety w istotnej sprzeczności do treści i wniosków płynących z ministerialnego raportu oceniającego postęp osiągnięty w zwiększeniu udziału energii pochodzącej z kogeneracji w krajowym bilansie produkcji. W opublikowanym po blisko półrocznym funkcjonowaniu mechanizmu dokumencie stwierdzono, iż „przy zachowaniu dotychczasowych tendencji spodziewać się można niewielkiego wzrostu produkcji energii elektrycznej w skojarzeniu, który nie pozwoli na zwiększenie udziału skojarzonej energii elektrycznej w całkowitej krajowej produkcji”⁹.

Polska, jak wskazuje raport¹⁰, jest jednym z dwóch krajów członkowskich, gdzie implementowano system bazujący na certyfikacji energii. Blisko sześcioletnie funkcjonowanie krajowego mechanizmu wsparcia wysokosprawnej kogeneracji, na tle doświadczeń z działania lustrzanego systemu we Flandrii – regionie federalnym Belgii, pozwala na dokonanie stosownych analiz i sformułowanie tezy o istotnych różnicach w efektywności działania obu mechanizmów.

1. Funkcjonowanie mechanizmu wsparcia kogeneracji w Polsce

Wybór optymalnego dla Polski rozwiązania systemowego w zakresie wsparcia wysokosprawnej kogeneracji poprzedzony był licznymi analizami, w tym kalkulacją potencjału ekonomicznego i technicznego kogeneracji. W 2005 roku, przyjętym jako rok odniesienia, w Polsce w skojarzeniu z ciepłem wytworzone zostało 21,7 TWh energii elektrycznej. Wynik ten oznacza, że wykorzystywane było jedynie około 36% możliwego potencjału ekonomicznego kogeneracji, co na

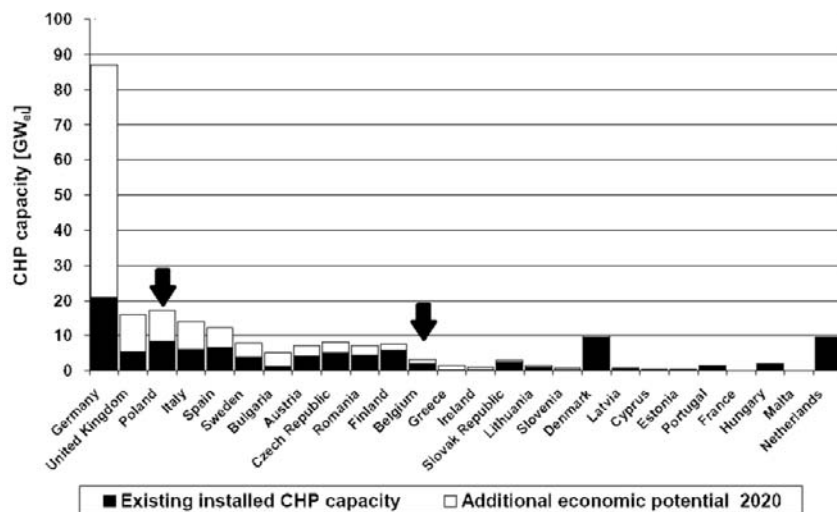
⁷ Stenogram z 29. posiedzenia Sejmu w dniu 5 grudnia 2006 r. w sprawie projektu ustawy o zmianie ustawy Prawo energetyczne, ustawy Prawo ochrony środowiska oraz ustawy o systemie oceny zgodności.

⁸ Ibid.

⁹ Raport oceniający postęp osiągnięty w zwiększaniu udziału energii elektrycznej wytwarzanej w wysokosprawnej kogeneracji w całkowitej krajowej produkcji energii elektrycznej. MP nr 1, poz. 12 – załącznik do obwieszczenia Ministra Gospodarki z dnia 12 grudnia 2007 r.

¹⁰ CODE project report; European Summary Member State reporting under the Cogeneration Directive – including cogeneration potentials reporting. December 2009.

tle innych krajów zilustrowane zostało na rys. 1. Zgodnie z założeniami przedstawionymi w raporcie¹¹ wykorzystanie całego potencjału wiązałoby się z koniecznością zwiększenia produkcji energii elektrycznej w skojarzeniu z ciepłem o 8,5% rocznie dla technologii węglowych lub 13,5% dla technologii gazowych.



Rys. 1. Ilustracja potencjału ekonomicznego kogeneracji

Źródło: CODE project report; European Summary Member State reporting under the Cogeneration Directive – including cogeneration potentials reporting. December 2009.

Realizacja tak ambitnych planów determinowała konieczność implementacji systemu, który z dużym prawdopodobieństwem zbliżałby kraj do osiągnięcia zakładanego celu. Na bazie doświadczeń wynikających z wdrożenia tzw. „zielonych” certyfikatów, wprowadzone zostało odrębne wsparcie dla źródeł (i) o łącznej mocy zainstalowanej elektrycznej do 1 MW lub źródeł opalanych paliwami gazowymi – wyrażone certyfikatem „żółtym”, (ii) o łącznej mocy elektrycznej zainstalowanej ≥ 1 MW, nieopalanej paliwami gazowymi – wyrażone certyfikatem „czerwonym” oraz (iii) opalanych gazem uzyskiwanym z przetwarzania biomasy lub metanem uwalnianym i ujmowanym przy odmetanowaniu kopalń – wyrażone certyfikatem „fioletowym”. Ze względu na marginalne znaczenie w bilansie mocowo-produkcyjnym źródeł ostatniego z wymienionych typów, na potrzeby artykułu analizy zostały zawężone do pozostałych rodzajów źródeł kogeneracyjnych.

¹¹ Raport..., op. cit., s. 4.

2. Wysokość opłaty zastępczej

Jedną z podstawowych determinant poziomu notowań cen praw majątkowych wynikających ze świadectw pochodzenia certyfikowanej energii jest poziom opłaty zastępczej, którą zobligowani obowiązkiem sprzedawcy wnoszą w przypadku braku umorzenia odpowiedniej ilości praw majątkowych. Funkcjonujący w Polsce mechanizm nie narzuca jednak ceny minimalnej za prawo majątkowe, przez co wartość ta kreowana jest w grze rynkowej między stronami podaży i popytu.

Zaprezentowany 12 grudnia 2007 roku pierwszy raport oceniający półroczne funkcjonowanie mechanizmu¹² zawierał wyniki kalkulacji minimalnych wartości świadectw pochodzenia, które gwarantowałyby przy określonych założeniach uzyskanie wskaźnika IRR na poziomie 10%, uznanego za wystarczający przy realizacji nowych inwestycji. Wartość progowa praw majątkowych dla jednostek o łącznej mocy elektrycznej zainstalowanej ≥ 1 MW, nieopalanymi paliwami gazowymi (CHP2), wyniosła 50 PLN/MWh, a dla jednostek kogeneracyjnych opalanych paliwami gazowymi lub o łącznej mocy elektrycznej zainstalowanej < 1 MW (CHP1) osiągnęła poziom 120 PLN/MWh.

W tym kontekście podejście ustawodawcy wyrażone w zapisach art. 9a ust. 8a ustawy Prawo energetyczne¹³ pozwalało organowi regulacyjnemu na dość swobodne poruszanie się w ramach, w których miała się zawrzeć jednostkowa opłata zastępcza. Granice przedziału cenowego wyniosły odpowiednio: (i) 15%-40% dla grupy CHP2 oraz (ii) 15%-110% dla grupy CHP1 poziomu ceny energii elektrycznej z rynku konkurencyjnego, wyznaczanej przez prezesa Urzędu Regulacji Energetyki (URE), co przedstawiono na rys. 2 i 3.

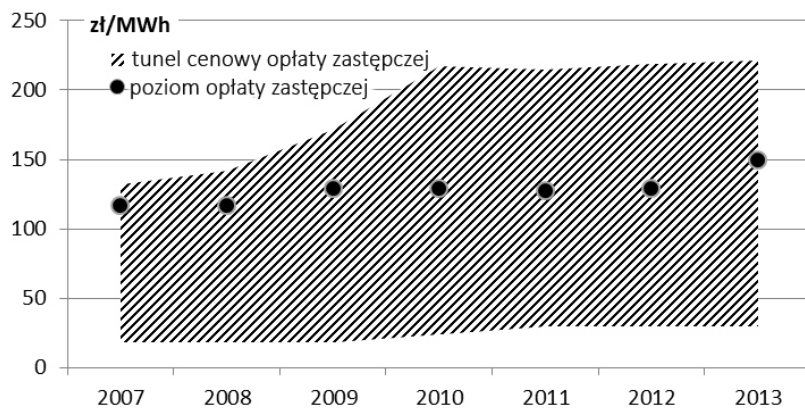
Jedną z konkluzji raportu¹⁴ było wyraźne zaakcentowanie ryzyka płynącego z faktu, że „system wsparcia oparty wyłącznie o świadectwa pochodzenia energii elektrycznej z wysokosprawnej kogeneracji nie wykreuje dostatecznych bodźców inwestycyjnych. Poziom pierwszych opłat zastępczych (...) ukształtował się wyraźnie poniżej poziomu cen świadectw pochodzenia przyjętych do oszacowania potencjału ekonomicznego kogeneracji. Ponadto cena świadectwa pochodzenia może się w praktyce okazać znacząco niższa od ustalonej opłaty zastępczej. (...) W przypadku zaistnienia sytuacji nadmiaru uprawnień (zbyt mały rynek) mogą one uzyskać skrajnie wartość bliską zera”¹⁵.

¹² Ibid., s. 4.

¹³ Ustawa..., op. cit., s. 4.

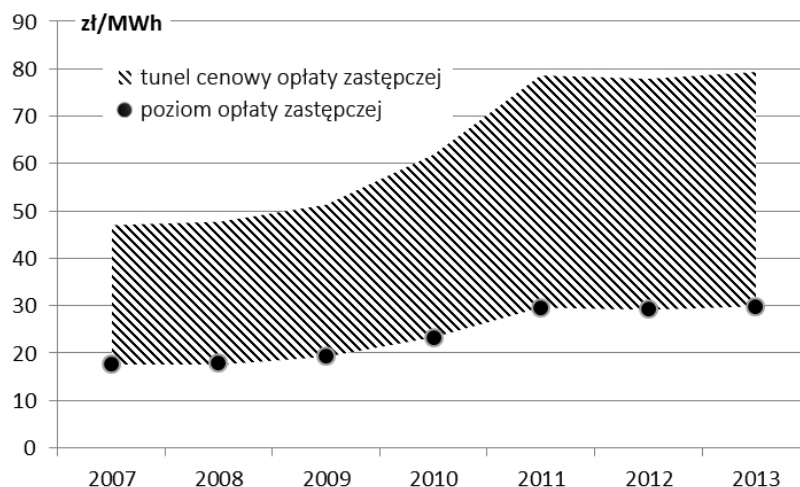
¹⁴ Raport..., op. cit., s. 4.

¹⁵ Ibid.



Rys. 2. Poziom opłat zastępczych dla źródeł typu CHP1

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z komunikatów Prezesa URE¹⁶.



Rys. 3. Poziom opłat zastępczych dla źródeł typu CHP2

Źródło: Ibid.

Sformułowanie powyższego ryzyka z jednej strony implikowało konieczność wprowadzenia dodatkowych ułatwień mających pobudzić inwestycje, z drugiej zaś strony nie znalazło odzwierciedlenia w zmianie, kluczowego z perspektywy zasadności funkcjonowania mechanizmu, algorytmu wyznaczania opłat zastęp-

¹⁶ Komunikaty Prezesa URE publikujące informację dotyczącą ceny rynku konkurencyjnego (Crk) z lat 2007-2012.

czych. Pierwotnie przyjęta wartość progowa prawa majątkowego typu CHP2 wynosząca 50 PLN/MWh w żadnym roku nie znalazła odzwierciedlenia, co w sposób oczywisty miało wpływ na skalę inwestycji w analizowanym obszarze.

3. Brak interwencji w relacje popyt/podaż

Kreowanie wartości rynkowej praw majątkowych uzależnione było silnie od kilku czynników. Pierwszym z nich była wartość opłaty zastępczej, stanowiąca naturalne supremum cen rynkowych. W zależności od momentu zawierania transakcji cena w ramach mechanizmu aukcji bądź notowań ciągłych uwzględniała głównie obowiązującą w danym roku wysokość opłaty zastępczej zdyskontowaną wartością pieniądza w czasie. W przypadku transakcji pozasesyjnych ceny praw majątkowych były pochodną warunków umownych zawieranych w ramach rynku OTC i niejednokrotnie różniły się od cen giełdowych. Mechanizm ten był typowy dla rozwiązań rynku terminowego, czyli uniezależniał strony transakcji od krótkotrwałych fluktuacji cenowych, dając gwarancje ceny dla dłuższego horyzontu.

Drugą determinantą wysokości cen był poziom bilansu wydanych i umorzonych praw majątkowych. Zachwianie tego bilansu, to jest pojawienie się dużej nadwyżki praw majątkowych, byłoby wyraźnym sygnałem do spadku cen. Analiza procesu rozliczania się z realizacji obowiązku przez graczy rynkowych odkrywa mniej lub bardziej świadomą strategię budowania nadwyżek praw w systemie. Świadczyć o tym mogą dane przedstawione w tabeli 1, ilustrujące sposób realizacji obowiązku umorzeniowego.

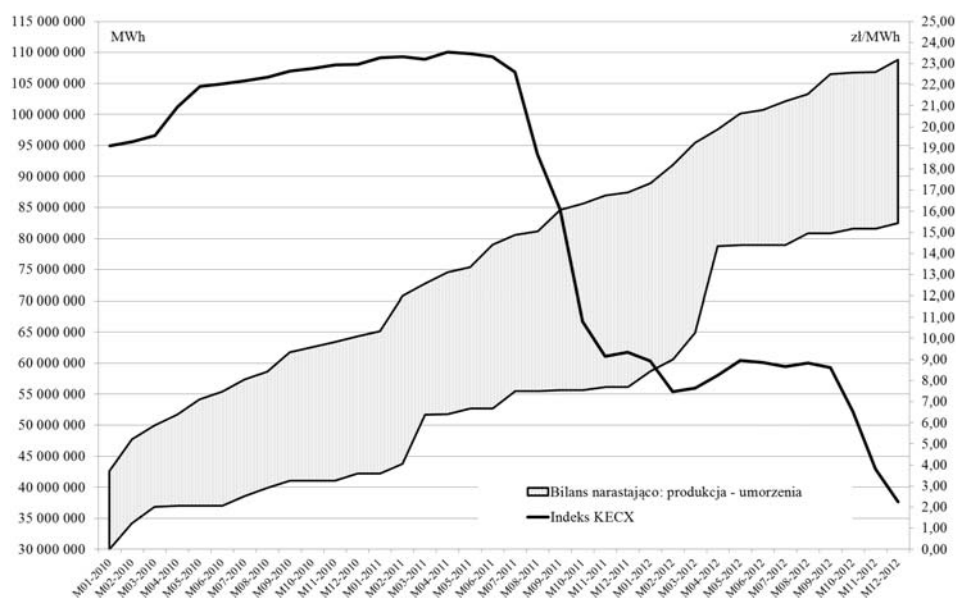
Tabela 1

Kierunki spełnienia obowiązku uzyskania i przedstawienia do umorzenia świadectw pochodzenia i opłat zastępczych z kogeneracji typu CHP2

		Udział w realizacji obowiązku (%)	
		opłata zastępcza	umorzenie praw majątkowych
Realizacja obowiązku za rok	2007	3,1	7,5
	2008	5,2	13,8
	2009	9,0	11,6
	2010	9,1	12,2
	2011	0,0	22,2

Źródło: Obraz polskiego rynku energii elektrycznej w latach 2007-2011 z uwzględnieniem przemian organizacyjno-własnościowych. ARE, Warszawa, październik 2012.

Dodatkowym czynnikiem wpływającym na decyzje uczestników rynku w zakresie preferencji we wnoszeniu opłat zastępczych i wstrzymaniu się od umarzania praw majątkowych były opublikowane w maju 2009 i 2010 roku wysokości stawek opłat zastępczych, które wykazywały istotny wzrost dynamiki względem poprzednich lat. Obawy w zakresie potencjalnego wzrostu cen w ślad za wzrostem opłat zastępczych oraz istotna inercja w ocenie poziomu i wpływu nadwyżki praw majątkowych w systemie były powodem masowego wnoszenia opłat zastępczych za lata 2009-2010. Zachowania te spowodowały silne załamanie rynku, co zilustrowane zostało na rys. 4.



Rys. 4. Dynamika nadwyżki praw majątkowych w systemie na tle poziomu indeksu cenowego KECX¹⁷

Źródło: Opracowania własne na podstawie danych giełdowych.

Brak działań interwencyjnych ustawodawcy spowodował spadek średnich cen z poziomu 23,55 PLN/MWh w kwietniu 2011 roku do poziomu 2,25 PLN/MWh w grudniu 2012 roku.

¹⁷ Poziom indeksu KECX odzwierciedla notowania cenowe praw majątkowych dla kogeneracji typu CHP2.

4. Dodatkowe elementy systemu wsparcia

Komplementarnym elementem mechanizmu wsparcia bazującego na wydawaniu zbywalnych świadectw pochodzenia było wykreowanie strony popytowej poprzez nadanie brzmienia art. 9a ust. 1 i 8 ustawy – Prawo energetyczne¹⁸, w myśl którego przedsiębiorstwa energetyczne, odbiorcy końcowi oraz towarowe domy maklerskie lub domy maklerskie mają obowiązek uzyskania i przedstawienia do umorzenia prezesowi URE świadectw pochodzenia oraz świadectw pochodzenia z kogeneracji, bądź uiszczenia opłaty zastępczej. Określona stosownym rozporządzeniem wykonawczym, wyrażona procentowo ilość praw majątkowych podlegająca umorzeniu mogła być dynamicznie modyfikowana, w zależności od rozwijającej się sytuacji rynkowej. Dodatkowo mechanizmem stymulującym był system kar pieniężnych za niewypełnienie powyższego obowiązku.

Kolejnym elementem mającym na celu usprawnienie procesów inwestycyjnych było ułatwienie, polegające na obowiązkowym odbiorze, przesyle lub dystrybucji wytworzonej energii elektrycznej przez operatora systemu dystrybucyjnego, z zachowaniem niezawodności i bezpieczeństwa krajowego systemu elektroenergetycznego.

Do katalogu preferencji należy również dodać wprowadzenie dla jednostek kogeneracji o mocy elektrycznej zainstalowanej poniżej 1 MW o połowę niższych opłat przyłączeniowych, ustalonych na podstawie rzeczywiście poniesionych nakładów. Minimalny poziom mocy preferencyjnie traktowanych źródeł został w myśl art. 5 ustawy zmieniającej z 12 stycznia 2007 roku zwiększony do poziomu 5 MW.

Dodatkowym elementem wsparcia stała się, począwszy od 2010 roku, zgodnie z zapisami art. 9e ust. 1a ustawy¹⁹, możliwość łączenia praw majątkowych odnawialnych i kogeneracyjnych dla wytwórców produkujących w źródle odnawialnym, spełniających jednocześnie kryteria wysokosprawnej kogeneracji, energię elektryczną i ciepło.

5. Rozwój wysokosprawnej kogeneracji

Jednym z podstawowych kryteriów oceny efektywności mechanizmu jest analiza przyrostu produkcji w wysokosprawnej kogeneracji, potwierdzonej wy-

¹⁸ Ustawa..., op. cit., s. 4.

¹⁹ Ustawa..., op. cit., s. 4.

danymi świadectwami pochodzenia i nowych, zainstalowanych mocy kogeneracyjnych.

Analiza danych zawartych w tabeli 2²⁰ nie wskazuje na żaden przyrost zainstalowanej, sumarycznej mocy elektrycznej, a w przypadku mocy cieplnej występuje wręcz trend spadkowy. Produkcja energii w wysokosprawnej kogeneracji jest pochodną wielu czynników, z których najistotniejszymi wydają się: (i) poziom zainstalowanej mocy, (ii) czas wykorzystania mocy znamionowej, (iii) uzależnienie od czynników meteorologicznych, (iv) współczynnik potrzeb własnych. W ocenie autora artykułu, ze względu na brak inwestycji w nowe moce kogeneracyjne, przedstawione fluktuacje i dynamika produkcji uzależnione są od pozostałych wymienionych czynników, co nie pozwala wnioskować o wystarczającej efektywności mechanizmu wsparcia wyrażonej miarą istotnego wzrostu produkcji.

Tabela 2

Dynamika zmian produkcji i zainstalowanych mocy elektrycznych i ciepłych w Polsce

			2006	2007	2008	2009	2010
Energia elektryczna	Moc	GW	8,5	9,0	8,8	8,6	8,7
	produkcja	TWh	26,0	27,6	26,4	26,1	27,7
	Udział w rynku	%	18,9	20,3	18,8	19,4	19,8
Ciepło	Moc	GW	26,5	26,3	25,3	24,8	24,8
	produkcja	TWh	73,5	72,5	72,1	71,8	77,0
	Udział w rynku	%	50	50,8	49,3	50,4	49,5

Źródło: Obwieszczenie Ministra Gospodarki z dnia 16 lutego 2012 r. w sprawie raportu oceniającego postęp osiągnięty w zwiększaniu udziału energii elektrycznej wytwarzanej w wysokosprawnej kogeneracji w całkowitej krajowej produkcji energii elektrycznej. MP z dnia 1 marca 2012 r., poz. 108.

W celu dokonania pełnej oceny efektywności funkcjonowania mechanizmu analizowanego wsparcia, wnioskowanie należy uzupełnić o projekcję przychodową dla systemu, czyli wycenę wydanych praw majątkowych. W tabeli 3 przedstawione zostały wyniki przedmiotowej projekcji dla wariantów: (a) odniesienia się do średnio ważonych wolumenem notowań cenowych rynku giełdowego i OTC oraz (b) opłat zastępczych. Wyniki obliczeń wskazują, że dla wariantów (a) i (b) wartość wydanych praw majątkowych dla lat 2007-2010 wynosi odpowiednio około 1,4 i 1,5 mld PLN, a dla całego okresu odpowiednio około 2,3 i 2,9 mld PLN.

²⁰ Obwieszczenie Ministra Gospodarki z dnia 16 lutego 2012 r. w sprawie raportu oceniającego postęp osiągnięty w zwiększaniu udziału energii elektrycznej wytwarzanej w wysokosprawnej kogeneracji w całkowitej krajowej produkcji energii elektrycznej. MP z dnia 1 marca 2012 r., poz. 108.

Tabela 3

Porównanie szacunkowej wartości systemu wsparcia dla dwóch wariantów cenowych

		Wydane za okres wytwarzania						Razem
		2007	2008	2009	2010	2011	2012	
wydane prawa majątkowe	GWh	9896	22 105	21 869	22 837	23 146	23 759	
średnia ważona z indeksów giełdowych i OTC	PLN/MWh	17,60	17,19	17,67	21,09	23,40	12,23	
wartość praw majątkowych	mln PLN	174,17	380,02	386,46	481,74	541,66	290,52	2 254,58
opłata zastępcza	PLN/MWh	17,96	17,96	19,32	23,32	29,58	29,30	
wartość praw majątkowych	mln PLN	177,74	397,00	422,50	532,56	684,66	696,14	2 910,59

	– według sprawozdań z działalności Prezesa URE za lata 2007-2011
--	--

	– według raportów miesięcznych Towarowej Giełdy Energii SA
--	--

6. Funkcjonowanie mechanizmu wsparcia kogeneracji we Flandrii

Systemem wsparcia wysokosprawnej kogeneracji, który zdecydowanie przeważa w krajach członkowskich, jest mechanizm dopłat bezpośrednich, czyli tzw. *feed-in tariff*. Ocena efektywności funkcjonowania mechanizmu polskiego zawężyła się zatem do porównania z jednym systemem certyfikacji, funkcjonującym w regionie flamandzkim. Promocja wysokosprawnej kogeneracji, będąca pochodną zapisów dyrektywy 2004/8/WE, znalazła swe odzwierciedlenie w regulacjach wprowadzonych przez rząd Flandrii przepisami z dnia 7 lipca 2006 roku. Na pozostałym obszarze Belgii, to jest w regionie Walonii i Brukseli, dostosowanie legislacyjne nastąpiło odpowiednio 30 listopada 2006 roku i 6 maja 2004 roku. Mechanizm wsparcia w swych pryncypiach bazuje na premii proekologicznej oraz dla poziomu federalnego na obniżeniu stawek podatkowych. Dodatkowo przydzielany, będący pochodną zredukowanej emisji następującej poprzez oszczędności przy spalaniu paliwa pierwotnego, certyfikat kogeneracyjny jest towarem podlegającym obrotowi przez cały okres trwania mechanizmu. Ponadto dla małych instalacji kogeneracyjnych funkcjonuje wsparcie odzwierciedlające uzyskiwany przez generację rozproszoną efekt redukcji strat sieciowych. System w trakcie swego trwania ewoluował, a do istotniejszych jego elementów zaliczyć należy²¹:

²¹ Belgium's written report in accordance with articles 6(3) and 10(2) of Directive 2004/8/EC of the

1. Funkcjonujące do stycznia 2011 roku premiowanie inwestycji ekologicznych, które dotyczyło wszystkich przedsięwzięć w regionie flamandzkim uzyskujących oczekiwany efekt ekologiczny. Mechanizm wspierający uruchamiany był w ramach trzech corocznych naborów, w których rozdysponowywane były środki finansowe (np. 120 mln EUR w 2010 roku). Projekty startujące w konkursie były rankingowane, a dofinansowanie otrzymywały tylko te, które spełniały określone oczekiwania. W naborze mogły brać udział tylko inwestycje w nowe jednostki wytwórcze. Wsparcie uzależnione było także od rodzaju wykorzystywanego paliwa (np. źródła biogazowe mogły liczyć na 50% dofinansowania). Maksymalne dofinansowanie w każdym naborze mogło dla jednej instalacji wynieść 1,75 mln EUR, co sprawiało, że system ten dedykowany był głównie dla mini- i mikroinstalacji. Dodatkowo dla projektów odrzuconych nie było możliwe ubieganie się o dofinansowanie w kolejnym naborze. Począwszy od 2007 roku na listach rankingowych zaczęły pojawiać się przedsięwzięcia bazujące na paliwach kopalnych, które jednak ze względu na niewielki efekt ekologiczny nie były wysoko oceniane. W ogólnej ocenie rankingi dofinansowania zdominowane zostały przez przedsięwzięcia wykorzystujące biomasę w kogeneracji.
2. Funkcjonujące na poziomie federalnym działania pomocowe w zakresie obniżenia podatku. Mechanizm ten podzielony został na wsparcie dla klientów indywidualnych oraz spółek. W pierwszym przypadku ulgi podatkowe sięgały 40% poziomu kosztów, lecz nie więcej niż określony z góry pułap (np. dla 2011 roku było to 2830 EUR/rok). W przypadku spółek poziom ulg sięgał kilkunastu procent (np. w 2009 roku 15,5%, w 2010 roku 13,5%). Dodatkowo należy podkreślić, że zastosowanie tego rodzaju wsparcia nie wykluczało innych, co pozwalało na kumulowanie poszczególnych elementów mechanizmu.
3. Dofinansowanie do mikroinstalacji kogeneracyjnych, które było dostępne dla wszystkich mikroinstalacji spełniających wymagania dyrektywy kogeneracyjnej. Pokrycie kosztów instalacji na poziomie 20% finansowane było z grantu rządowego. Beneficjentami pomocy mogły być instytucje rządowe, publiczne, szkoły, uniwersytety, szpitale oraz organizacje typu *non profit*. Możliwe było łączenie tej formy pomocy z innymi. Łączny budżet przeznaczony na ten rodzaj wsparcia wynosił 200 tys. EUR/rok. Mechanizm wygaś w czerwcu 2010 roku.

4. Wsparcie dla demonstracyjnych mikroinstalacji kogeneracyjnych o mocy do 50kW_e. System gwarantował maksymalnie 50% refundacji kosztów netto na człon instalacji wykorzystujący innowacyjne rozwiązanie technologiczne, lecz nie więcej niż 250 tys. EUR/rok.
5. System certyfikacji, bazujący na wydawaniu źródłom kogeneracyjnym świadectw pochodzenia, w ślad za każdym 1000kWh wyrażonym w oszczędności energii pierwotnej (*primary energy savings* – PES). System, funkcjonujący podobnie jak w Polsce, obowiązuje jednocześnie sprzedawców do dostarczenia swoim klientom określonej ilości energii pochodzącej z kogeneracji. Obowiązek ten sprowadza się zatem do przedłożenia regulatorowi dowodu posiadania PES, czyli dostarczenia odpowiedniej liczby certyfikatów. Podobnie jak w Polsce coroczny poziom obowiązku charakteryzuje się progresem. Wartość certyfikatu kreowana jest przez rynek z zachowaniem warunków brzegowych polegających na obowiązywaniu ceny minimalnej za certyfikat wynoszącej 27 EUR oraz ceny maksymalnej wynoszącej 45 EUR, zbieżnej z wartością kary za niewypełnienie obowiązku.

Tak rozbudowany mechanizm wsparcia w sposób istotny wpłynął na rozbudowę mocy kogeneracyjnych w Belgii, co zilustrowane zostało w tabeli 4.

Tabela 4

Dynamika zmian produkcji i zainstalowanych mocy elektrycznych i ciepłych w Belgii

			2006	2007	2008	2009	2010
Energia elektryczna	Moc	GW	0,880	1,021	1,475	1,920	1,733
	produkcja	TWh	5,416	6,056	8,485	11,891	11,352
	Udział w rynku	%	11,0	16,2	34,8	46,1	20,9
Ciepło	Moc	GW	2,171	2,659	3,450	3,641	2,548
	produkcja	TWh	14,137	16,410	20,747	22,934	16,697
	Udział w rynku	%	60,5	54,8	67,5	71,7	76,8

Źródło: Załącznik do Belgium's written report, op. cit., s. 16.

Analiza zaprezentowanych danych wskazuje wyraźnie na znaczącą dynamikę po stronie mocy wytwórczych zarówno elektrycznych, jak i ciepłych, co determinuje poziomy produkcji i ich udział w ogólnym bilansie energetycznym kraju. Należy dodatkowo podkreślić, że uzyskany blisko 2-krotny przyrost mocy przewyższa pierwotne oczekiwania wyrażone w analizie potencjału ekonomicznego. Jak wskazuje raport²², wartość udzielonego wsparcia przedstawiona w tabeli 5 dla lat 2007-2010 wyniosła około 433 mln EUR (ok. 1,7 mld PLN), a dla całego okresu około 461 mln EUR (1,8 mld PLN).

²² Belgium's written report..., op. cit., s. 4.

Tabela 5

Wartości udzielonego wsparcia w Belgii

		Wydane za okres wytwarzania							Razem
		2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	
wydane certyfikaty	tys.	35	226	460	1134	2149	3300	4459	461,36
średnia cena rynkowa	EUR/cert.	37,37	37,37	41,17	41,48	41,14	39,53	37,13	
wartość udzielonego wsparcia	mln EUR	1,30	8,45	18,92	47,05	88,43	131,65	165,57	

Źródło: Ibid.

Podsumowanie

Przedstawione funkcjonowanie dwóch co do zasady identycznych mechanizmów promocji kogeneracji dla porównywalnego okresu działania, dając odmienne wyniki, wskazuje tym samym na różne poziomy efektywności implementowanych rozwiązań. Pełne porównanie efektywności mechanizmów staje się możliwe dopiero przy analizie wsparcia dla konkretnych przypadków wdrożeniowych i możliwe jest dzięki badaniom przeprowadzonym przez stowarzyszenie Cogeneration Observatory and Dissemination Europe (CODE). Analizom podlegały w tym przypadku hipotetyczne inwestycje z enumeratywnej listy typowych źródeł kogeneracyjnych, co zilustrowane zostało w tabeli 6.

Tabela 6

Typoszerzeg źródeł kogeneracyjnych wg CODE

	50kWe	1MWe	1MWe	12MWe	66MW
Typ źródła	gaz	gaz	diesel	węgiel kamienny	CCGT
Typowe użycie	Klienci indywidualni	Zastosowania komercyjne niskoskalowe		Zastosowania komercyjne wielkoskalowe	

Źródło: CODE project report: European Summary Report on CHP support schemes a comparison of 27 national support mechanisms, www.code-project.eu, December 2010.

Przeprowadzone badania, których wyniki przedstawiono w tabeli 7, wskazują na duże dysproporcje efektywności mechanizmów wsparcia w Polsce i Flandrii, które wyrażone zostały poziomami wewnętrznej stopy zwrotu i czasu zwrotu nakładów inwestycyjnych. Jest to bardzo istotne w kontekście wnioskowania,

iz dla zbliżonego poziomu wydatkowania środków, które dla lat 2007-2010 wyniosły odpowiednio: (i) 1,5 mln PLN dla Polski i w przeliczeniu (ii) 1,7 mld PLN dla Flandrii, efekt w postaci nowo zainstalowanych mocy kogeneracyjnych jest diametralnie różny.

Tabela 7

Porównanie szacunkowej wartości systemu wsparcia dla dwóch wariantów cenowych

			50kWe	1MWe	1MWe	12MWe	66MW
Flandria	bez wsparcia	IRR	2,55%	13,91%	28,54%	12,32%	2,55%
	ze wsparciem		12,91%	47,58%	51,17%	22,16%	12,91%
	bez wsparcia	Czas zwrotu	8,9	2,6	2	4,2	8,9
	ze wsparciem		4,4	1,3	1,1	2,6	4,4
Polska	bez wsparcia	IRR	0,00%	0,00%	0,00%	13,52%	1,52%
	ze wsparciem		4,36%	14,87%	13,23%	14,92%	22,23%
	bez wsparcia	Czas zwrotu	15,6	9,5	12	4,6	9,9
	ze wsparciem		8,1	3,8	3,9	4,3	3,1

Źródło: Ibid.

Przedstawiona w artykule charakterystyka mechanizmów wraz z oceną ich efektywności dowodzi zdaniem autora postawionej we wstępie tezy. Należy dodatkowo pamiętać, że funkcjonujący w Polsce mechanizm miał, zgodnie z deklaracjami wyrażonymi na mównicy sejmowej, stanowić „Rozwiązanie, według rządowego przedłożenia, mające charakter tymczasowy, do czasu wypracowania i notyfikacji innych sposobów wspierania takiego systemu wytwarzania energii elektrycznej”²³. Przedstawione wyniki analiz wydają się również istotne w kontekście prowadzonych na przełomie lat 2012/2013 prac nad kontynuacją mechanizmu wsparcia, który w przypadku przedłużenia powinien uwzględniać doświadczenia oraz dobre praktyki z krajów, gdzie efektywność systemu była wyższa.

Literatura

- Belgium's written report in accordance with articles 6(3) and 10(2) of Directive 2004/8/EC of the European Parliament and of the council on the promotion of cogeneration based on a useful heat demand in the internal energy market and amending Directive 92/42/EC. Ref. Ares(2012)317207 – 19/03/2012.
- CODE project report: European Summary Report on CHP support schemes a comparison of 27 national support mechanisms, www.code-project.eu, December 2010.

²³ Stenogram..., op. cit., s. 3.

Dyrektywa 2004/8/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 11 lutego 2004 r. w sprawie wspierania kogeneracji w oparciu o zapotrzebowanie na ciepło użytkowe na rynku wewnętrznym energii oraz zmieniająca dyrektywę 92/42/EWG.

<http://www.polpx.pl/pl/155/raporty-miesieczne>.

„Informacja Statystyczna o Energii Elektrycznej”, opracowania dla lat 2007-2011. Miesięcznik wydawnictwa Agencji Rynku Energii.

Obwieszczenie Ministra Gospodarki z dnia 16 lutego 2012 r. w sprawie raportu oceniającego postęp osiągnięty w zwiększaniu udziału energii elektrycznej wytwarzanej w wysokosprawnej kogeneracji w całkowitej krajowej produkcji energii elektrycznej. MP z dnia 1 marca 2012 r.

Raport oceniający postęp osiągnięty w zwiększaniu udziału energii elektrycznej wytwarzanej w wysokosprawnej kogeneracji w całkowitej krajowej produkcji energii elektrycznej. MP nr 1, poz. 12 – załącznik do obwieszczenia Ministra Gospodarki z dnia 12 grudnia 2007 r.

Sprawozdania z działalności Prezesa URE za lata 2007-2011. Biuletyny Urzędu Regulacji Energetyki.

Stenogram z 29. posiedzenia Sejmu w dniu 5 grudnia 2006 r. w sprawie projektu ustawy o zmianie ustawy Prawo energetyczne, ustawy Prawo ochrony środowiska oraz ustawy o systemie oceny zgodności.

Ustawa z dnia 10 kwietnia 1997 r. Prawo energetyczne. Dz.U. z 2012 r., poz. 1059 z późn. zm.

SELECTED ASPECTS OF THE SUPPORT SYSTEMS FROM THE VIEWPOINT OF HIGH-EFFICIENCY COGENERATION

Summary

Formation of common European energy market implies the necessity of making adjustments to domestic law and adopt market development possibilities in order to meet European Union regulations. Implementation of system support to develop high-efficiency cogeneration was one of those aspects. Several years of functioning such mechanism allow to: analyze those regulations and their impact on sub-sector development, make a deep cost analysis and discuss about its efficiency. This paper describes the background of implementation of EU regulations, results of efficiency analysis and comparison with the functioning mechanism in the Flemish Region.